**Sylwester Białowąs**
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

# RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

Fundusze inwestycyjne[1] to nowa na polskim rynku forma lokaty kapitału, która w ostatnich latach zyskuje popularność. Fundusze zostały stworzone dla osób, które chciałyby wykorzystać duży potencjał zysków na rynku finansowym, ale nie chcą, nie potrafią lub nie mają czasu samodzielnie prowadzić analiz i na bieżąco podejmować decyzji inwestycyjnych. Jako zinstytucjonalizowana forma wspólnego inwestowania, fundusze inwestycyjne zapewniają w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem na giełdzie:

- bezpieczeństwo powierzonych środków,
- płynność inwestycji,
- profesjonalne zarządzanie,
- relatywnie wyższą dochodowość i niższe koszty,
- rozproszenie ryzyka inwestycyjnego.

Fundusze inwestycyjne w zależności od konstrukcji mogą być rozpatrywane z jednej strony jako alternatywa wobec obligacji lub tradycyjnych lokat długoterminowych w bankach, z drugiej zaś – jako alternatywa wobec samodzielnego inwestowania w akcje. Oprócz dwóch przytoczonych skrajności towarzystwa funduszy inwestycyjnych oferują zróżnicowany portfel produktów pośrednich. Funkcjonowanie funduszy regulowane jest przez dwa akty prawne o fundamentalnym znaczeniu, tj. ustawą z 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz ustawą z 28 sierpnia 1997 roku O funduszach inwestycyjnych, na mocy której fundusze uzyskały osobowość prawną.

Zgodnie z tą ustawą fundusze zdefiniować można jako osobę prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych ze-

[1] W całym artykule konsekwentnie stosowana będzie nazwa fundusze inwestycyjne, choć jest to forma prawna obowiązkowa dla funduszy dopiero od 2001 roku, do roku 1997 wszystkie fundusze działały jako fundusze powiernicze. Lata 1997–2000 były okresem przejściowym, w którym fundusze zmieniały formę prawną, część więc działała jako powiernicze, część jako inwestycyjne.

branych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe. Prowadząc działalność fundusz przestrzega szczegółowo określonych w ustawie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego. Fundusz działa poprzez towarzystwo funduszy inwestycyjnych zorganizowane w formie spółki akcyjnej, które może zarządzać więcej niż jednym funduszem. Za wpłacone do funduszu środki inwestorzy otrzymują jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne[2].

Istnieje wiele odmian funduszy powierniczych, które można podzielić na grupy pod względem rozmaitych kryteriów. Podstawowym kryterium jest skład portfela inwestycyjnego. Na tej podstawie wśród otwartych funduszy inwestycyjnych działających w Polsce wyróżnić można:

- fundusze akcji,
- fundusze akcji zagranicznych,
- fundusze zrównoważone,
- hybrydowe,
- fundusze papierów dłużnych,
- fundusze zagranicznych papierów dłużnych,
- fundusze rynku pieniężnego,
- fundusze stabilnego wzrostu.

Na potrzeby niniejszego artykułu przedstawiona zostanie uproszczona charakterystyka podstawowych typów. Celem funduszy akcyjnych jest maksymalizacja zysków przy znacznej skali ryzyka związanego z możliwymi stratami. Zatem fundusze te inwestują głównie w akcje nowych lub istniejących spółek z rynku podstawowego lub pozagiełdowego, dążąc do uzyskania korzyści ze wzrostu wartości walorów.

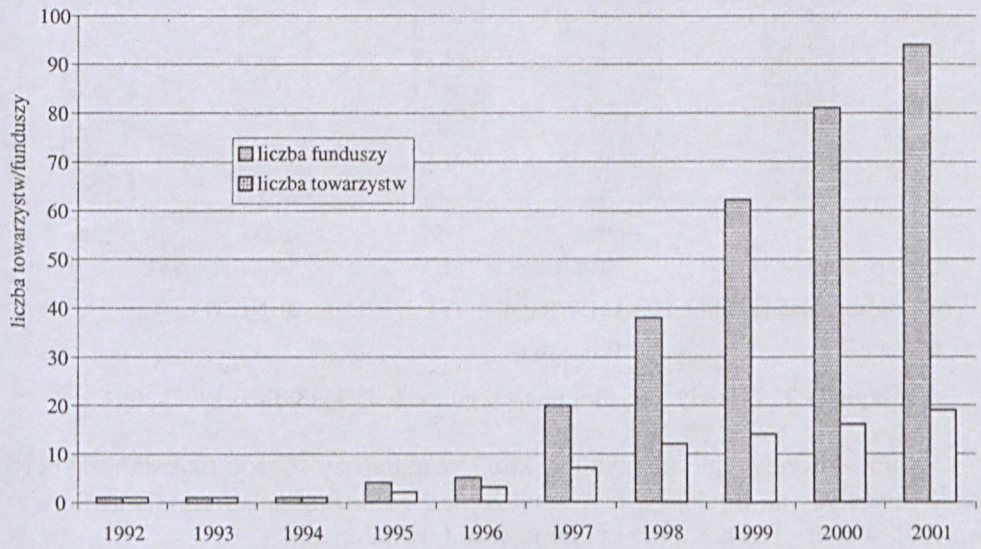
Fundusze zrównoważone (mieszane) lokują kapitały w obligacje, akcje zwykłe oraz akcje uprzywilejowane. Można więc mówić w tym wypadku o ograniczonym ryzyku inwestowania. Pewną odmianą funduszy mieszanych są fundusze hybrydowe (łącznej stopy zwrotu). Ich cechą charakterystyczną jest elastyczność zarządzania. Jeżeli istnieją warunki sprzyjające, inwestują one przede wszystkim w akcje, w warunkach niepewności – w obligacje.

