

---

ANN A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVII, 3

SECTIO H

2013

---

Spółeczna Akademia Nauk w Łodzi, Katedra Finansów

PAWEŁ TRIPPNER

*Efektywność strategii zarządzania kapitałami  
przez pośredników finansowych na przykładzie  
funduszy inwestycyjnych i emerytalnych*

---

Financial intermediaries' capital management strategies effectiveness based on investment funds  
and open pension funds performances

**Słowa kluczowe:** inwestor zbiorowy, fundusz inwestycyjny, fundusz emerytalny, zarządzanie kapitałem, rentowność inwestycji

**Key words:** collective investor, investment funds, open pension fund, capital management, investment profitability

## **Wstęp**

Pośrednicy finansowi odgrywają niezwykle istotną rolę w systemie finansowym państwa. Funkcjonują na rynku finansowym jako instytucje, które umożliwiają gospodarstwom domowym oraz przedsiębiorstwom zamianę oszczędności na inwestycje. Fundusze inwestycyjne są najbardziej klasycznymi instytucjami, które zajmują się pośrednictwem finansowym. Nieco inne funkcje pełnią fundusze emerytalne, do których przynależność jest obowiązkowa dla dużej grupy obywateli. W przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych, gdzie o horyzoncie inwestycji decyduje klient, w przypadku OFE jej zakończenie zostało ustalone ustawowo dla wszystkich uczestników.

Celem opracowania jest charakterystyka istoty działania towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) i powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE) jako pośredników finansowych zarządzających funduszami inwestycyjnymi oraz otwartymi funduszami emerytalnymi, lokującymi powierzone im środki na rynkach finansowych.

Celem pomocniczym jest opis stosowanych strategii inwestycyjnych oraz metod pomiaru efektywności ich polityki inwestycyjnej. W artykule sformułowano hipotezę badawczą, zgodnie z którą otwarte fundusze emerytalne osiągnęły wyższą efektywność zarządzania kapitałem od funduszy inwestycyjnych mających podobną strukturę portfeli lokacyjnych, a także od funduszy stosujących odmienne strategie inwestycyjne.

### 1. Istota i znaczenie pośredników finansowych w systemie finansowym

Szczególną rolę w procesie transformacji oszczędności w inwestycje odgrywa rynek finansowy, na którym następuje kojarzenie podaży i popytu na zasoby finansowe. Podażową stronę rynku finansowego reprezentują podmioty dysponujące nadwyżkami finansowymi, umożliwia on pomnażanie zasobów pieniężnych. Wspomniane podmioty określa się mianem kapitałodawców lub inwestorów. Są to głównie gospodarstwa domowe oraz przedsiębiorstwa [Nacewski, Zabielski, 2000, s. 15–16].

Popytową stronę rynku finansowego reprezentują podmioty poszukujące kapitału w celu zaspokojenia potrzeb pożyczkowych lub inwestycyjnych. Własne zasoby finansowe tych podmiotów są niewystarczające i z tego powodu zgłaszają one zapotrzebowanie na dodatkowe środki pieniężne. Podmioty te określa się mianem kapitałoborców lub emitentów i są nimi głównie przedsiębiorstwa oraz Skarb Państwa [Wypych, 2000, s. 114].

Funkcje pośredników finansowych, wykorzystujących w swoim działaniu głównie kapitały obce to [Dobosiewicz, 2009, s. 44–45]:

- pośredniczenie w obrocie między właścicielami nadwyżek pieniężnych i podmiotami wykazującymi zapotrzebowanie na środki pieniężne,
- przesuwanie w czasie konsumpcji,
- koncentrowanie kapitałów i transformacja pieniądza w czasie,
- zmniejszanie ryzyka finansowego.

Pośrednik finansowy to przedsiębiorstwo świadczące usługi na rzecz podmiotów dysponujących wolnymi środkami finansowymi oraz podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał w celu realizacji swoich planów konsumpcyjnych, inwestycyjnych i produkcyjnych. Ich rolą jest umożliwienie przepływu funduszy od podmiotów nadwyżkowych do deficytowych [Wawiernia, Jonek-Kowalska, 2009, s. 14–20].

