

*Marek Popielas\**  
*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie*

## **HARMONIZACJA RYNKU USŁUG INWESTYCYJNYCH W UNII EUROPEJSKIEJ NA PRZYKŁADZIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH**

**Klasyfikacja JEL:** G23

**Słowa kluczowe:** *Unia Europejska, usługi inwestycyjne, fundusze inwestycyjne*

**Abstrakt:** *Opracowanie ma na celu zaprezentowanie stanu harmonizacji usług inwestycyjnych w odniesieniu do europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Autor, podejmując próbę usystematyzowania europejskich usług inwestycyjnych, odwołuje się do kształtowanych historycznie swobód europejskich, wyodrębnia jednocześnie kluczowe przyczyny harmonizacji usług inwestycyjnych. Ważnym elementem opracowania jest prezentacja roli funduszy inwestycyjnych w sektorze finansowym, a także podstawowych korzyści wynikających z uczestnictwa w funduszach. Wykorzystując metodę analizy źródeł autor dokonuje przeglądu regulacji europejskich w zakresie funduszy inwestycyjnych otwartych, zarówno tych z obszaru przepisów prawa, jak i zaleceń regulatorów. Z perspektywy najnowszych uregulowań prawnych w opracowaniu wyróżniono potencjalne ich implikacje, zwłaszcza w odniesieniu do słabiej rozwiniętych państw Unii Europejskiej.*

---

© Copyright Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Toruniu.

Tekst wpłynął 8 marca 2011 r., został zaakceptowany do publikacji 4 października 2011 r.

\* dane kontaktowe autora: e-mail: marekpop1@wp.pl, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa.

skiej. Uzupełniając aktualny obraz harmonizacji Autor, odnosząc się do istotnego przeobrażenia wspólnego rynku Unii Europejskiej w 2004 r., dokonuje przeglądu dynamiki tego sektora, w oparciu o podstawowe dane statystyczne. Szczególną uwagę zwrócono na kwestię ciągle nieznacznego udziału nowo wstępujących państw. Weryfikacja trafności spostrzeżeń Autora może stać się tematem szerszych rozważań nt. harmonizacji usług finansowych w tym obszarze, możliwych do podjęcia po okresie niezbędnym dla oceny skutków implementowanych obecnie regulacji europejskich.

## HARMONIZATION OF INVESTMENT SERVICES IN THE EUROPEAN UNION - THE EXAMPLE OF INVESTMENT FUNDS

**JEL Classification Codes:** G23

**Keywords:** *European Union, investment services, investment funds*

**Abstract:** *This paper aims to present the level of harmonization of investment services in relation to the European investment funds' market. The author, in an attempt to systematize different types of investment services in Europe, refers to the European Freedoms and presents the key reasons for the harmonization of investment services. An important part of the study is to present the role of investment funds in the financial sector, as well as the crucial benefits of participation in the funds. By using the method of analysis of the sources, the author makes a review of the European regulations on investment funds, both the law and the recommendations of regulators. From the perspective of recent legislation changes the study highlights their possible implications, especially for less developed countries of the European Union. Complementing the current picture of harmonization the author, by referring to the substantial transformation of the common market of the European Union in 2004, makes review of dynamics of this sector, based on basic statistics. What is worth paying attention in this context is that there is still a slight share of the newly acceding countries. Verification of accuracy of the author's observations may become the subject of wider discussion on the harmonization of financial services in this area, taking into account time necessary to assess the impact of European regulations currently being implemented.*

## WPROWADZENIE

Koncepcja Unii Europejskiej, mającej być, w założeniach jej twórców, obszarem pozbawionym granic wewnętrznych, a co z tego wynika – funkcjonować dalej jako Jednolity Rynek Unii Europejskiej, opierać się musi na solidnych podstawach, a przede wszystkim wynikać z prawodawstwa wspólnotowego.

Począwszy od Traktatów Rzymskich z 23 marca 1957 r., system prawny przyszłej Unii Europejskiej ewoluował, samą zaś koncepcję wspólnotowego rynku wewnętrznego powołano w art. 13 Jednolitego Aktu Europejskiego z 17 lutego 1986 r., którego przyjęcie poprzedziło opublikowanie w czerwcu 1985 r. Białej Księgi Wspólnot Europejskich w sprawie utworzenia jednolitego rynku wewnętrznego. Jednolity Akt Europejski zakładał istnienie takiego rynku od 1993 r.