Fundusze obligacji dokonują zakupu zazwyczaj obligacji długoterminowych, o średnim lub krótkim terminie wykupu. Mogą to być obligacje emitowane przez rząd, gminy, przedsiębiorstwa i inne podmioty uprawnione do ich emisji. Dochody w ten sposób uzyskiwane są w miarę systematyczne i pewniejsze od tych uzyskiwanych z akcji. Fundusze rynku pieniężnego inwestują kapitały w krótkoterminowe instrumenty rynku pieniężnego, do których należą: bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, średnioterminowe obliga-

[2] Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 28.08.1997 roku – tekst ujednolicony, DzU nr 139, poz. 933.

cje rządowe, skrypty dłużne agencji rządowych, zabezpieczone porozumienia wykupu i inne. W przypadku dwóch ostatnich typów funduszy wahania cenowe są minimalne, ograniczone do minimum jest także ryzyko ponoszone przez inwestorów[3].

Pierwszy polski fundusz inwestycyjny rozpoczął działalność w lipcu 1992 roku, był to fundusz zrównoważony PPFP Pioneer. Do 1995 roku była to jedyna firma (i jedyny jej produkt) oferująca fundusze. W sierpniu 1995 roku dołączyła z funduszem zrównoważonym Korona, a Pioneer, utrzymując rolę innowatora, wprowadził dwa nowe typy funduszy – obligacyjny i akcyjny. W roku 1996 istniały trzy towarzystwa zarządzające pięcioma funduszami, a w roku 1997 było już siedem towarzystw i dwadzieścia funduszy. Od tego roku rozpoczął się dynamiczny rozwój rynku. W roku 1998 na rynku działało 12 towarzystw z ofertą 38 funduszy, w 1999 roku – czternaście towarzystw i 62 fundusze. Rok 2000 przyniósł kolejny wzrost, w grudniu na rynku działało nadal 16 towarzystw, oferując łącznie jednak już 81 funduszy. Rok 2001 zamknął się obecnością na rynku 19 towarzystw oferujących łącznie 94 fundusze[4].



