

Dr Urszula Banaszczyk-Soroka
Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii
Uniwersytet Wrocławski

Zintegrowany rynek kapitałowy miejscem alokacji oszczędności inwestorów indywidualnych

WPROWADZENIE

Polski rynek kapitałowy ma 16 lat. Podstawowe znaczenie dla wypełniania jego funkcji w gospodarce (mobilność, mobilizacja i transformacja kapitału) mają dobrze zorganizowane instytucje: organizujące obrót (giełdy), pośredniczące (firmy inwestycyjne bądź podmioty zbiorowego inwestowania) czy wspomagające (instytucje rozliczające). Ich sprawne działanie ułatwia rozwój gospodarczy, umożliwia lepsze wykorzystanie kapitału oraz zmniejsza negatywne skutki występującego w otoczeniu ryzyka. Nieprawidłowe działanie instytucji finansowych może być barierą utrudniającą lub wręcz uniemożliwiającą kreowanie potencjału gospodarczego kraju.

Od ponad trzech lat Polska jest członkiem Unii Europejskiej (UE). Obowiążująca w UE zasada jednolitego paszportu powoduje, że instytucje pośredniczące mają szeroki dostęp do zasobów finansowych mieszkańców zrzeszonych państw¹. Gdzie popłynie kapitał zależy będzie od skutecznego konkurencyjności instytucji rynku kapitałowego oraz jego atrakcyjności dla inwestora. Kryteria te będą rozstrzygać czy inwestorzy polscy i zagraniczni będą dawcami kapitału dla polskiej gospodarki, czy oszczędności popłyną do innych państw wspólnoty.

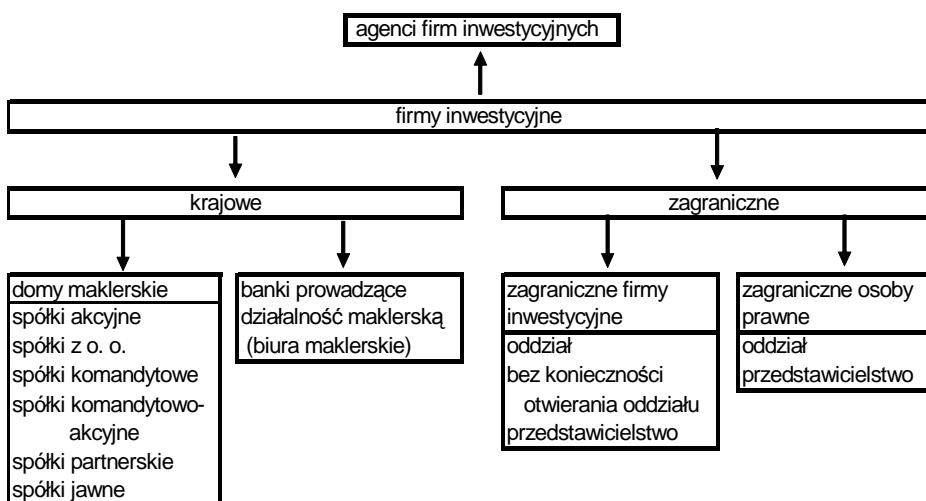
Instytucjami, za pośrednictwem których następuje transfer oszczędności do polskiej gospodarki są, między innymi, firmy inwestycyjne oraz fundusze inwestycyjne. W tych pierwszych inwestorzy podejmują decyzje indywidualnie. To oni decydują, które sektory gospodarki zostaną zasilone w kapitał. Te drugie, to podmioty zbiorowego inwestowania. W funduszach inwestycyjnych decyzje podejmowane są przez licencjonowanych doradców w imieniu klientów, którzy powierzyli im swoje oszczędności.

¹Zasada jednolitego paszportu związana jest z licencjonowaniem instytucji działających w ramach infrastruktury instytucjonalnej rynku kapitałowego. Uzyskanie zgody organu nadzoru w państwie macierzystym otwiera możliwość podejmowania działalności w każdym innym państwie Wspólnoty.