Obecnie mówić można o dalece posuniętej swobodzie przepływu osób, towarów, usług i kapitału na tym rynku. W odniesieniu do usług, jako obszaru względnie najpóźniej liberalizowanego, przełomowym momentem w historii Unii Europejskiej było przyjęcie 12 grudnia 2006 r. dyrektywy w sprawie usług na rynku wewnętrznym (dyrektywa usługowa 1), która to zakładała odejście od protekcjonizmu narodowego, w jego miejsce ustanawiając swobodę świadczenia usług, przy zachowaniu warunku wzajemnego uznania podmiotów i kwalifikacji z innych państw członkowskich UE.

Niniejsze opracowanie ma na celu zobrazowanie czynników wpływających na procesy harmonizacyjne, a także zaprezentowanie stanu harmonizacji i związanego z nią rozwoju europejskiego rynku usług inwestycyjnych w odniesieniu do rynku funduszy inwestycyjnych, które to są elementem usług finansowych. W literaturze przedmiotu znaleźć można w tym kontekście szczególne odniesienie do jednolitego rynku kapitałowego, jako jednego z podstawowych celów Wspólnot (Unii) (Bernaś 2006, s. 92).

Usługami, zgodnie z powszechnie uznaną definicją zaproponowaną przez O. Langego (Lange 1963, t. 1., s. 21), są wszelkie czynności związane z bezpośrednim lub pośrednim zaspokajaniem potrzeb ludzkich, ale niesłużące bezpośrednio produkowaniu przedmiotów.

Autor tej pracy zajmować się będzie potrzebami ludzkimi związanymi z efektywnym lokowaniem nadwyżek finansowych, realizowanym za pośrednictwem profesjonalnych, licencjonowanych uczestników rynku kapitałowego.

---

<sup>1</sup> Dyrektywa 2006/123/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12 grudnia 2006 r. dotycząca usług na rynku wewnętrznym, Dz.U. L 376 z 27.12.2006, s. 36.

Usługi finansowe, jako związane z przepływem kapitału, nie znalazły się w zakresie przedmiotowym wspomnianej dyrektywy usługowej 2, co nie oznacza jednak, iż prawodawstwo Unii Europejskiej nie odnosi się do liberalizacji rynku wewnętrznego również w tym obszarze.

U podstaw funkcjonowania europejskiego rynku usług finansowych tkwią następujące zasady:

- wolność umożliwiająca wszystkim instytucjom finansowym tworzenie swoich siedzib i filii tam, gdzie uznają to za stosowne;
- swoboda oferowania usług i produktów finansowych na terenie całej Unii, bez przeszkód granicznych i bez wymogów lokalizacyjnych;
- swoboda ruchu kapitałów na terenie Unii (Bernaś 2006, s. 87).

W dalszej części opracowania zarysowane zostały kluczowe aspekty regulacyjne, zidentyfikowane dzięki wykorzystaniu metody analizy źródeł, zagadnienia teoretyczne i praktyczne związane z branżą funduszy inwestycyjnych, z uwzględnieniem najnowszych trendów i propozycji ze strony różnych środowisk, mogących mieć istotny oddźwięk na jej przyszłość. Brak gwarancji szybkiego wdrożenia nowych przepisów przez poszczególne kraje członkowskie, a dodatkowo konieczność sprawdzenia ich w praktyce, powoduje, że w najbliższej przyszłości prawdopodobnie nie będzie możliwe wiarygodne zweryfikowanie formułowanych dalej opinii w tym zakresie, co nie wyklucza krytycznego przyjrzenia się im w perspektywie kilku lat. Uzupełnieniem tych rozważań jest prezentacja wybranych danych statystycznych, względem rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, począwszy od 2004 r., w którym to nastąpiła szczególna zmiana w strukturze tego rynku, w związku z przystąpieniem do Unii Europejskiej 10 nowych państw. Dane takie stanowią mogą bazę dla szerszych analiz statystycznych dotyczących kolejnych lat.

