

czej, zdobywaniu wiedzy prawniczej i kształtowaniu i rozwijaniu umiejętności językowych wśród prawników.

Jeszcze więcej elementów uzupełniających da się odczytać w rozdziale IV pracy, zatytułowanym: „Językowe dyrektywy interpretacyjne w derywacyjnej koncepcji wykładni prawa”. Dwie nowości należy w niniejszym rozdziale szczególnie podkreślić: kwestię tzw. dyrektyw domniemania języka potocznego (potoczność *versus* oficjalność języka prawnego) oraz pojmowanie zakresu definicji legalnej. Co do pierwszej kwestii już od wielu lat Autorka, opierając się na własnych badaniach empirycznych, kwestionuje domniemanie języka potocznego, uważając owo domniemanie za kontrfaktyczne oraz wysoce niepraktyczne. Jeśli zaś chodzi o definicje legalne, spór dotyczy statusu normatywnego definicji przez postulaty, które – wbrew wcześniejszym ustaleniom – nie zawierają nakazu rozumienia, a raczej pełnią funkcję objaśniającą rzeczywiste intencje autora tekstu.

Wtrąćmy nawiasem, że w zasadzie w całej pracy A. Choduń przewija się pragnienie wyeliminowania, jej zdaniem, fałszywego obrazu derywacyjnej koncepcji wykładni prawa, która jakoby miałyby mieć zastosowanie do wykładni dogmatycznej, ale już nie do wykładni operatywnej. Takie stanowisko Autorka odrzuca, podając przekonujące argumenty na rzecz obrony swojego stanowiska. Na marginesie rozważań należy podkreślić porządkującą robotę, jaką wykonała A. Choduń. Mam na myśli zaniedbaną przez teoretyków prawa sferę, jaką są słowniki i ich doniosłość dla praktyki interpretacyjnej.

III. Na zakończenie recenzji nie sposób nie wskazać na kilka zagadnień, które *prima facie* wymagają choćby krótkiego komentarza. Po pierwsze, recenzowana książka jest w dużym stopniu owocem dociekań, jakie Autorka prowadzi od wielu lat, i stanowi zwieńczenie trudnych i niekiedy zawilych badań nad językiem prawnym. Po drugie, jak wielokrotnie podkreśla A. Choduń, teoria wykładni prawa dla swego rozwoju potrzebuje dyskusji. Tam gdzie nie ma sporów, tam może i jest wykładnia prawa, ale nie ma teorii wykładni prawa. Z tą konstatacją należy się zgodzić. Po trzecie, i chyba najważniejsze, A. Choduń umiejętnie połączyła dwie postawy badawcze, które nie zawsze idą w parze. Pierwszą z nich jest uznanie dla osiągnięć swojego mentora prof. M. Zielińskiego. Owo uznanie znajduję w obronie podstawowych założeń derywacyjnej koncepcji wykładni prawa, takich jak dystynkcja między normą prawa a przepisem prawnym, odrzucenie paremii *clara non sunt interpretanda* na rzecz paremii *omnia sunt interpretanda*, z drugiej strony w sposób dla mnie przekonujący pokazała, że można elementy semiologii Eco adaptować do założeń derywacyjnej koncepcji wykładni prawa.

Jaki wniosek płynie z rozważań Agnieszki Choduń? Otóż należy podkreślić, że to, co wyróżnia omawianą książkę, to fakt, że jest pierwszą pozycją, która pozostawiając podstawowe założenia derywacyjnej koncepcji wykładni prawa, oferuje nowe spojrzenie na relacje autor tekstu–interpretator, pozwalając nazwać to, co prawnicy intuicyjnie wyczuwają, a mianowicie to, że relacja ta musi być oparta na interakcji uwzględniającej kontekst komunikacyjny, a w szczególności językowy kontekst komunikacyjny.

Marek Smolak

smolak@amu.edu.pl

<https://orcid.org/0000-0002-5830-9065>

Tomasz Miziołek, Artur A. Trzebiński, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Warszawa: Difin 2018, ss. 474.

Recenzowana publikacja stanowi interesujący przyczynek do trwającej wśród ekonomistów dyskusji na temat stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych oraz kosztów ponoszonych przez inwestorów za przystąpienie i udział w danym funduszu, tym bardziej że polskie fundusze stosowały, jak słusznie zauważają Autorzy monografii, zdecydowanie wyższe opłaty za zarządzanie niż średnia europejska. Zjawisko to w znaczącym stopniu zostało ograniczone dzięki rozporządzeniu Ministra Finansów z 13 grudnia 2018 r., na mocy którego koszty stałe związane z zarządzaniem aktywami w towarzy-

stwach funduszy inwestycyjnych (TFI) w 2022 r. mają spaść do 2%. Jednocześnie przed TFI pojawiają się nowe możliwości rozwoju: 1 stycznia 2019 r. weszła w życie ustawa o Pracowniczych Planach Kapitałowych, które będą obsługiwane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadające zgody i zezwolenia na wykonywanie działalności w Polsce. Praca *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce* zasługuje na uwagę, jak dotąd jest bowiem najbardziej kompletnym opracowaniem, w którym podjęto współczesne problemy funkcjonowania i oddziaływania funduszy inwestycyjnych na rynku polskim, zarówno w kontekście historycznym, prawnym, jak i instytucjonalnym. Z tej perspektywy to praca względnie nowatorska, a z całą pewnością niezwykle staranna, gdyż w polskiej literaturze ekonomicznej podejmowana problematyka nie doczekała się wielu tak kompleksowych ujęć.