Podstawowym instrumentem na polskim zorganizowanym rynku kapitałowym, za pośrednictwem którego następuje przepływ oszczędności od inwestorów do spółek są akcje. Kapitalizacja GPW na koniec sierpnia 2007 roku wyniosła 1 162 mld zł, w tym akcji 829 mld zł, tj. 71% kapitalizacji Giełdy².

FIRMY INWESTYCYJNE

Firmy inwestycyjne to licencjonowane podmioty świadczące usługi maklerskie. W Polsce działalność maklerską mogą prowadzić krajowe i zagraniczne firmy inwestycyjne (rysunek 1).



Rysunek 1. Rodzaje firm inwestycyjnych

Źródło: Ustawa o obrocie.

Grupa podmiotów krajowych to domy maklerskie oraz banki prowadzące działalność maklerską. Siedziby i centrale domów maklerskich, siedziby banków prowadzących działalność maklerską i centrale biur maklerskich zlokalizowane są w Polsce. Z punktu widzenia prawnego-organizacyjnego domy maklerskie działają w formie spółek kapitałowych. Świadczenie usług

² Kapitalizacja GPW to wartość rynkowa akcji (spółek krajowych i zagranicznych) oraz obligacji krajowych i zagranicznych. Rynek pozagiełdowy MTS – CeTO w porównaniu do GPW jest rynkiem mikroskopijnym. Na koniec lipca notowano 10 spółek, a ich kapitalizacja wyniosła 921 mln zł (tj. 0,1% kapitalizacji Giełdy).

maklerskich przez bank odbywa się w wydzielonej organizacyjnie i finansowo jednostce organizacyjnej – biurze maklerskim. Rozpoczęcie działalności poprzedzone jest koncesją Komisji Nadzoru Finansowego. Udzielana jest ona, gdy zostaną spełnione przez podmioty ubiegające się o świadczenie usług maklerskich, wymogi kapitałowe, organizacyjne i kadrowe wskazane w Ustawie o obrocie.

Zagraniczna firma inwestycyjna to licencjonowany w państwie macierzystym UE podmiot, z siedzibą lub/i centralą na terenie państwa członkowskiego, która na bazie tej koncesji może świadczyć usługi z katalogu maklerskich w Polsce. Może utworzyć na terenie Polski oddział lub korzystać ze sposobów porozumiewania się na odległość (Internet). Wybór formy organizacyjnej decyduje o zastosowanej procedurze notyfikującej. Wyznacza ona dzień, w którym nastąpi faktyczne rozpoczęcie świadczenia usług maklerskich. Inaugurację działalności zawsze poprzedza zawiadomienie Komisji Nadzoru Finansowego dokonywane przez lokalny organ nadzoru.

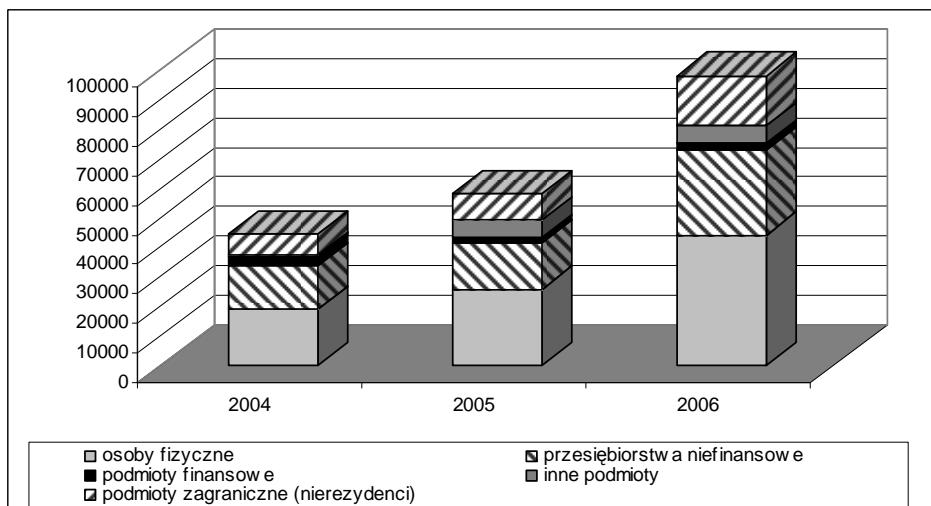
Zagraniczna osoba prawna to licencjonowany podmiot prowadzący działalność maklerską w państwie należącym do WTO lub OECD z siedzibą na jego terytorium. W Polsce może świadczyć usługi maklerskie w wydzielonej w formie oddziału jednostce organizacyjnej lub wirtualnie po uzyskaniu zgody Komisji Nadzoru Finansowego.