## **OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA USŁUG INWESTYCYJNYCH PRZYCZYNY I OBSZARY HARMONIZACJI**

Usługi inwestycyjne w państwach członkowskich Unii Europejskiej koncentrują się w decydującej mierze na tzw. sektorze *asset management*, w ramach którego szczególnie wyróżnić należy zarządzanie indywidual-

---

<sup>2</sup> Zgodnie z art. 2 ust. 2 lit. b dyrektywy usługowej, nie znajduje ona zastosowania do usług finansowych, takich jak usługi w zakresie bankowości, działalności kredytowej, ubezpieczeń i reasekuracji, usług w zakresie emerytur pracowniczych lub indywidualnych, papierów wartościowych, funduszy inwestycyjnych, płatności oraz doradztwa inwestycyjnego – w tym usług wymienionych w załączniku I do dyrektywy 2006/48/WE.

nymi portfelami inwestycyjnymi klientów oraz zarządzanie tzw. inwestycjami wspólnymi. Te drugie powszechnie ucieleśnione są w postaci funduszy inwestycyjnych, przy czym nie do wszystkich tego rodzaju produktów znajduje zastosowanie prawodawstwo unijne, mające na celu harmonizację rozwiązań istniejących w poszczególnych krajach.

Odnosnie do wspomnianego zarządzania indywidualnymi portfelami inwestycyjnymi, usługi te świadczone są głównie przez tzw. firmy inwestycyjne, regulowane na bazie tzw. dyrektywy MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*)<sup>3</sup> i jej przepisów wykonawczych, tak więc domy maklerskie i banki (instytucje kredytowe), prowadzące działalność maklerską.

Drugi obszar, związany ze zbiorowym zarządzaniem portfelem lokat regulowany jest przez przepisy tzw. dyrektywy UCITS IV (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*)<sup>4</sup>, łącznie z wydanymi do niej przepisami wykonawczymi.

Harmonizacja usług inwestycyjnych ma przede wszystkim na celu zwiększenie poziomu ochrony obywateli państw Unii Europejskiej, w warunkach swobodnego przepływu kapitału. Pozwala ona z jednej strony kształtować, na jednolitej bazie, system regulacyjno-nadzorczy nad podmiotami uprawnionymi do świadczenia tego rodzaju usług, w tym zagwarantować niezbędną współpracę między właściwymi organami państw członkowskich, z drugiej natomiast kształtować produkty inwestycyjne, jako względnie silnie ujednoczone (w swej konstrukcji i strukturze powiązań z innymi uczestnikami rynku, zaangażowanymi w obsługę funduszy inwestycyjnych; niekoniecznie natomiast w sferze *stricte* inwestycyjnej – ona stanowi bowiem z reguły swoiste *know-how* zarządzających i kształtuje ich przewagę konkurencyjną), tak aby były przejrzyste i zrozumiałe dla inwestorów.

Harmonizacja usług zarządzania aktywami ma również szerszy wymiar – oprócz transgranicznego świadczenia usług zarządzania funduszami, służy także zapewnieniu jednolitych ram transgranicznego oferowania produktów inwestycyjnych, w ramach dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, zarządzanych w innym państwie (macierzystym

---

<sup>3</sup> Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.U. L 145 z 30.04.2004, s. 1, z późn. zm.

<sup>4</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz.U. L 302 z 17.11.2009, s. 32.

państwie siedziby podmiotu zarządzającego).

Kluczowymi obszarami harmonizacji są wymogi techniczno-organizacyjne względem podmiotów uprawnionych do świadczenia określonych usług. Powołania wymaga tutaj przede wszystkim ustanowienie minimalnych wymogów kapitałowych, konieczność ustalenia i wdrożenia przez podmioty zarządzające funduszami odpowiednich procedur wewnętrznych, określających m.in. sposób obsługi klientów, zasady współpracy z innymi uczestnikami rynku, wdrożenie przez nie systemu kontroli wewnętrznej, czy też zasad zarządzania ryzykiem, szczególnie istotnych w ostatnim okresie, jako odpowiedź na kryzys finansowy, zapoczątkowany w 2007 r.

Podobnie, zaznaczona uprzednio właściwa współpraca organów sprawujących kontrolę nad zarządzanymi podmiotami, może osiągnąć optymalną efektywność wyłącznie w warunkach zharmonizowanych rozwiązań. Ważna w tym kontekście jest sprawność wymiany informacji, możliwość koordynacji działań w ramach wspólnych inicjatyw, a wreszcie – wyposażenie nadzorców z krajów goszczących w konkretne uprawnienia względem podmiotów operujących na jego obszarze, w sytuacji gdy na takich nadzorców nałożona zostaje określona odpowiedzialność.