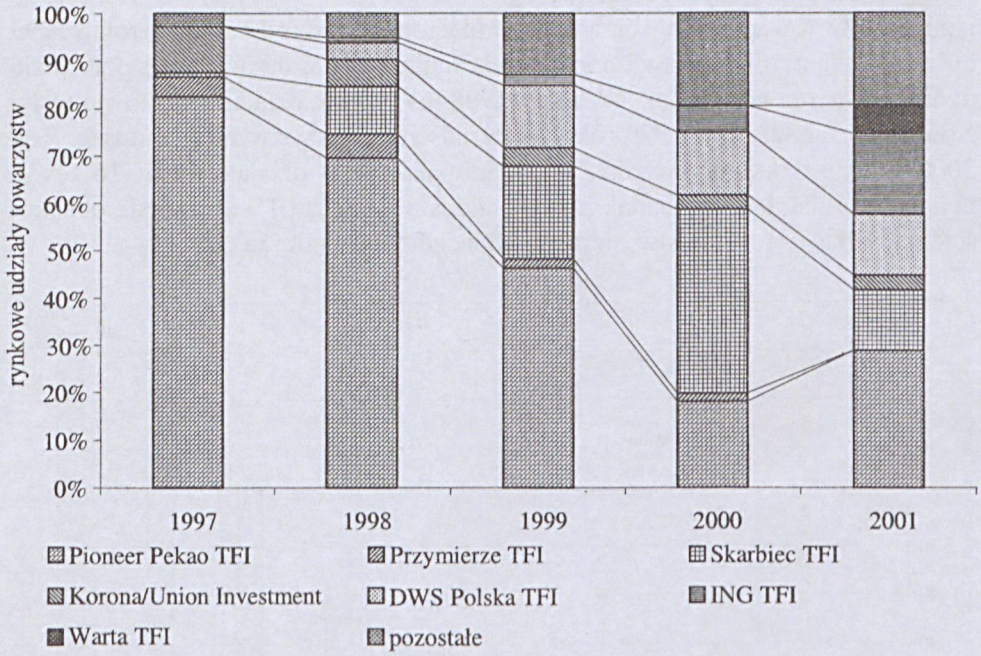

**Wykres 1. Liczba towarzystw i liczba funduszy działających na polskim rynku w latach 1992–2001**

Źródło: T. Miziołek, *Hybrydowy Salomon*, op.cit., s. 56 oraz *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy inwestycyjnych, Raport* 2001, op. cit., s. 14–17

[3] W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1996, s. 180 oraz A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, WIG - Press, Warszawa 1996, s. 11.

[4] T. Miziołek, *Hybrydowy Salomon*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 2001 nr 6–7, s. 56 oraz *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2001*, Warszawa 2002, s. 15.

Wchodzące od końca 1995 roku towarzystwa początkowo w niewielkim stopniu były zdolne do konkurowania z Pioneerem (zachował on do 1997 roku niemal monopolistyczną pozycję na rynku). Na koniec 1997 roku udział Pioneera spadł do 83% i w kolejnych latach systematycznie się obniżał. W roku 2000 Pioneer TFI stracił pozycję lidera rynkowego na rzecz Skarbca TFI, jednak przeprowadzona na początku 2001 roku fuzja z Pekao/Alliance TFI pozwoliła mu tą pozycję odzyskać.




**Wykres 2. Udziały w rynku poszczególnych TFI w latach 1997–2001**

Wyniki inwestycyjne to czynnik, który w najlepszy sposób określa atrakcyjność inwestycyjną funduszy, jest to także, jak wskazują badania, najważniejszy czynnik wyboru funduszu przez klientów indywidualnych[5].

W roku 1997 najlepsze wyniki osiągnęły fundusze bezpieczne, z których żaden nie odnotował straty. W tej grupie znajduje się także fundusz o największym wzroście wartości jednostki uczestnictwa – Pioneer 2 (18%). Najkorzystniejszą inwestycją wśród funduszy zrównoważonych okazał się Eurofundusz 1 (17%), wśród funduszy agresywnych relatywnie najlepszy wynik osiągnął Pioneer 3 (4%) – i był to jedyny funduszy agresywny, który nie poniósł straty. Na koniec

[5] S. Białowąs, *Procesy decyzyjne klientów funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Katedra Badań Marketingowych, 2001, materiał niepublikowany.

roku dziesięć funduszy zanotowało dodatnią stopę zwrotu, pozostałe dziesięć przyniosło stratę. Średni ważony aktywami przyrost wartości jednostki uczestnictwa dla całego rynku funduszy wyniósł 8,5%[6].

W roku 1998 na warszawskim parkiecie panowała bessa, głównie za sprawą kryzysu w Rosji. Indeks WIG obniżył się o 14%, a WIG20 aż o 17%. Najlepsze wyniki osiągnęły fundusze bezpieczne – wartość ich jednostek wzrosła od 10% (ABB 2) do ponad 26% (DWS 2). Wśród funduszy zrównoważonych jedynie DWS 1 i PKO/CS FZ wykazały dodatnią stopę zwrotu (odpowiednio 28% i 4%). W grupie funduszy agresywnych jedynie DWS 3 osiągnął zysk – 28%, był to jednocześnie najlepszy wynik osiągnięty przez fundusz w 1998 roku. Ogółem spośród trzydziestu ośmiu funduszy działających na rynku jedynie 13 odnotowało zysk. Średni ważony aktywami przyrost wartości jednostki uczestnictwa dla całego rynku funduszy wyniósł –9,9%.

Rok 1999 przyniósł dużo lepsze wyniki. Warszawski Indeks Giełdowy zyskał ponad 41%, a żaden z działających na rynku funduszy nie odnotował straty. Najlepsze wyniki osiągnęły oczywiście fundusze agresywne, a liderem okazał się DWS 3 (59%). Warto zauważyć, iż także wśród funduszy zrównoważonych po raz kolejny najlepszy wynik osiągnął fundusz z grupy DWS Polska – DWS 1 (41%). Średni ważony aktywami przyrost wartości jednostki uczestnictwa dla całego rynku funduszy wyniósł 26,1%.