Książka składa się z sześciu rozdziałów o niejednorodnej objętości i zróżnicowanej głębi prowadzonych wywodów, tworzących jednak spójną konstrukcyjnie i logicznie całość. Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzenia do analizowanych zagadnień i podnosi główne wątki dotyczące najistotniejszych zmian prawnych w zakresie towarzystw funduszy powierniczych, a później towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 1991–2017. W układzie chronologicznym przedstawiono w nim kluczowe regulacje określające funkcjonowanie funduszy. Co ważne, nie pominięto problematyki opodatkowania dochodów związanych z uczestnictwem w funduszach ani kwestii związanych z opodatkowaniem samych funduszy.

W rozdziale drugim skupiono się przede wszystkim na podmiotach, które są zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych. Skomentowano kolejne regulacje prawne obowiązujące podmioty zarządzające funduszami inwestycyjnymi, jak i zmiany instytucjonalne, które zaszły w polskim systemie finansowym. Na tym tle przeprowadzono analizę wyników finansowych towarzystw w latach 2000–2017. W dalszej części rozdziału scharakteryzowane zostały w kontekście zmieniających się uregulowań prawnych i gospodarczych pozostałe instytucje rynku funduszy inwestycyjnych – spółki *asset management*, depozytariusze, agenci transferowi oraz podmioty pośredniczące w zbywaniu tytułów uczestnictwa funduszy.

Z kolei w rozdziale trzecim przedstawiono ewolucję oferty produktowej TFI. Scharakteryzowano w nim genezę polityki inwestycyjnej i metod zarządzania portfelem. Następnie zaprezentowano analizę zmian postrzegania funduszy w polskim społeczeństwie w kontekście kampanii wizerunkowych realizowanych przez TFI. Rozdział zawiera też postulaty dotyczące różnorodnych działań nie tylko zwiększających poziom zaufania do funduszy inwestycyjnych, lecz także prezentujących zróżnicowaną ofertę funduszy inwestycyjnych. Przedmiotem dalszych rozważań w tym rozdziale była dyskusja dotycząca wybranych działań instytucjonalnych i prawnych na rzecz ochrony interesów uczestników funduszy. Tę część pracy kończy optymistyczna, w kontekście afery GetBack, konkluzja na temat wysokiego poziomu ochrony uczestników funduszy inwestycyjnych w Polsce. Rozdział trzeci zamykają bardzo ciekawe i wartościowe rozważania na temat wpływu uwarunkowań technologicznych na rozwój funduszy inwestycyjnych. Szkoda jednak, że pominięto zjawisko handlu wysokich częstotliwości (ang. *High Frequency Trading* – HFT) i związane z nim zagrożenia, takie jak na przykład wzrost zmienności cen walorów, który znacząco utrudnia zarządzającym portfelami inwestycyjnymi planowanie długoterminowych strategii.

Rozdział czwarty zawiera analizę zmian ilościowych, które zaszły na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1992–2017. Scharakteryzowano w nim, zachowując układ chronologiczny, zarówno liczebność funduszy, jak i liczebność oraz strukturę posiadaczy jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych. Dalej poddano szczegółowej analizie wartość aktywów netto (WAN) i czynniki ją determinujące. Interesującym wątkiem tego rozdziału jest dyskusja nad zmianami wprowadzonymi w roku 2008 i obniżeniem WAN o niemalże 60 mld zł. Autorzy podkreślają, że obecnie coraz większy wpływ na udział poszczególnych TFI mają determinanty inne niż liczba samych TFI i zarządzanych przez nie funduszy, a mianowicie – strategia produktowa, powiązania z innymi podmiotami oraz efektywne zarządzanie. W kolejnym podrozdziale uwagę skoncentrowano na przepływach netto kapitału do i z funduszy oraz czynnikach je determinujących. Uzupełniono je o rozważania dotyczące lokat funduszy inwestycyjnych: scharakteryzowano strukturę lokat funduszy inwestycyjnych oraz zmiany w stopniu dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych wybranych funduszy.