Wzajemnemu uznawaniu podmiotów z innych krajów Unii Europejskiej służyć powinno usprawnienie procesów notyfikacyjnych. W tym kontekście coraz szerzej postulowany jest elektroniczny obieg informacji, który, o ile zachowane zostaną wszelkie aspekty bezpieczeństwa ochrony danych, w tym wdrożone zostaną właściwe rozwiązania na gruncie techniczno-operacyjnym, znacznie przyspieszą organizację (działania przedsprzedażowe) i faktyczne transgraniczne świadczenie usług.

Fundusze inwestycyjne w coraz większym stopniu przybierają na znaczeniu – jako uczestnicy rynku finansowego. Z jednej strony stanowią one atrakcyjny sposób lokowania oszczędności przez inwestorów, w tym zwłaszcza gospodarstw domowych, z drugiej warto podkreślić – są istotnym dostawcą kapitału dla przedsiębiorstw, zwiększając płynność rynków finansowych oraz przyczyniają się do poprawy wyceny notowanych walo-rów.

Wraz z rozwojem rynków finansowych fundusze inwestycyjne korzystają z coraz bardziej wyrafinowanych rozwiązań, poszukując nowych rodzajów lokat, wymagających wiedzy na temat zaawansowanych technik inwestycyjnych. To z kolei sprzyja rozwojowi instytucji obsługujących fundusze inwestycyjne, wśród których wyróżnić należy depozytariuszy, jako podmiotów prowadzących rejestr aktywów funduszy inwestycyjnych, doradców finansowych i prawnych, specjalizujących się zwłaszcza w spe-

cyficznych rozwiązaniach dla funduszy inwestycyjnych, czy samych dystrybutorów oferowanych produktów.

Motorem napędowym dla rynku funduszy inwestycyjnych są zmieniające się preferencje inwestorów w zakresie lokat, które powodują, iż w ramach dużych grup kapitałowych, muszą być oferowane dla klientów produkty alternatywne względem tradycyjnych lokat bankowych, co więcej produkty tego typu są bardzo zróżnicowane.

Uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych wiąże się z szeregiem korzyści dla inwestorów, zwłaszcza dla tych, którzy nie dysponują możliwością samodzielnej, wszechstronnej analizy potencjalnych inwestycji, tak ze względu na ograniczone zasoby finansowe, brak specjalistycznej wiedzy jak i chociażby praktyczną niemożność kompleksowego śledzenia istniejących trendów rynkowych i przyczyn ich kształtowania się. Fundusz inwestycyjny, jako produkt złożony, charakteryzuje się względnie wysokim rozproszeniem ryzyka inwestycyjnego, zapewnianego poprzez zewnętrzne (regulacyjne) jak i wewnętrzne (wynikające z systemu zarządzania ryzykiem) limity i ograniczenia inwestycyjne. Fundusze inwestycyjne, zwłaszcza zaś te oferowane inwestorom detalicznym, pozwalają partycypować w zmianach koszyka inwestycji bez angażowania znaczących środków finansowych na poziomie indywidualnego uczestnika funduszu. Istota funkcjonowania funduszy inwestycyjnych opiera się zatem na koncepcji połączenia środków finansowych inwestorów indywidualnych w celu ich wspólnego inwestowania na rynku kapitałowym, bądź szerszej, finansowym (Al-Kaber 2004, s. 298).

Fundusz, w przeciwieństwie do indywidualnych inwestycji bezpośrednich, z reguły ponosi niższe koszty transakcyjne, jako istotny gracz na rynku ma bowiem szersze możliwości negocjacyjne w stosunkach z pośrednikami finansowymi, takimi jak domy maklerskie. Dla indywidualnego inwestora istotna okazać się może również względnie większa płynność lokaty w tytuły uczestnictwa funduszu inwestycyjnego, w porównaniu do innych inwestycji kapitałowych, przede wszystkim natomiast fakt, iż jednostkowa rezygnacja z uczestnictwa w funduszu, jedynie w skrajnych przypadkach oddziałuje na spadek wartości tytułu. Tym samym lokata związana z funduszem inwestycyjnym charakteryzuje się względnie wysoką elastycznością dla inwestora.