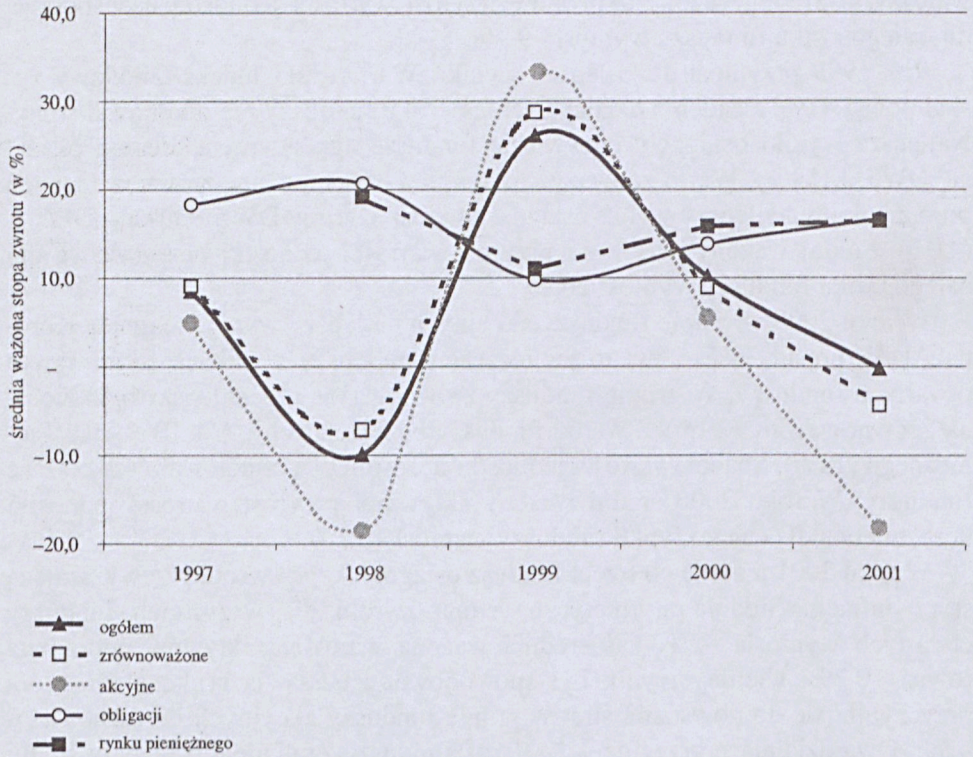
W roku 2000 w grupie funduszy akcyjnych najlepszy wynik osiągnęła Korona Akcji (ponad 30%) i był to jednocześnie najlepszy wynik na całym rynku otwartych funduszy. W gronie funduszy zrównoważonych najlepsza była Korona Zrównoważony (20%), a wśród funduszy bezpiecznych – CA IB Rynku Pieniężnego (18%). Spadek wartości jednostki uczestnictwa odnotowało tylko sześć funduszy. W roku 2000 średni ważony aktywami przyrost wartości jednostki uczestnictwa dla całego rynku funduszy wyniósł 10,1%.

W roku 2001 jedynie co trzeci fundusz osiągnął stopę zwrotu przewyższającą stopę inflacji. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu dla wszystkich funduszy otwartych wyniosła –2%, zaś średnia ważona wartością aktywów netto była równa –0,7%. Ujemny wynik był spowodowany bessą na rynku akcji, która przyczyniła się do powstania strat w grupie funduszy akcyjnych i zrównoważonych. Dwa działające przez cały 2001 rok fundusze zamknięte osiągnęły średni wzrost aktywów netto w przeliczeniu na certyfikaty inwestycyjne wynoszący 10,9% (przecięta zmiana kursu giełdowego certyfikatów inwestycyjnych tych funduszy wyniosła natomiast 0,8%) .

---

[6] Średnia ważona stopa zwrotu wyliczona została dla funduszy otwartych, które działały w ciągu całego roku, wagi dobrane zostały według udziałów aktywów netto każdego funduszu na początku roku, szerzej na ten temat w: *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2000*, Warszawa 2001, s. 13.

Niesprzyjająca koniunktura giełdowa znalazła również odzwierciedlenie w wynikach funduszy hybrydowych (przede wszystkim zrównoważonych i stabilnego wzrostu). Fundusze obligacji zapewniły najwyższe stopy zwrotu w 2001 roku. Wpływ na to miało nałożenie się dwóch czynników: wysokich realnych stóp procentowych, premiujących inwestowanie w instrumenty dłużne szybkiego spadku poziomu inflacji i następujących w jego rezultacie istotnych cięć nominalnych stóp procentowych (750 punktów bazowych w 2001 roku). W rezultacie nastąpił znaczący wzrost cen papierów dłużnych, szczególnie silny w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu i długich terminach wykupu. Przełożyło się to na szybszy wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy obligacji.