Wejście Polski do Unii Europejskiej otworzyło szerokie możliwości prowadzenia działalności maklerskiej przez podmioty mające swoją siedzibę w innych państwach Unii w Polsce i równolegle krajowym domom i biuram maklerskim w państwach zrzeszonych³.

Na rachunkach inwestycyjnych w domach i biurach maklerskich na koniec 2006 roku inwestorzy polscy (indywidualni i instytucjonalni) oraz zagraniczni (nierezydenci) dysponowali portfelami o wartości 101 233 mln zł⁴. Aż 97% oszczędności wykazanych na rachunkach inwestycyjnych ulokowane było w akcjach (tj. ponad 98 mld zł). Indywidualni akcjonariusze rozporządzali prawie połową tej kwoty – 44 mld zł (rysunek 2).

³Dyrektywa 93/22/EWG „na mocy wzajemnego uznawania przedsiębiorstwa inwestycyjne posiadające zezwolenie udzielone w swoich Państwach Członkowskich pochodzenia mogą wykonywać w całej Wspólnocie każdą lub wszystkie spośród usług objętych niniejszą dyrektywą, na które uzyskały zezwolenie przez zakładanie oddziałów lub korzystając ze swobody świadczenia usług”.

⁴Inwestorzy instytucjonalni i duzi inwestorzy indywidualni przechowują akcje nie na rachunkach w domach maklerskich lecz w bankach świadczących usługę – bank depozytariusz. W instytucjach tych przechowywane jest w ujęciu wartościowym ponad 80% akcji, którymi obraca się na rynku regulowanym.



Rysunek 2. Wartość akcji na rachunkach polskich firm maklerskich według sektorów posiadaczy w mln zł

Źródło: GUS.

Obok inwestorów małych i średnich akcje spółek znajdują się w rękach dużych inwestorów indywidualnych, których potocznie nazywamy rekinami giełdowymi. O potentatach giełdowych wiemy sporo. Kto, kiedy i w jaki sposób doszedł do miliardów można dowiedzieć się ze środków masowego przekazu. Leszek Czarnecki, Roman Karkosik, Michał Sołowow, Ryszard Krauze czy Jan Wajchert posiadają pakiety kontrolne wielu firm giełdowych i od wielu lat wyznaczają czołówkę polskich inwestorów rynku publicznego⁵. W roku 2005 na GPW w Warszawie miliardowe sumy ulokowane w akcjach polskich spółek wykazywało czterech inwestorów. W ręku L. Czarneckiego, R. Karkoszka, M. Sołowowa i R. Krauze skupione były o wartości 8,4 mld zł (tj. prawie dwa procent kapitalizacji spółek giełdowych). W połowie 2007 roku było już dziewięciu miliardów z akcjami o wartości 40 mld zł (tj. ponad 7% kapitalizacji polskich spółek giełdowych i blisko 5% kapitalizacji wszystkich notowanych akcji).

⁵ Najbogatszym inwestorem świata jest Warren Buffett z majątkiem 44 mld USD (40 mld USD przekazał w roku 2006 fundacji charytatywnej małżeństwa Catesów). Polskimi rekinami (najbogatszymi inwestorami) byli w roku 2003: Jan Kulczyk (3,9 mld zł), Ryszard Krauze (0,9 mld zł) i Roman Karkosik (0,8 mld zł), w 2005: Leszek Czarnecki (2,6 mld zł), Roman Karkosik (2,2 mld zł) i Michał Sołowow (2,1 mld zł), w roku 2006: Roman Karkosik (5,7 mld zł), Michał Sołowow (5,3 mld zł) i Leszek Czarnecki (4,2 mld zł), w czerwcu 2007: Leszek Czarnecki (10,7 mld zł), Michał Sołowow (8,4 mld zł), Ryszard Krauze (5,4 mld zł).