Każdy fundusz inwestycyjny cechuje się indywidualną polityką inwestycyjną, która stanowi główny czynnik różnicujący go na tle konkurencji. Realizacja przyjętej polityki inwestycyjnej, a zwłaszcza określonej przez zarządzających strategii inwestycyjnej wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, które podobnie jak w przypadku innych produktów, nie może być

pomijane w kontekście rozważanego uczestnictwa. Wymogi względem funduszy inwestycyjnych z reguły obejmują konieczność właściwego zaprezentowania czynników kształtujących ryzyko inwestycyjne, podobnie zasadą winno być odpowiednie odniesienie się, w przekazie kierowanym do inwestorów, do możliwej zmienności wartości tytułów uczestnictwa. Zwłaszcza to ostatnie staje się niezmiernie istotne w sytuacji, gdy planowany lub też wymuszony np. zdarzeniami losowymi czas inwestycji, miałby być krótki. W sytuacji dużej zmienności wartości tytułu uczestnictwa prawdopodobieństwo wystąpienia niesatysfakcjonującej stopy zwrotu dla inwestora, może okazać się względnie wysokie.

## **REGULACJE EUROPEJSKIE W OBSZARZE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH**

System prawny Unii Europejskiej w obszarze prawa wtórnego, bazującego na pierwotnych źródłach, wynikających głównie z przejętych traktatów wspólnotowych, obejmuje między innymi dyrektywy i rozporządzenia, z których wyłącznie te pierwsze wymagają, po ich opublikowaniu i wejściu w życie, terminowej implementacji do prawodawstwa krajowego państw członkowskich, drugie natomiast stosuje się bezpośrednio. W kontekście harmonizacji prawa wspólnotowego, będącego przedmiotem niniejszego opracowania, znacznie mniejsze znaczenie mają decyzje, opinie i zalecenia formułowane przez odpowiednie instytucje Unii Europejskiej.

W ramach wydawanych przepisów wspomnieć należy o roli aktów wykonawczych, stanowiących w stosunku do tzw. przepisów poziomu pierwszego, stosowne rozwinięcie, głównie poprzez techniczne, tak więc względnie szczegółowe wyjaśnienie znaczenia formułowanych rozwiązań. Tego typu konstrukcje znalazły miejsce m.in. w odniesieniu do określonych lokat funduszy inwestycyjnych, podobnie, uszczegółowiono później warunki prowadzenia działalności, zakres i formę obowiązkowych materiałów ofertowych, zasady zarządzania ryzykiem, modele współpracy między nadzorcami i procedurę notyfikacji funduszy zagranicznych.

Wspólnotowy rynek funduszy inwestycyjnych obejmuje obecnie wyłącznie tzw. fundusze inwestycyjne otwarte. Produkty te, na tle innych funduszy inwestycyjnych, charakteryzują się względnie konserwatywnymi możliwościami inwestycyjnymi, ścisłymi limitami inwestycyjnymi, a przede wszystkim wymaganym względem nich nadzorem odpowiednich organów w państwach członkowskich. Fundusz inwestycyjny otwarty, w kontekście zawieranych transakcji korzystać musi z usług depozytariu-



sza, który to zobowiązany jest przede wszystkim do prowadzenia rejestru aktywów funduszu, tak więc *de facto* formalnego kontrolowania procesów inwestycyjnych, jak i w pewnym stopniu współuczestniczenia w nich (wspomnieć należy chociażby o rozliczaniu transakcji). Konstrukcja taka jest unikalna w kontekście usług finansowych i stanowi swoisty dodatkowy wentyl bezpieczeństwa dla inwestorów, jako że z tytułu nienależytego wykonywania obowiązków przez depozytariusza podlegać on może rozmaitym sankcjom prawno-administracyjnym, a także odpowiedzialności odszkodowawczej.

Na rynku funduszy inwestycyjnych otwartych, nie bez znaczenia jest ustalona, jako minimum dwa razy na miesiąc, częstotliwość zbywania i odkupywania tytułów uczestnictwa, co zapewniać powinno inwestorom odpowiednią płynność takich lokat.

Harmonizacja rozwiązań wiąże się też z zagadnieniem transgranicznego oferowania i zarządzania funduszami inwestycyjnymi, wspomnianymi już wymogami techniczno-organizacyjnymi względem podmiotów zarządzających funduszami, czy też regulacją procesu łączenia funduszy, mających siedzibę w różnych krajach.