**Wykres 3. Średnie ważone stopy zwrotu dla poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych w latach 1997–2001**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2001*, op.cit., s. 22–26

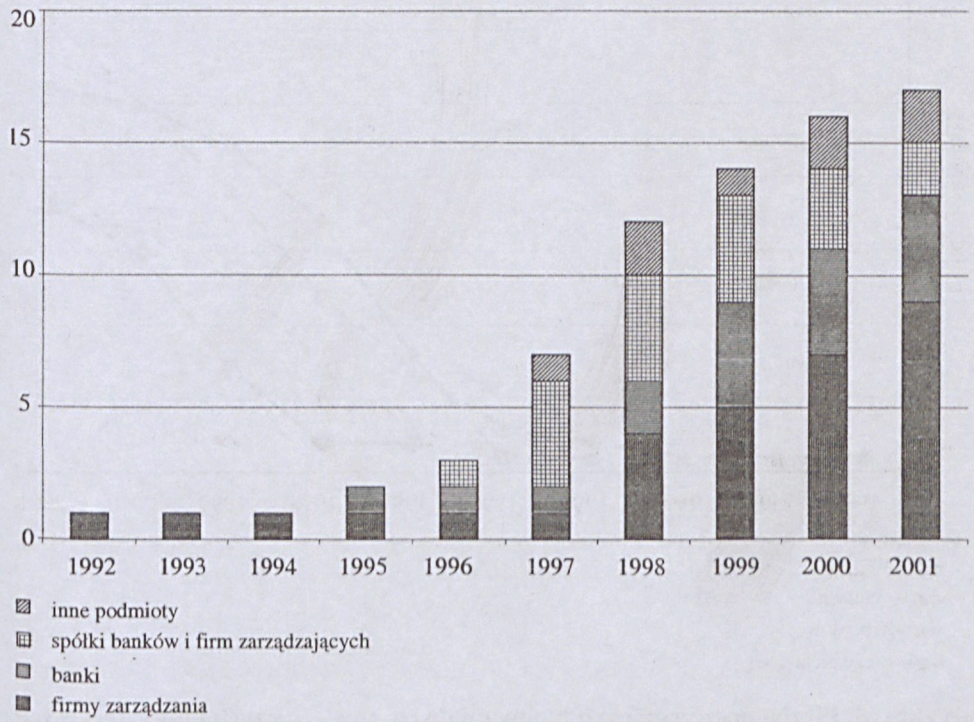
Podsumowując efektywność funduszy w ostatnim pięcioleciu można stwierdzić, że stosunkowo wysoką stopę zwrotu osiągnęły fundusze bezpieczne (obligacyjne i rynku pieniężnego), stopy zwrotu funduszy akcyjnych można uznać za zbyt niskie w porównaniu z ponoszonym ryzykiem. Ta ostatnia tendencja jest

specyficzna dla rynku polskiego, w miarę jego rozwoju należy oczekiwać poprawy. Sprzyjać jej z pewnością będą niskie stopy procentowe, wzrost roli rynku kapitałowego w gospodarce oraz dalszy wzrost podaży oszczędności związany z realizacją reformy systemu emerytalnego[7].

Pod koniec 2001 roku akcjonariuszami działających w Polsce towarzystw funduszy inwestycyjnych były:

- banki,
- firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami,
- grupy ubezpieczeniowe.

W przypadku czterech towarzystw wyłącznymi właścicielami były banki, w przypadku dziewięciu – firmy wyspecjalizowane w zarządzaniu aktywami, a dwa towarzystwa należały do grup ubezpieczeniowych. Pozostałe dwa towarzystwa były w posiadaniu spółek tworzonych przez banki i firmy zarządzające aktywami[8]. Rozwój rynku towarzystw ze względu na typ zaangażowanego kapitału obrazuje poniższy wykres.