Inwestorzy zagraniczni na rachunkach w polskich firmach inwestycyjnych na koniec 2007 r. posiadali akcje o wartości 17 mld zł. Poziom ten utrwała się od kilku lat, chociaż zdarzają się lata, gdy udział inwestorów zagranicznych w wartości akcji zapisanych na rachunkach inwestycyjnych był prawie dwa razy wyższy, np. w 2002 roku około 30% (6 355 mln zł). Wiemy, że pochodzą głównie z Wielkiej Brytanii. Udział inwestorów z tego kierunku w obrotach całej kategorii inwestorzy zagraniczni kształtuje się w widełkach 70-85%.

Obok nierezydentów, którzy inwestują za pośrednictwem krajowych domów i biur maklerskich na rynku regulowanym pojawiła się nowa grupa inwestorów zagranicznych. Zasada jednolitego paszportu spowodowała, że w KNF kilkaset podmiotów prowadzących działalność maklerską w państwach Unii notyfikowało swoje zainteresowanie rozpoczęciem działalności w Polsce. Faktyczną działalność rozpoczęło kilkanaście z nich, uzyskując status wirtualnego członka Giełdy Papierów Wartościowych. Za pośrednictwem zagranicznych firm inwestycyjnych z Austrii, Niemiec, Francji, Węgier, Anglii, Szwecji, Estonii i Czech zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane są przez Internet bezpośrednio na GPW. Zdalnych członków Giełdy przybywa. Na koniec czerwca 2007 było ich 14. Nie dysponujemy danymi dotyczącymi rzeczywistego kapitału pochodzącego z tego kierunku jaki zasila notowane w Polsce spółki. Mierzniakiem stopnia aktywności inwestorów związanych z tymi podmiotami może być ich udział w obrotach akcjami. W dniu 14 marca 2007 roku 10,5% obrotów akcjami, które wyniosły ponad 2 mld zł, zostało wypracowanych przez zdalnych członków (według danych GPW). Był to najwyższy udział zagranicznych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami od momentu otwarcia europejskich rynków kapitałowych.

FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Fundusz inwestycyjny to osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego lub niepublicznego proponowania nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz inne prawa majątkowe.

Fundusze inwestycyjne są podmiotem wspólnego lokowania środków pieniężnych w dostępne i te same dla wszystkich uczestników (osób, firm czy organizacji, które nabyły jednostkę uczestnictwa lub certyfikaty) instrumenty finansowe. Efekty tego inwestowania dzielone są solidarnie między uczestników w zależności od wielkości zaangażowanego kapitału. Takie podejście do loko-

wania wolnych środków, szczególnie przez drobnych inwestorów, jest stosunkowo bezpieczne (rygorystyczne przepisy i nadzór KNF), chociaż nie pozbawione ryzyka (wybór strategii, błędy specjalistów zarządzających, długotrwała bessy itd.).

Procedury oraz zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych mających siedzibę w Polsce oraz normy jej prowadzenia przez fundusze zagraniczne precyzuje Ustawa z 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 1546 oraz z 2005 r. Nr 83, poz. 719 z późn. zm.). Standaryzuje ona rozwiązania dotyczące zasad funkcjonowania i konkurencji zawarte w zbiorze dyrektyw, zwanych w skrócie UCITS⁶.