Instytucje pełniące funkcję pośredników finansowych tworzą instrumenty, które z jednej strony pozwalają podmiotom nadwyżkowym na lokowanie posiadanego kapitału, a z drugiej podmiotom deficytowym stwarzają możliwość zaciągania zobowiązań finansowych [Wawiernia, Jonek-Kowalska, 2009, s. 14–20].

Pozabankowi pośrednicy finansowi dokonują prostej transformacji oszczędności w kapitał w tym sensie, że nie mają prawa do tworzenia pieniądza na bazie pozyskanych oszczędności. Dokonują oni zmian w strukturze zasobów pieniądza wykreowanego przez system bankowy. Idea ich działania sprowadza się do gromadzenia zasobów pieniężnych od inwestorów indywidualnych (głównie gospodarstw domowych,

w mniejszym stopniu przedsiębiorstw), a następnie profesjonalne lokowanie ich na rynku finansowym.

W porównaniu do banków ta grupa pośredników finansowych oferuje podmiotom skłonny oszczędzać bardziej zróżnicowane pod względem ryzyka instrumenty finansowe, co przekłada się w dalszej kolejności na różnicowanie poziomu rentowności. Jest to o tyle istotne, że bogatsza oferta lokat finansowych zapewnia rynkowi finansowemu większą elastyczność, co ma duży wpływ na ułatwienie i usprawnienie procesu transformacji oszczędności w kapitał, a w dalszej kolejności w inwestycje rzeczowe w skali całej gospodarki [Owsiak, 2002, s. 227–228].

Pozabankowi pośrednicy finansowi tworzą warunki lokowania oszczędności dla podmiotów preferujących wyższy dochód, skłonnych do ponoszenia większego ryzyka. Nie oznacza to oczywiście, że ich oferta inwestycyjna nie zawiera instrumentów finansowych o ryzyku zbliżonym, a nawet niższym od ryzyka w lokaty bankowe [Proniewski, Niedźwiedzki, 2002, s. 17].

## **2. Istota i zadania funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych jako inwestorów zbiorowych**

Aktem prawnym, który reguluje działalność PTE oraz OFE w Polsce, jest Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Część jej zapisów w zakresie poziomu składek przekazywanych do OFE została zmieniona, w wyniku czego od 1 maja 2011 r. obowiązuje nowy porządek prawny. W życie weszła Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych. Najważniejsza różnica dotyczy poziomu przekazywanych do OFE składek. Do 30 kwietnia jej poziom wynosił 7,3%, zaś od 1 maja – 2,3% (corocznie będzie wzrastał, do 3,5% w 2017 r.). Pozostała część jest zapisywana na subkontach przyszłych emerytów w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych.

Cel działalności otwartych funduszy emerytalnych polega na inwestowaniu powierzonych środków finansowych w celu ich pomnożenia, przy przestrzeganiu zasady ograniczenia poziomu ryzyka inwestycyjnego [Szturo, 2010, s. 36].

W celu zabezpieczenia interesów klientów otwartych funduszy emerytalnych ustawodawca wprowadził ogórne regulacje dotyczące składu portfeli inwestycyjnych. Jego intencją było zapewnienie efektywnej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych OFE oraz maksymalne ograniczenie poziomu ich ryzyka.

Ustawa w sposób precyzyjny i jednoznaczny określa kategorie lokat, w które mogą inwestować zebrane środki fundusze emerytalne, oraz ustala maksymalny poziom zaangażowania w każdą z nich<sup>1</sup>:

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz. U. 2011 Nr 75, poz. 398).

- bez ograniczeń – obligacje i inne papiery gwarantowane przez Skarb Państwa,
- 40% – listy zastawne,
- 40% – akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w tym akcje NFI,
- 40% – obligacje komunalne dopuszczone do obrotu publicznego,
- 20% – lokaty bankowe i bankowe papiery wartościowe,
- 20% – obligacje komunalne niedopuszczone do obrotu publicznego,
- 20% – zabezpieczone obligacje komunalne dopuszczone do obrotu publicznego,
- 20% – obligacje przychodowe,
- 15% – jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych,
- 10% – akcje dopuszczone do obrotu publicznego, ale nienotowane na GPW,
- 10% – kwity depozytowe,
- 10% – certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte,
- 10% – zabezpieczone obligacje komunalne niedopuszczone do obrotu publicznego,
- 10% – niezabezpieczone obligacje spółek publicznych,
- 5% – niezabezpieczone obligacje spółek niepublicznych.