Przy zagadnieniu harmonizacji usług finansowych warto powołać szczególną rolę istniejącego do końca 2010 r. Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR – *Committee of European Securities Regulators*)<sup>5</sup>, w skład którego wchodziłi przedstawiciele właściwych organów państw członkowskich (regulatorów/nadzorców). Miał on za zadanie służyć pomocą przy przygotowywaniu przepisów wykonawczych przez Komisję Europejską oraz wzmacniać współpracę między poszczególnymi organami, w tym tworzyć wytyczne w zakresie interpretacji i stosowania prawa wspólnotowego. Wspomniane wytyczne nie mają wymiaru aktów prawnych UE, nie ma obowiązku ich przyjęcia do systemu prawnego poszczególnych krajów, jakkolwiek dobrą praktyką jest ich maksymalnie ściśle stosowanie. Dotychczas wytyczne CESR obejmowały m.in. podstawy zarządzania ryzykiem związanym z działalnością funduszy inwestycyjnych, ocenę zakresu dopuszczalnych lokat funduszy inwestycyjnych, ponadto, na tym forum, wypracowano europejski standard funduszy rynku pieniężnego.

Dyrektywa UCITS przewiduje m.in. możliwość określenia przez państwo członkowskie konstrukcji prawnej funduszu UCITS, jako jednej z następujących form:

---

<sup>5</sup> CESR od 1 stycznia 2011 r. zastąpiony został przez *European Securities and Markets Authority* (ESMA), posiadający szersze niż CESR kompetencje, w tym w zakresie tworzenia tzw. wiążących standardów technicznych.

- trustu,
- umownej (fundusz inwestycyjny zarządzany przez spółkę zarządzającą),
- statutowej (spółki inwestycyjnej) (Dyl 2001, s. 220).

Z racji rozmaitych systemów prawnych poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej, implementacja aktów prawnych tworzonych w ramach UE wymuszać może jednocześnie równoległe przyjęcie szczególnych rozwiązań na bazie przepisów krajowych, zwłaszcza w tych obszarach, które prawodawstwo unijne pozostawiło jako częściowo lub całkowicie otwarte. Wiąże się to m.in. z funkcjonowaniem niektórych podmiotów obsługujących fundusze inwestycyjne i uprawnieniami organów nadzoru w stosunku do nich (np. tzw. agenci transferowi, prowadzący operacyjnie rejestr uczestników), szczególnymi zasadami licencjonowania i rejestracji funduszy inwestycyjnych, operacyjnymi uprawnieniami nadzorczymi, czy też, w pewnym zakresie, systemem podatkowym.

Początki europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, jako podlegającego wspólnym regulacjom, sięgają roku 1985. Już ówczesnie zwrócono uwagę na fakt, iż ustawodawstwa państw członkowskich różnią się w odczuwalnym stopniu pomiędzy sobą, w szczególności jeśli chodzi o obowiązki i środki kontroli nakładane na takie przedsiębiorstwa oraz fakt, iż różnice te zniekształcają warunki konkurencji pomiędzy tymi przedsiębiorstwami i nie zapewniają jednakowej ochrony interesów posiadaczy jednostek uczestnictwa<sup>6</sup>. Zaznaczono ponadto, że celowe jest usunięcie ograniczeń swobodnego obrotu jednostkami uczestnictwa we Wspólnocie, a koordynacja w tym zakresie pomoże stworzyć europejski rynek kapitałowy. W konsekwencji tzw. Dyrektywa UCITS I ustanowiła podstawowe zasady dotyczące udzielania zezwoleń, nadzoru, struktury działalności przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania mających swoją siedzibę w państwach członkowskich oraz zakres informacji jakie winny one publikować. Powyższe regulacje obejmowały wyłącznie podmioty inne niż te typu zamkniętego (oferowane wyłącznie dla określonego kręgu odbiorców).

Późniejsze nowelizacje dyrektywy UCITS związane były z jednoczesnym przyjęciem dwóch dyrektyw:

- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania

---

<sup>6</sup> Preambuła Dyrektywy Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (85/611/EWG).

w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych;

- Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS.

Pierwsza z powyższych, zwana niekiedy jako *Management Directive*, ukształtowała nowe zasady funkcjonowania spółek zarządzających funduszami inwestycyjnymi, jak również ustaliła wymóg udostępniania inwestorowi, przy zbywaniu tytułów uczestnictwa, tzw. skróconego prospektu informacyjnego, dyrektywa 2001/108/WE (*Product Directive*), w znacznej mierze rozwinęła z kolei uprzednie zasady dotyczące polityki inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych, w tym doprecyzowała dopuszczalny przedmiot lokat dla tych instytucji.