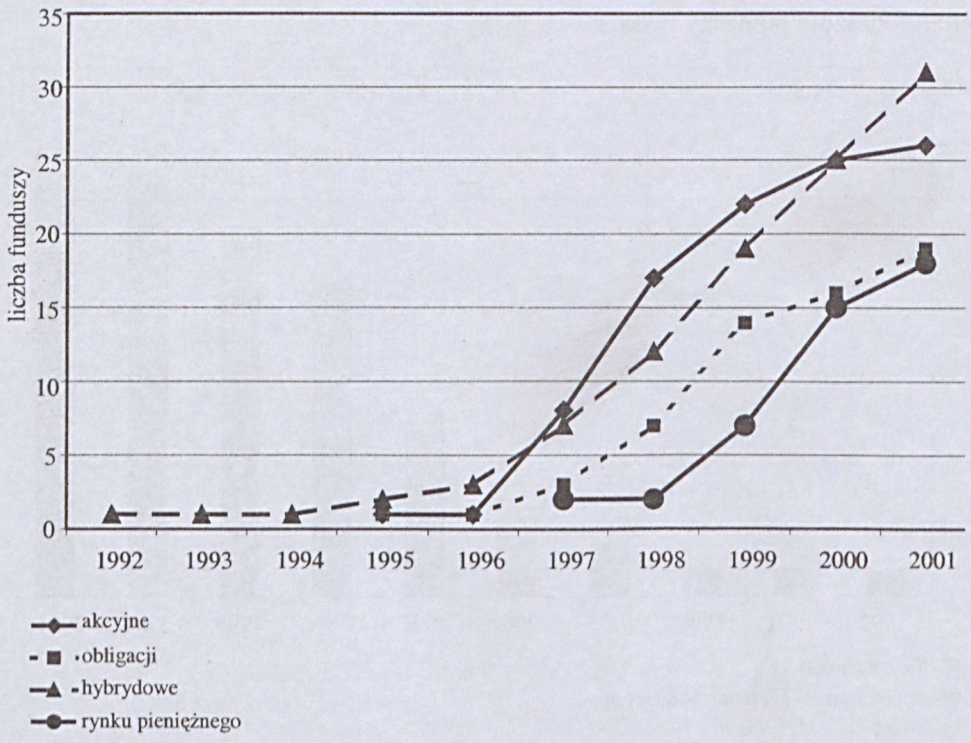

**Wykres 4. Liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2001 z podziałem według rodzaju akcjonariuszy (stan na koniec grudnia każdego roku)**

Źródło: *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2001*, op.cit., s. 14–17

[7] *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2000*, op.cit., s. 17.
[8] Ibidem, s. 5.

Podobnie jak w przypadku banków i ubezpieczeń, także i na rynku funduszy doszło do fuzji i przejęć. W roku 2000 miała miejsce fuzja dwóch towarzystw, w wyniku której połączone zostały Korona TFI i Union Investment TFI (działające dalej pod nazwą Union Investment TFI). Także w roku 2000 nastąpiło pierwsze przejęcie zarządzania funduszami jednego towarzystwa przez inne. Zarządzanie trzema funduszami Forum ZTFI przejęło Invesco TFI. W roku 2001 doszło do kolejnej fuzji, połączyły się PPTFI Pioneer oraz Pekao/Alliance TFI (dalej działające jako Pioneer Pekao TFI)[9].

Niezależnie od akcjonariatu towarzystwa oferują klientom podobny zestaw produktów. Najpopularniejsze są fundusze zrównoważone (hybrydowe) oraz fundusze akcyjne. W latach 1999–2001 dużą popularność zdobyły także fundusze rynku pieniężnego.