Pierwszym aktem prawnym w Polsce regulującym funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych była Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych.

Zgodnie z jej treścią fundusz inwestycyjny to „osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe”<sup>2</sup>. Prowadzi on działalność, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

Istotną z punktu widzenia klientów funduszy nowelizacją przepisów jest wejście w życie Ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz Ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym. Jej najistotniejszym elementem jest wprowadzenie obowiązku informacyjnego w postaci publikowania KIID (*Key Investor Information Documents*), które zastąpią skrócone prospekty informacyjne.

Najważniejszy element stanowi określenie profilu zysku i ryzyka danego funduszu. Wskaźnik ten jest prezentowany w skali numerycznej od 1 do 7, a metodologia jego wyznaczania bazuje na średnich wahaniach wycen funduszy w ujęciu rocznym, które wystąpiły w ciągu ostatnich 5 lat.

Fundusze inwestycyjne mogą być klasyfikowane na różne sposoby. Według kryterium konstrukcji funduszu można je podzielić na [Dawidowicz, 2008, s. 18]:

- fundusze otwarte,
- fundusze zamknięte,
- fundusze mieszane.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. 1997 Nr 139, poz. 933).

Przyjmując za podstawę podziału substancję majątkową, można wyróżnić następujące rodzaje funduszy inwestycyjnych [Dawidowicz, 2008, s. 24]:

- fundusze akcyjne,
- fundusze zrównoważone,
- fundusze stabilnego wzrostu
- fundusze papierów dłużnych,
- fundusze rynku pieniężnego,
- fundusze hipoteczne,
- fundusze zagraniczne,
- fundusze uniwersalne.

### 3. Metody pomiaru efektywności polityki inwestycyjnej funduszy

Dokonując krótkiego (z uwagi na ograniczone rozmiary niniejszej pracy) przeglądu literatury z zakresu metodologii badań nad metodami oceny efektywności funkcjonowania funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, za pionierów w tej dziedzinie należy uznać trzech amerykańskich ekonomistów, którzy są jednymi z pierwszych tzw. ekonomistów finansowych. Chodzi o W.F. Sharpe'a, J.L. Treynora oraz M.C. Jensena.

Ich wkładem w rozwój badań nad funduszami było skonstruowanie miar uwzględniających w ocenie efektywności funduszy występowanie ryzyka inwestycyjnego. Mimo stosowania różnych miar uzyskane przez nich wyniki były do siebie zbliżone.

Nowatorskie podejście do sposobów oceny efektywności zarządzania kapitałem przez fundusze zostało opisane w następujących pracach naukowych:

- M.C. Jensen, *The performance of mutual funds in the period 1945–1964*,
- W.F. Sharpe, *Mutual fund performance*,
- J.L. Treynor, *How to rate management of investment funds*.

Ocenę efektywności polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych i inwestycyjnych należy rozpatrywać w kontekście funkcji, jakie spełniają one na rynku finansowym. Towarzystwa są firmami zarządzającymi funduszami.

Jako kryterium oceny efektywności funduszy przyjmuje się stopę zwrotu, określoną na podstawie zmian w poziomie jednostek uczestnictwa, poziom ponoszonego ryzyka oraz jego rekompensatę dodatkowymi zyskami.

Ocenę efektywności zarządzania powierzonym kapitałem przez fundusze inwestycyjne i emerytalnych należy przeprowadzać w dwóch obszarach:

- stopy zwrotu z inwestycji,
- rekompensaty ponoszonego ryzyka przez dodatkową stopę zwrotu.