Fundusze inwestycyjne mogą działać jako:

- fundusze inwestycyjne otwarte (fio). Istotą funduszy inwestycyjnych otwartych jest to, że mogą zbyć nieograniczoną liczbę jednostek uczestnictwa (popyt na jednostki nie wpływa na ich cenę, bo cena wynika z efektywności zarządzania zgromadzonymi aktywami) i są zobowiązane do ich umorzenia na każde żądanie uczestnika. Ta gotowość funduszu wymusza na zarządzającym utrzymywanie części aktywów funduszu w instrumentach płynnych;
- specjalistyczne fundusze otwarte (sfio) stanowią szczególną formę funduszy otwartych. Krąg uczestników może być zawężony wyłącznie do osób prawnych albo do jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej lub do osób fizycznych. Wtedy przy dokonywaniu lokat aktywów, fundusz może stosować zasady i ograniczenia inwestycyjne przewidziane dla funduszu zamkniętego;
- fundusze inwestycyjne zamknięte (fiz) – mają największe możliwości inwestycyjne. Mogą lokować między innymi w spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, nieruchomości lub wierzytelności. Dodatkowym atutem jest możliwość dopasowania polityki inwestycyjnej do preferencji konkretnego inwestora. Fundusze zamknięte emitują certyfikaty inwestycyjne będące papierem wartościowym⁷.

Na koniec 2006 roku działało w Polsce 26 towarzystw i 241 funduszy inwestycyjnych (144 ofi, 69 zfi oraz 28 sfio). Zarządzały aktywami na poziomie bli-

⁶ Undertaking Collective Investments in Transferable Securities – Przedsięwzięcia w Zakresie Wspólnego Inwestowania w Zbywalne Papiery Wartościowe.

⁷ Fundusze tego typu zaliczane są do funduszy tradycyjnych, które są dostępne w Polsce i coraz bardziej popularne. Fundusze tego typu są podmiotami koncesjonowanymi. Obok nich działają fundusze nielicencjonowane (alternatywne) typu: *venture capital*, *private equity*, *real estate*, które skierowane są raczej do wąskich grup inwestorów skłonnych do dużego ryzyka.

sko 100 mld zł (22,2 mld euro)⁸. W pół roku później, na koniec czerwca 2007 roku było już 270 funduszy zarządzających 135 mld zł.

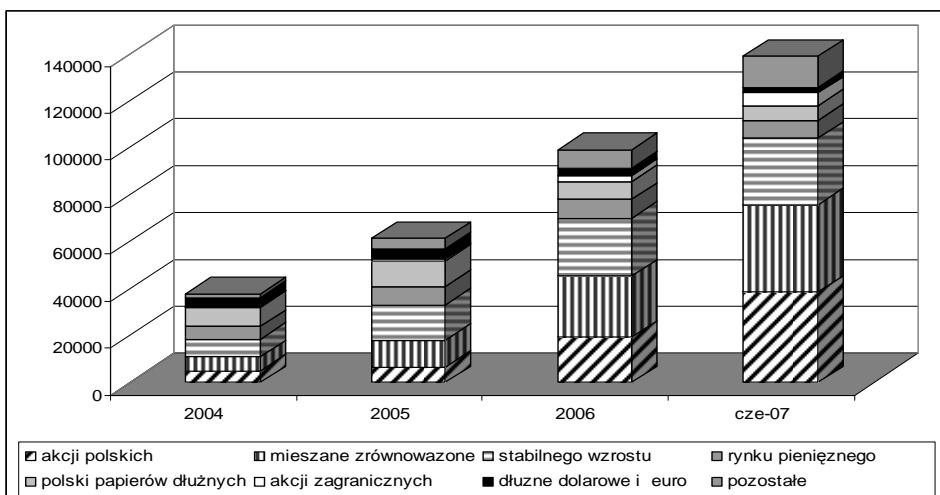
Oferta funduszy jest bardzo bogata. Jedne fundusze inwestycyjne proponują stosunkowo bezpieczne, inne bardziej ryzykowne kierunki inwestowania. Ogólna struktura aktywów każdego funduszu wskazana jest w dokumencie informacyjnym przeznaczonym dla inwestorów. Dywersyfikacja aktywów pozwala inwestorowi dokonać wyboru stopnia bezpieczeństwa i stopnia satysfakcji. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy wyznacza grupy funduszy różniących się zasadniczymi składnikami portfela (akcje, papiery dłużne i inne lokaty) oraz geograficznym zasięgiem dokonywanych inwestycji.