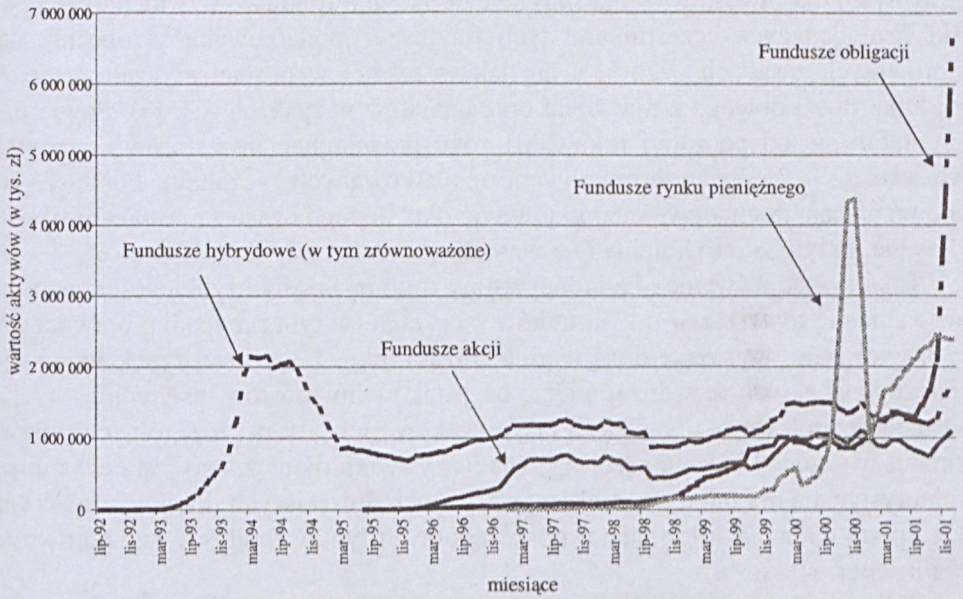



**Wykres 5. Liczba poszczególnych typów funduszy powierniczych i inwestycyjnych w latach 1992–2001**

Źródło: T. Miziołek, *Hybrydowy Salomon*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 2001 nr 6–7, s. 56 oraz *Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Raport 2001*, op.cit., s. 14–17

[9] *Teraz Pioneer Pekao TFI, Twoje Fundusze*, „Biuletyn Uczestników Funduszy Pioneera i Eurofunduszy" 2001, nr 3, s. 1.

Liczba poszczególnych typów funduszy w ofercie nie odzwierciedla jednak do końca ich udziałów rynkowych. W tym przypadku najpełniej rynek charakteryzują zgromadzone przez poszczególne typy funduszy aktywa. Na potrzeby artykułu poniższe zestawienie podsumowuje podstawowe typy funduszy. Jak widać, w pierwszej fazie rozwoju rynku zdecydowana większość aktywów lokowana była w funduszach zrównoważonych, jednak od momentu powstania bardzo szybko pieniądze inwestorów zaczęły przyciągać fundusze o niższym poziomie ryzyka, to znaczy fundusze obligacyjne i rynku pieniężnego. Fundusze te (za sprawą inwestorów instytucjonalnych) mają obecnie w polskim rynku największe udziały.




**Wykres 6. Alokacja aktywów netto poszczególnych typów funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2001**

Źródło: Aktywa netto funduszy inwestycyjnych, www.tfi.hoga.pl

Abstrahując od podziału związanego z portfelem funduszu warto zauważyć, iż dużą rolę zaczęły odgrywać w alokacji aktywów także aspekty prawne. Do roku 2000 zdecydowana większość aktywów ulokowana była w otwartych funduszach inwestycyjnych. W grudniu 1999 istniał zaledwie jeden zamknięty fundusz inwestycyjny i 8 specjalistycznych funduszy otwartych. Sytuacja taka wynikała z uwarunkowań prawnych. Większość towarzystw i funduszy rozpoczynała działalność według prawa z roku 1991. Dopiero Ustawa o funduszach inwestycyjnych z sierpnia 1997 roku znacznie rozszerzyła gamę możliwych do zaoferowania produktów. Możliwości, jakie stwarza nowa ustawa, zostały wykorzystane przez towarzystwa do utworzenia specjalistycznych funduszy otwartych

(obsługujących III filar), powstawać zaczęły także fundusze skierowane do osób prawnych, m.in. fundusze dywidendowe (w roku 2000 była to najliczniejsza grupa nowo tworzonych funduszy), fundusze gwarantowane oraz fundusze zamknięte. W 2000 UNFE wpisał do rejestru PPE aż 27 pracowniczych programów emerytalnych, z czego aż 12 to programy związane z SOFI Kapitał Handlowy Senior. Jednak szczególnie warte uwagi były w roku 2000 właśnie fundusze dywidendowe. Szczególny typ konstrukcji prawnej sprawił, iż do funduszy dywidendowych napłynęło niemal 4 mld zł, co stanowiło ponad połowę wszystkich aktywów funduszy.

Z końcem roku 2000, w związku ze zmianą przepisów podatkowych dla osób prawnych, dla inwestorów przestały być atrakcyjne fundusze dywidendowe (zyski firm będących uczestnikami tych funduszy opodatkowane są obecnie na normalnych zasadach – 28%, a nie jak wcześniej w postaci zryczałtowanego podatku dochodowego z dywidend oraz udziałów w zyskach – 15%). Powiernicy starali się od początku roku 2001 roku przyciągnąć inwestorów do nowej konstrukcji – funduszy terminowych, opodatkowanych ryczałtem. Fundusze te nie wypłacają dochodów, lecz po upływie określonego czasu są po prostu likwidowane. Przyniosło to kolejną falę wzrostów.

Taka sytuacja świadczy z jednej strony o umiejętności szybkiego przystosowywania się towarzystw do warunków otoczenia (w tym przypadku prawnego), z drugiej zaś – wykazuje dużą niedojrzałość rynku. Jak widać, rynek funduszy zależny jest aktualnie w dużej mierze od środków inwestorów instytucjonalnych. O niedojrzałości rynku świadczą także rynkowe udziały poszczególnych typów funduszy – zdecydowana przewaga funduszy rynku pieniężnego jest cechą charakterystyczną dla młodych rynków, na rynkach dojrzalszych dominują inwestycje oparte na akcjach lub udział poszczególnych typów funduszy jest porównywalny (por. wykres 4).