Analizę przeprowadzano na podstawie stopy zwrotu rozumianej jako wyrażona procentowo relacja przyrostu kapitału w okresie objętym analizą do wartości kapitału na początku okresu (kapitał wyjściowy). Aby możliwe było porównanie tak obliczonej stopy zwrotu ze stopami rentowności dla różnych instrumentów rynku finansowego, stopę zwrotu należy obliczyć dla okresu obejmującego rok (roczna

stopa zwrotu) lub dla okresów wieloletnich (np. trzyletnia stopa zwrotu). Formuła służąca obliczeniu poziomu stopy zwrotu z inwestycji w fundusze ma następującą postać [Dybał, 2008, s. 66]:

$$R = \frac{W_{j_2} - W_{j_1}}{W_{j_1}} \times 100$$

gdzie:

R – stopa zwrotu,

$W_{j_1}$  – wartość jednostki uczestnictwa lub rozrachunkowej na początku analizowanego okresu,

$W_{j_2}$  – wartość jednostki uczestnictwa lub rozrachunkowej na końcu analizowanego okresu.

W celu dokonania pełniejszej i bardziej obiektywnej analizy efektywności zarządzania kapitałem przez inwestorów zbiorowych stosowanie jedynie prostej stopy zwrotu uważa się za niewystarczające. Dlatego wskazane jest korzystanie z dodatkowej miary, która będzie uwzględniała poziom ponoszonego ryzyka inwestycyjnego oraz stopień jego rekompensaty dodatkowymi zyskami.

Jedną z takich miar stanowi wskaźnik informacyjny (*Information Ratio*), który jest miarą określającą, jaka wielkość dodatkowej stopy zwrotu przypada na jednostkę ponoszonego przez fundusz ryzyka inwestycyjnego. Ma on następującą postać [Dawidowicz, 2008, s. 92]:

$$IR = \frac{R_p - R_m}{TE}$$

gdzie:

IR – wskaźnik informacyjny,

$R_p$  – stopa zwrotu funduszu,

$R_m$  – stopa zwrotu z benchmarku (portfela odniesienia),

TE – *tracking error* portfela funduszu względem benchmarku (odchylenie standardowe różnicy stóp zwrotu funduszu i benchmarku).

Wskaźnik informacyjny jest oparty na wskaźniku Sharpe'a, bazuje on jednak na benchmarku, czyli wybranym portfelu, którego stopę zwrotu fundusz chce przekroczyć, zamiast na stopie zwrotu wolnej od ryzyka. Odzwierciedla umiejętność tworzenia przez inwestora portfela o stopie zwrotu korzystniejszej niż stopa zwrotu z portfela wzorcowego.

Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym efektywność zarządzania funduszem wyższa. Za poziom satysfakcjonujący uznaje się wartość powyżej 50%, natomiast gdy przekroczy on granicę 75%, jest to wynik bardzo dobry.

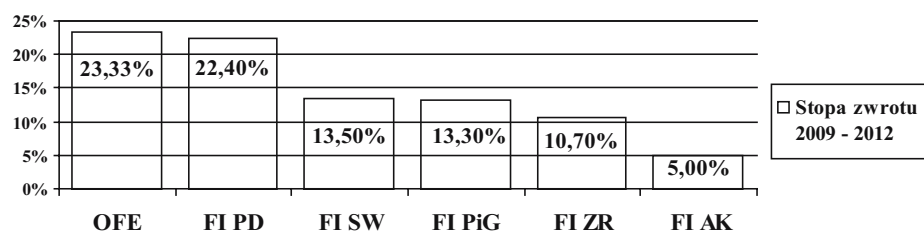
#### 4. Ocena efektywności polityki lokacyjnej OFE oraz wybranych funduszy inwestycyjnych

Pierwsza część analizy dotyczy porównania stóp zwrotu w okresie 2009–2012, jakie zostały osiągnięte przez fundusze emerytalne oraz wybrane rodzaje funduszy inwestycyjnych. W przypadku OFE obliczono średnią ważoną stopę zwrotu dla całego rynku za okres 31.12.2009–31.12.2010 r. (zgodnie z metodologią KNF); analogiczne obliczenia przeprowadzono dla funduszy inwestycyjnych, które zostały podzielone ze względu na stosowane strategie inwestycyjne. Osiągnięte wyniki zaprezentowano na poniższym rysunku i w tabeli.