Dla oceny stopnia zaangażowania funduszy w zasilanie polskich spółek rynku regulowanego w kapitał posłużymy się strukturą lokat funduszy inwestycyjnych, biorąc pod uwagę klasyfikację funduszy inwestycyjnych przyjętą przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz dane publikowane przez GUS. Najwięcej aktywów mogą ulokować w akcjach, zgodnie z obowiązującymi wymogami prawa, fundusze akcji polskich. Inwestycje na krajowym rynku akcji nie powinny być niższe niż 66% wartości aktywów. Fundusze stabilnego wzrostu, inwestują od 0 do 50% wartości zgromadzonych aktywów na krajowym rynku akcji, a fundusze mieszane średnio połowę (rysunek 3).

Według danych GUS w roku 2002 w akcjach polskich spółek fundusze ulokowały 1,6 mld zł co stanowiło 7,6% zebranych aktywów. Na koniec 2006 roku blisko 45% aktywów, tj. 40 mld zł zasililo spółki notowane na rynku regulowanym.

Obok funduszy licencjonowanych przez KNF zasadę jednolitego paszportu wykorzystaly fundusze zagraniczne. Do grudnia 2006 roku zostały wpisane do rejestru prowadzonego przez KNF 34 fundusze zagraniczne z siedzibami w Austrii, Danii, na Węgrzech i w Luksemburgu. Za pośrednictwem polskich dystrybutorów dostępne są tytuły uczestnictwa 9 funduszy z grupy Merrill Lynch, Citibank, Fortis, Raiffeisen, Franklin Tempelton i inne, które przyjmują różne strategie inwestycyjne biorąc pod uwagę obszar geograficzny czy specjalizację branżową (rynk europejskie i światowe). Na koniec 2006 roku 20 tys. Polaków lokowało w funduszach zagranicznych. Wielkość aktywów netto tych funduszy to około 2 mld zł.

⁸ W Europie aktywa netto funduszy UCITS osiągnęły poziom 5 974 mld euro. W odniesieniu do aktywów funduszy europejskich nasz udział w rynku stanowi jedynie 0,37%. Natomiast, gdy weźmiemy pod uwagę dynamikę przyrostu 2006/2005 jesteśmy na pierwszym miejscu – 47,6%, trzykrotnie więcej niż państwa wspólnoty razem – 15,1%, zdecydowanie przed takimi potentatami jak Luksemburg (aktywa na poziomie 1 661 mld euro, udział w rynku 27,8%, przyrost 19,8%) czy Francja (aktywa 1 343 mld euro udział w rynku 22,5%, przyrost 16,3%).



Rysunek 3. Struktura lokat funduszy inwestycyjnych według rodzajów funduszy (klasyfikacji IZFA) w procentach

Źródło: IZFA.

W jakiej dynamice zagraniczne fundusze wejdą na polski rynek i jak będzie się kształtował ich udział w rynku zadecydują najbliższe lata. W państwach Unii na rynkach lokalnych, relacje te kształtują się bardzo różnie, np. w Szwajcarii 66% aktywów zgromadziły w 2004 roku fundusze mające swoje siedziby poza jej terytorium i działające na zasadach określonych w UCITS, odpowiednio w Niemczech 38%, we Włoszech 24%, ale we Francji tylko 3%.