Dyrektywa UCITS, po tych nowelizacjach, była przedmiotem pierwszej implementacji przepisów dotyczących funduszy inwestycyjnych do prawodawstwa krajów wstępujących do Unii Europejskiej 1 maja 2004 r., w tym Polski.

Dyrektywa UCITS IV, która winna być zaimplementowana (wraz z jej przepisami wykonawczymi) do końca czerwca 2011 r. wprowadza szereg zmian na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych. Najważniejsze z nich obejmują:

- skrócenie i uproszczenie procesu notyfikacji funduszy zagranicznych, na zasadzie bezpośredniej współpracy między nadzorcami;
- wprowadzenie nowego dokumentu ofertowego – w miejsce dotychczasowego skróconego prospektu informacyjnego, pojawić się ma wystandaryzowany 2-3-stronicowy dokument określany jako KIID (*Key Investor Information Document*), zawierający m.in. syntetyczny wskaźnik odnoszący się do ryzyka funduszu inwestycyjnego;
- wprowadzenie pełnego paszportu spółki zarządzającej, która będzie miała możliwość, na zasadzie transgranicznej, tworzenia funduszy inwestycyjnych, którymi miałyby zarządzać z kraju swojej siedziby;
- uregulowania kwestii łączenia funduszy mających siedzibę w różnych państwach.

Proces rozszerzania się Unii Europejskiej o nowe, mniej rozwinięte kraje wiąże się w sposób oczywisty z nowymi rynkami zbytu dla szerokiej gamy produktów z krajów Europy Zachodniej, a tym samym z potencjalnym zagrożeniem dla rynków lokalnych w nowo przyjmowanych krajach.

Przewaga podmiotów z państw silnie rozwiniętych wiąże się przede wszystkim z ich siłą kapitałową, nie bez znaczenia jest również aspekt funkcjonalno-operacyjny, przetestowane i sprawdzone rozwiązania.

Nowe państwa, w obowiązującym w Unii Europejskiej systemie podejmowania decyzji i stanowienia prawa mają jednak niewielką szansę na przeforsowanie regulacji, które mogłyby chronić ich rynek, zwłaszcza, iż często takie próby traktowane są jako niezgodne z duchem Wspólnoty – otwartości rynku i swobody przepływu kapitału oraz usług.

Czynnikami pozytywnymi dla nowo przyjmowanych krajów są jednak, stanowiące pewną szansę dla ich rozwoju, doświadczenia państw silnie rozwiniętych, w dziedzinie inżynierii finansowej, zarządzaniu ryzykiem i standardów obsługi klientów. Również współpraca między nadzorcami pozwala na szersze spojrzenie na szanse i zagrożenia w dziedzinie usług inwestycyjnych.

### **ROZWÓJ RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W ŚWIETLE NOWYCH REGULACJI PRAWNYCH**

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych zależy w znacznym stopniu od zaufania inwestorów, korzystających z tego rodzaju usług finansowych. Takiemu zaufaniu sprzyjać powinny wynikające z nich przejrzyste ramy funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, efektywny system zarządzania ryzykiem, uwzględniający możliwość szybkiej reakcji na pojawiające się zawirowania na rynkach finansowych, a wreszcie sprawny nadzór nad tymi podmiotami.

Nie bez znaczenia jest również różnorodność oferowanych produktów inwestycyjnych, uwzględniająca skłonność inwestorów do ryzyka, pod warunkiem jednak, że produkt jest właściwie prezentowany inwestorowi.

Transgraniczna dystrybucja funduszy inwestycyjnych stanowi doskonały przykład europejskiej swobody świadczenia usług, aby jednak procesy tego rodzaju funkcjonowały efektywnie konieczne jest przezwyciężenie szeregu barier, wśród których należy wyróżnić:

- system prawny kraju goszczącego, w tym rozmaite uwarunkowania prawa cywilnego;
- konieczność publikacji materiałów marketingowych i obowiązkowych dokumentów w oficjalnych językach kraju goszczącego;
- zapewnienie sprawnej obsługi posprzedażnej;
- konieczność wdrożenia ułatwień dla dokonywania płatności i realizacji przelewów zwrotnych (efektywność kosztowa).