Tabela 1. Stopy zwrotu rynku OFE w okresie 2009–2012

OFE	Stopa zwrotu (%)	Udział w rynku	Średnia ważona
AEGON	21,82	0,0430	0,94
Allianz	25,21	0,0305	0,77
Amplico	24,17	0,0793	1,92
Aviva	23,70	0,2259	5,35
AXA	22,63	0,0627	1,42
Generali	20,62	0,0502	1,03
ING	24,51	0,2380	5,83
Nordea	25,83	0,0447	1,15
Pekao	21,44	0,0150	0,32
PKO BP Bankowy	23,19	0,0350	0,81
Pocztylion	20,21	0,0189	0,38
Polsat	16,29	0,0088	0,14
PZU	21,79	0,1346	2,93
Warta	23,53	0,0134	0,31
<b>RAZEM</b>	–	<b>1,0000</b>	<b>23,33</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011, 31.12.2012).



Rysunek 1. Stopa zwrotu rynku OFE na tle funduszy papierów dłużnych, pieniężnych i gotówkowych, stabilnego wzrostu, zrównoważonych oraz akcyjnych.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) oraz [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011, 31.12.2012).

Analizując powyższe dane, należy stwierdzić, iż fundusze emerytalne w zakresie rentowności polityki inwestycyjnej wypadają korzystnie w porównaniu z rynkiem funduszy inwestycyjnych.

Fundusze mające portfele o składzie zbliżonym do portfeli lokacyjnych OFE (stabilnego wzrostu i zrównoważone) zanotowały znacznie niższe stopy zwrotu w analizowanym okresie, odpowiednio o 9,83 i 12,63 punktu procentowego. Jedynie fundusze papierów dłużnych osiągnęły stopę zwrotu zbliżoną do OFE, lecz należy pamiętać o profilu polityki inwestycyjnej tych funduszy, który jest efektywny w okresie zawirowań na rynkach finansowych.

Świadczy to o właściwej konstrukcji portfeli inwestycyjnych przez zarządzających otwartymi funduszami emerytalnymi i skutecznym realizowaniu zadań w zakresie rentowności polityki lokacyjnej.

Druga część analizy dotyczy efektywności polityki lokacyjnej OFE oraz funduszy inwestycyjnych w zakresie relacji osiągniętych stóp zwrotu do ponoszonego ryzyka inwestycyjnego.

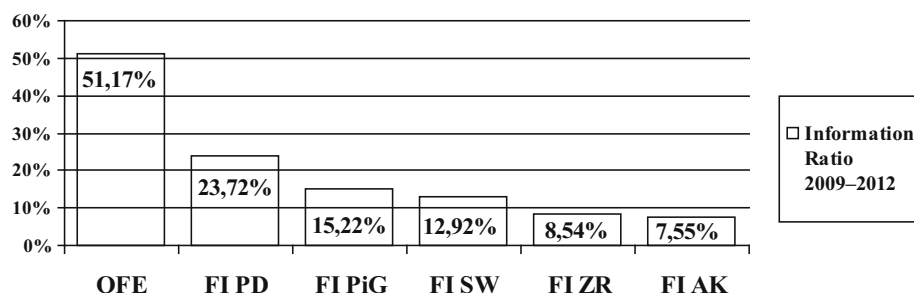
Tabela 2. Wartość wskaźnika *Information Ratio* dla rynku OFE w okresie 2009–2012

OFE	IR (%)	Udział w rynku	Średnia ważona
AEGON	24,31	0,0430	1,05
Allianz	72,30	0,0305	2,20
Amplico	98,67	0,0793	7,82
Aviva	17,93	0,2259	4,05
AXA	63,92	0,0627	4,01
Generali	63,27	0,0502	3,18
ING	78,50	0,2380	18,68
Nordea	48,38	0,0447	2,16



Pekao	24,69	0,0150	0,37
PKO BP Bankowy	32,58	0,0350	1,14
Pocztalio	2,31	0,0189	0,04
Polsat	24,73	0,0088	0,22
PZU	44,50	0,1346	5,99
Warta	19,17	0,0134	0,26
<b>RAZEM</b>	–	<b>1,0000</b>	<b>51,17</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie: [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl) – raporty online dla uczelni wyższych z lat 2009–2012.