PODSUMOWANIE

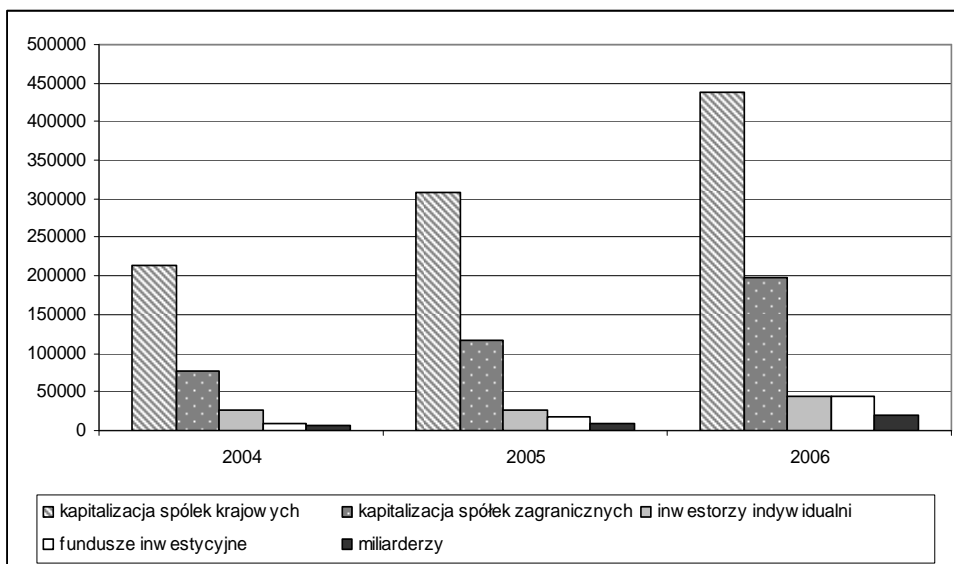
Kapitalizacja spółek na koniec 2006 roku wyniosła prawie 640 mld zł, w tym spółek zagranicznych 198 mld zł (31%) (rys. 4). Osoby fizyczne bezpośrednio ulokowały w akcjach blisko 44 mld zł, a pośrednio przez fundusze inwestycyjne 43 mld zł. Grupa indywidualnych miliarderów giełdowych – ponad 20 mld zł.

Udział inwestorów indywidualnych w kapitalizacji spółek GPW od dnia wejścia Polski do UE przekracza 12% (rok 2004 – 14%, 2005 – 12% i 2006 – 17%)⁹. Charakterystyczne jest to, że ulega zmianie sposób inwestowania klientów indywidualnych. Zmniejsza się zakres inwestowania bezpośredniego na rzecz inwestowania wspólnego za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Podmioty wspólnego inwestowania coraz więcej środków powierzonych przez

⁹ Nie są dostępne informacje, które pozwalają określić jaką proporcję w portfelach klientów indywidualnych stanowią akcje polskich spółek i spółek zagranicznych. Trzeba jednak podkreślić, że oszczędności Polaków wspierają 15 zagranicznych spółek notowanych na GPW.

swoich klientów lokują w akcje. Wzrasta dynamicznie udział funduszy w kapitalizacji spółek. W roku 2004 wynosił 3,3%, w 2005 roku – 4,1%, a na koniec 2006 – 6,8%.

Udział inwestorów zagranicznych, których aktywa zarejestrowane są na rachunkach w polskich firmach maklerskich, w kapitalizacji spółek notowanych na GPW jest mniej więcej stały i oscyluje wokół 2%.



Rysunek 4. Kapitalizacja GPW (w mln zł) oraz aktywa inwestorów indywidualnych

Źródło: GPW i GUS.

Szeroki dostęp do instrumentów i instytucji rynku kapitałowego we wspólnej Europie coraz częściej będzie rodził dylemat, gdzie skierować oszczędności. Celem inwestowania jest przecież zysk. Ten fakt w dużej mierze przysłoni inwestorowi związek między jego oszczędnościami a interesem polskiej gospodarki. Inwestor zawsze będzie szukał instrumentów i rynków, dzięki którym osiągnie najwyższy zwrot z zainwestowanego kapitału. Jak wskazują doświadczenia ostatnich lat, polscy inwestorzy nie korzystają jeszcze z możliwości jakie dało otwarcie rynków. Indywidualnie praktycznie nie inwestują na giełdach europejskich i nie są też nadmiernie zainteresowani funduszami proponującymi inne instrumenty niż dostępne na polskim rynku kapitałowym.