Zbliżenie Polski do bardziej pożądanego modelu rynków dojrzalszych byłoby możliwe dzięki kilku czynnikom. Do najważniejszych z pewnością zaliczyć należy:
- zwiększenie głębokości rynku (większa podaż spółek oraz większa kapitalizacja giełdy),
- ożywienie na giełdzie,
- zwiększenie znajomości i zaufania do tego instrumentu wśród społeczeństwa oraz wzrost zamożności.

Biorąc pod uwagę niewielkie prawdopodobieństwo szybkiego zwiększenia głębokości rynku, w przyszłości należy oczekiwać coraz większego odpływu inwestowanych środków za granicę, w tym przede wszystkim na giełdy europejskie (przyczyni się do tego liberalizacja przepisów kapitałowych w związku z przystąpieniem do Unii Europejskiej).

Z kolei do wzrostu znajomości funduszy wśród polskich gospodarstw domowych, oprócz typowych dla rynku działań edukacyjnych, w dużym stopniu

przyczynić się może zmiana kanałów dystrybucji. Już w tej chwili obserwuje się znacznie większą sprzedaż tych funduszy, które oferowane są w okienkach bankowych (a nie jak wcześniej jedynie w biurach maklerskich). Zgodna z ustawą możliwa jest także sprzedaż jednostek uczestnictwa poprzez agentów; biorąc pod uwagę sukces tej formy sprzedaży w ubezpieczeniach życiowych można przypuszczać, że dobrze sprawdzi się ona także w przypadku funduszy[10].

Biorąc pod uwagę rozwój funduszy inwestycyjnych w innych, bardziej rozwiniętych krajach spodziewać się można rosnącego znaczenia tych instytucji finansowych także w Polsce[11]. Jednak wskazane bariery (szczególnie dotyczące edukacji i zaufania społeczeństwa do instrumentów bazujących na rynkach kapitałowych) wzrost ten będą spowalniały. Przewidywania dotyczące wzrostu rynku potwierdzane są przez szybki rozwój liczby instytucji zajmujących się zbiorowym inwestowaniem. Obecna podaż zdecydowanie przerasta popyt rynkowy (szybkiemu rozwojowi liczby towarzystw towarzyszy stosunkowo wolny jeszcze przyrost liczby inwestorów) – świadczy to o prognozowaniu rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w instytucjach finansowych oraz o ich przystosowywaniu się do obsługi tej formy inwestowania.

O potencjale wzrostu rynku funduszy w Polsce świadczyć może porównanie wielkości aktywów funduszy przypadających na jednego mieszkańca. W Niemczech wynoszą one 4750 euro, we Francji 11 200 euro, a w USA – aż 25 600 euro[12]. W Polsce wartość ta nie przekracza na razie 50 euro. Widać więc, że w tej dziedzinie oczekiwać można jeszcze znacznego rozwoju.

**Sylwester Białowąs**

## Market of investment funds in Poland

### Summary

Investment funds have been operating on the Polish market since 1992 but they have not been very popular so far. Until 1995 the market had been dominated by a monopolist

[10] Skłonność gospodarstw domowych do zakupu jednostek uczestnictwa poprzez agentów została potwierdzona także w badaniach empirycznych, por. S. Białowąs, *Skłonność gospodarstw domowych do korzystania z oferty funduszy inwestycyjnych*, Katedra Badań Marketingowych, 1998, materiał niepublikowany, por także: M. Samcik, *Fundusz zamiast polisy*, „Gazeta Wyborcza" 14–15 sierpnia 2001, s. 23.

[11] Por. dane Investment Company Institute, www.ici.org.

[12] Dane DWS Investments za: T. Miziołek, *Rosną aktywa funduszy akcyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy" 2001 nr 5, s. 78.

– Pioneer; investment funds appearing on the market later were able to compete with Pioneer to a small extent only from 1997 when the act on investment funds came into force and those institutions began to develop rapidly. The paper presents a short history of how the investment funds market was created in Poland. It contains the main classification of the funds, growth in the number of Investment Funds Associations (TFI) and the ownership structure of the TFI market. Moreover, the article analyses effectiveness obtained by the funds in the subsequent years and the value of their net assets (divided into particular types of funds and particular TFIs). The final part indicates the main barriers to the development of investment funds on the potentially absorptive Polish market.