Rysunek 2. Wskaźnik IR dla rynku OFE oraz wybranych funduszy inwestycyjnych

Źródło: obliczenia własne na podstawie: [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl) – raporty online dla uczelni wyższych w latach 2009–2012 oraz [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (31.12.2009, 31.12.2010, 31.12.2011, 31.12.2012).

Również w zakresie relacji stóp zwrotu do ryzyka inwestycyjnego można zaobserwować znacznie wyższą efektywność zarządzania kapitałami funduszy emerytalnych w stosunku do rynku TFI. Zgodnie z literaturą przedmiotu aby uznać, że ponoszone ryzyko jest odpowiednio rekompensowane przez dodatkową stopę zwrotu, poziom wskaźnika IR powinien przekroczyć 50%. Oznacza to, że rynek funduszy emerytalnych ten warunek spełnia, zaś w przypadku rynku funduszy inwestycyjnych rekompensata ryzyka stopami zwrotu jest na niskim, mało satysfakcjonującym poziomie.

## Zakończenie

Fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne to ważni uczestnicy rynku finansowego, odgrywający rolę pośredników w procesie zamiany oszczędności w inwestycje. Są instytucjami zaufania publicznego.

Cel postawiony we wstępie został osiągnięty. Zaprezentowano istotę i znaczenie funduszy jako pośredników finansowych, scharakteryzowano zasady ich funkcyjono-

wania oraz regulacje prawne ich dotyczące. Opisano metodologię oceny efektywności zarządzania powierzonymi kapitałami.

Sformułowana we wstępie hipoteza badawcza została zweryfikowana pozytywnie. Zarówno przy wykorzystaniu zwykłej stopy zwrotu z inwestycji, jaki i miary łączącej w sobie relację rentowności do ryzyka udało się potwierdzić wyższą efektywność zarządzania powierzonymi kapitałami przez fundusze emerytalne w porównaniu do najpopularniejszych rodzajów funduszy inwestycyjnych.

## Bibliografia

### Literatura

1. Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2008.
2. Dobosiewicz Z., *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, PWN, Warszawa 2009.
3. Dybał M., *Efektywność inwestycyjna funduszy emerytalnych*, CeDeWu, Warszawa 2008.
4. Jensen M.C., *The performance of mutual funds in the period 1945–1964*, "Journal of Finance" 1968, May, vol. 23.
5. Nacewski J., Zabielski K., *Funkcjonowanie rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej, Łódź 2000.
6. Owsiak S., *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002.
7. Proniewski M., Niedźwiedzki A., *Rynek pieniężny i kapitałowy. Podstawy teorii i praktyki*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2002.
8. Sharpe W.F., *Mutual fund performance*, "Journal of Business", 1966, no. 1.
9. Szturo M., *Rynek usług zarządzania aktywami finansowymi*, CeDeWu, Warszawa 2010.
10. Treynor J.L., *How to rate management of investment funds*, "Harvard Business Review" 1965, no. 1.
11. Wawiernia A., Jonek-Kowalska I., *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2009.
12. Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi – Absolwent, Łódź 2000.

### Akty prawne

1. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. 1997 Nr 139, poz. 933).
2. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2003 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. 2003 Nr 170, poz. 1651. z późniejszymi zmianami).
3. Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz. U. 2011 Nr 75, poz. 398).
4. Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. 2013 Nr 0, poz. 70).

#### **Bibliografia elektroniczna**

1. [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).
2. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
3. [www.notoria.pl](http://www.notoria.pl) – raporty online dla uczelni wyższych 2009–2012.

#### **Financial intermediaries' capital management strategies effectiveness based on investment funds and open pension funds performances**

Financial intermediaries are very important element of the financial system. They operate in the financial market, as institutions that allow households and companies convert savings to investments.

The purpose of submitted article is to characterize the essence of Investment funds companies and Common Pension Companies as financial intermediaries, that manage investment funds and open pension funds, that invest funds, entrusted to them in the financial markets. Their investment strategies and methods to measure the effectiveness of their investment policies have been characterized.

Due to the research hypothesis pension funds perform have obtained higher effectiveness in capital management, compared to investment funds, which have, a similar structure of investment portfolios, as well as in comparison to the funds, using different investment strategies.