I wreszcie w rozdziale piątym skoncentrowano się na kluczowym parametrze opisującym rezultaty działalności funduszy inwestycyjnych, a mianowicie – stopach zwrotu. Stopy zwrotu są podstawowym źródłem informacji na temat efektywności zarządzających funduszami w procesie alokacji powierzonych im przez inwestorów środków. Bardzo cenny, a przy tym na wysokim po-

ziomie merytorycznym, jest przegląd dotychczas przeprowadzonych na polskim rynku badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych i uwagi dotyczące stosowanych w nich miar. Dalej skupiono się na problemie umiejętności zarządzających i powtarzalności wyników inwestycyjnych. Skomentowano wyniki prac, w których wykorzystano modele Treynora-Mazuya oraz Henriksso-na-Mertona, a także zmierzające do dostosowania do polskich warunków próby zmodyfikowania tych standardowych narzędzi. Szkoda jednak, że w tej części Autorzy nie pokusili się o wskazanie najbardziej efektywnych zarządzających, choć na stronie 373 podkreślają, że „[...] w ciągu minionych ponad 20 lat wyłoniła się w Polsce grupa zarządzających funduszami inwestycyjnymi o ponadprzeciętnych zdolnościach”. Uzupełnieniem rozdziału stały się rozważania dotyczące kosztów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, które według danych NBP zamieszczonych w prezentacji „Rozwój systemu finansowego w Polsce” są wyjątkowo wysokie. Problem kosztów uczestnictwa w funduszu jest często z jednej strony pomijany, z drugiej – demonizowany, ale bez wątplenia jest jednym z najważniejszych elementów oceny funduszu. Nietrudno wyobrazić sobie fundusz, który pobierając wysoką opłatę za zarządzanie, nie jest efektywny z perspektywy inwestorów przez taką, a nie inną politykę opłat. Autorzy przytoczyli bardzo ciekawe, choć nieliczne, badania analizujące wpływ kosztów na stopy zwrotu funduszy. W tej części pracy opisano również proponowane zmiany wprowadzenia górnego limitu wynagrodzenia stałego pobieranego przez TFI, które zostało wprowadzone rozporządzeniem Ministra Finansów z 13 grudnia 2018 r.

W rozdziale szóstym zawarto podsumowanie 25 lat działalności instytucji wspólnego inwestowania w Polsce z perspektywy rynku finansowego i polskiej gospodarki. W pierwszej części skoncentrowano się na rozważaniach na temat znaczenia funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym. Wskazano na zmniejszenie udziału akcji w portfelach funduszy z 45% na koniec 2010 r. do 26% na koniec 2017. Akcje w portfelach funduszy zostały zastąpione udziałami w spółkach z o.o. oraz wierzytelnościami i tytułami uczestnictwa innych funduszach inwestycyjnych. Rozdział szósty zamyka analiza wpływu funduszy inwestycyjnych na rozwój całej gospodarki. Autorzy podkreślają znaczenie funduszy inwestycyjnych w procesie kumulacji oszczędności i przekształcanie ich z krótkoterminowych lokat w długoterminowy i stabilny kapitał, który jest źródłem finansowania wydatków państwa i jednostek samorządów terytorialnych oraz podmiotów gospodarczych. Szkoda jednak, że dość lakonicznie przytoczono wyniki badań nad związkami pomiędzy poziomem rozwoju rynku pośredników finansowych i zdolnością podmiotów gospodarczych do wytwarzania dóbr i usług. Z kolei Zakończenie zawiera syntezę przeprowadzonych w książce analiz oraz odniesienie się Autorów do postawionego celu badawczego.

Przedstawiona, siłą rzeczy syntetycznie, zawartość merytoryczna monografii autorstwa Tomasza Miziolka i Artura A. Trzebińskiego wskazuje na rozległy obszar rozważań przyjęty przez Autorów, ponieważ dotyczy on wszystkich najważniejszych aspektów funkcjonowania rynku instytucji wspólnego inwestowania od powstania pierwszej firmy zarządzającej funduszami i pierwszego funduszu w 1992 r. aż do końca 2017. W polskim piśmiennictwie ekonomicznym trudno byłoby znaleźć tak pełną, podobną co do skali podjętych problemów – kompleksową, wielowątkową analizę; wyróżnia to tę pozycję na rynku i czyni ją unikatową. Mocną stroną pracy jest rozbudowana i dobrze wyselekcjonowana bibliografia. Dzięki odniesieniom literaturowym obejmującym kilkaset pozycji czytelnik otrzymuje szansę dotarcia do wielu ważnych opracowań w analizowanej dziedzinie. Niewątpliwą zaletą publikacji jest również jej klarowna konstrukcja i logiczna struktura. Kolejnym walorem jest też duża aktualność podejmowanej problematyki. W obliczu zmian ustawowych oraz afery związanej ze spółką GetBack dyskusja na temat instytucji wspólnego inwestowania staje się szczególnie uzasadniona i potrzebna.

Pewnym mankamentem recenzowanej książki wydają się jej język i drobiazgowość – zrozumiałe dla specjalisty, a zniechęcające dla czytelnika poszukującego podstawowych informacji na temat funduszy inwestycyjnych. Podsumowując wyżej zawarte uwagi, należy stwierdzić, że praca *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce* jest wydawnictwem aktualnym, potrzebnym i ważnym, ale adresowanym do wąskiego grona odbiorców, takich jak: eksperci z rynku finansowego, słuchacze studiów podyplomowych, doktoranci, a także doświadczeni pracownicy nauki poszukujący inspiracji dla swoich badań naukowych.

Katarzyna Byrka-Kita

*katarzyna.byrka-kita@usz.edu.pl*

*<https://orcid.org/0000-0003-0715-7572>*