Zaprezentowane dane z ostatnich trzech lat wskazują, że trzeba się przygotować do sytuacji, gdy kapitały osób indywidualnych będą przemieszczały się w przestrzeni gospodarczej UE. W tym kontekście zabiegania o środki wspiera-

jące rozwój naszej gospodarki istotne znaczenie ma mobilność i mobilizacja kapitału nie tylko polskich, ale i zagranicznego inwestorów. To duże pole do działania instytucji pośredniczących. Aktywność polskich instytucji na tym polu jest bardzo słaba. Polskie firmy maklerskie, poza dwoma przypadkami (działalność brokerską na giełdzie w Budapeszcie akredytowały CDM Pekao SA oraz DB Securities SA, a Dom Maklerski X-Trade Brokers otworzył oddział w Pradze) nie wykazują aktywności we wchodzeniu na rynki UE, gdy na GPW działa już kilkunastu zagranicznych brokerów. Żaden fundusz inwestycyjny nie otworzył swojego oddziału poza Polską, gdy nasz rynek atakują fundusze zarejestrowane w państwach Wspólnoty.

LITERATURA

- Burzyński C. [2003], *Fundusze inwestycyjne w przededniu wejścia do Unii Europejskiej, Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych*, „Fakty” nr 5.
- Dębski W. [2004], *Inwestowanie za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych [w:] Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, D. Dziawgo (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. L 145)(MIFID).
- Gabryelczyk K. [2006], *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania i efektywność*, Oficyna Wolters Kulwer, Kraków.
- Łukaszewski M. [2004], *Polska areną konkurencji (nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych)*, „Nasz Rynek kapitałowy” lipiec.
- Materiał informacyjny na temat zbywania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne w okresie od 1 lipca do 31 grudnia 2006 roku, KNF, Warszawa 2007 (www.knf@gov.pl).
- Mazurkiewicz E., Prucnal-Ziółkowska M. [2005], *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWiG, Warszawa.
- Miziołek T. [2005], *Pierwsze fundusze zagraniczne na polskim rynku*, „Nasz Rynek Kapitałowy” maj.
- Raport Roczny Rynku Funduszy Inwestycyjnych w Polsce z lat 2002–2006* [2007], Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2006 roku w sprawie szczegółowych zasad organizacyjnego wydzielenia działalności maklerskiej banku (Dz.U. z 2006 r. Nr 68, poz. 483).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz.1538).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1537).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546 oraz z 2005 r. Nr 83, poz. 719).

Streszczenie

Unijna zasada jednolitego paszportu powoduje, że przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym mają szeroki dostęp do zasobów finansowych mieszkańców zrzeszonych państw. Gdzie popłynie kapitał zależeć będzie od skutecznego konkurowania instytucji rynku kapitałowego oraz jego atrakcyjności dla inwestora. Kryteria te będą rozstrzygać czy inwestorzy indywidualni polscy i zagraniczni będą dawcami kapitału dla polskiej gospodarki, czy oszczędności popłyną do innych państw wspólnoty. Od maja 2004 roku na polskim rynku kapitałowym rozpoczęły działalność zagraniczne fundusze inwestycyjne, a kilkunastu brokerów z siedzibami w państwach UE składa na GPW zlecenia za pośrednictwem Internetu. W tym czasie żaden polski fundusz nie wykorzystał zasady jednolitego paszportu. Podobnie polskie firmy inwestycyjne nie penetrują rynku europejskiego w poszukiwaniu nowych zainteresowanych naszym rynkiem inwestorów.

Integrated Stock Market as a Place of Savings Allocation of Individual Investors*Summary*

The principle of "one person one passport" provides citizens of the EU with a better access to financial resources. Asset flow depends on effective competition of institutions on the stock market and on its attractiveness to investors. These criteria are to be considered when trying to decide whether Polish and foreign investors shall be donors of capital for Polish economy or savings will flow to other Member Countries. It is a fact that foreign investment funds have been acting on Polish stock market since May 2004 and few brokers with their headquarters in the EU countries have been constantly submitting orders on Polish Stock Market (GPW) via Internet. In the same time, Polish investment funds did not take an advantage of the principle of "one person one passport". Also, Polish investment companies seem to be unwilling while penetrating the European Union Market in order to find new investors that might be interested in cooperation with Polish investors.