Silne podstawy ku temu stwarza wspomniana Dyrektywa UCITS IV. Sprzyjające tym procesom jest przede wszystkim bogate doświadczenie w dziedzinie dystrybucji posiadane przez podmioty pochodzące z państw silniej rozwiniętych, z których to z reguły oferowane są tytuły uczestnictwa macierzystych funduszy inwestycyjnych dla inwestorów w innych krajach.

Transgraniczne zarządzanie funduszami inwestycyjnymi w zdecydowanie większym stopniu, niż przy transgranicznym oferowaniu samego funduszu, jako produktu inwestycyjnego, przewyższać musi bariery prawne, zwłaszcza w przypadku, gdy intencją spółki zarządzającej miałyby być tworzenie funduszy inwestycyjnych w innych krajach. Różnorodność rozwiązań chociażby na gruncie anglosaskim i kontynentalnym stwarzać może niejednokrotnie barierę nie do przejścia. Prawdopodobne problemy wiążące się mogą ze sferą reprezentacji podmiotów czy też odpowiedzialności za ewentualne błędne działania.

Podstawowa przyczyna działań transgranicznych w kontekście zarządzania funduszami inwestycyjnymi wiąże się z oczekiwaną wysoką efektywnością kosztową takich rozwiązań. O ile określona grupa kapitałowa zamierzałaby działać na terenie innego kraju, nie byłaby zmuszona do tworzenia tam spółki zarządzającej, podlegającej wymogom określonym w takim innym państwie. Koncentracja usług finansowych w jednym miejscu niesie jednak pewne ryzyko niewłaściwej oceny rynków lokalnych, nieznamomości ich specyfiki, kultury oraz szeroko pojętego otoczenia rynkowego.

Analizując okres od poprzedniej nowelizacji dyrektywy, po rozszerzeniu Unii Europejskiej o nowe 10 państw członkowskich, zgodnie z danymi EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*) w latach 2004-2009 europejski rynek funduszy inwestycyjnych, pod względem zarządzanych aktywów, odnotował wzrost o 46,13%, z poziomu 5 348 135 mln euro do poziomu 7 039 226 mln euro. W tym okresie jedynie w roku 2008 europejski rynek funduszy inwestycyjnych zanotował spadek (-22,3%). Prawdopodobną przyczyną takiego spadku były przeceny na rynku finansowym związane z kryzysem finansowym zapoczątkowanym w roku 2007, jak również utrata, w pewnym stopniu, zaufania inwestorów znajdująca oddźwięk w żądaniach odkupienia jednostek przez fundusze.

Tzw. państwa Nowej Unii, dla których EFAMA udostępnia dane dotyczące wielkości ich rynku funduszy inwestycyjnych (Bułgaria, Cypr, Czechy, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Węgry – w miarę jak przystępowały do UE) nie odgrywają szczególnie istotnej roli w tym sektorze.

Udział rynków lokalnych tych państw w analizowanym rynku europejskim wynosił<sup>7</sup>:

- 0,35% w 2004 r.,
- 0,48% w 2005 r.,
- 0,63% w 2006 r.,
- 0,87% w 2007 r.,
- 0,64% w 2008 r.,
- 0,66% w 2009 r.

Uwzględniając potencjalny wpływ związany z postępującą swobodą usług na rynku funduszy inwestycyjnych, nie należy oczekiwać, iż udział państw Nowej Unii, mógłby się istotnie zwiększyć w najbliższym okresie. Z jednej strony rośnie co prawda zamożność ich społeczeństw i potencjalna skłonność do oszczędzania, rośnie jednak również konkurencja ze strony podmiotów świadczących usługi inwestycyjne z państw silnie rozwiniętych, na rynkach lokalnych państw o mniejszym poziomie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Kluczowe znaczenie ma tu wspomniane wcześniej *know-how*, ale i potencjał kapitałowy podmiotów państw Starej Unii.

Rozwój europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych w decydującej mierze zależeć będzie od efektywności przyjętych rozwiązań dla samych funduszy inwestycyjnych, ich spółek zarządzających, inwestorów – uczestników funduszy inwestycyjnych i nadzorców. Konsekwencją przyjęcia ustalonych rozwiązań może okazać się zwiększenie kosztów funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych po stronie biznesowej, jak i nadzorczej, należy jednak pamiętać, że zmiany regulacyjne to nie wyłącznie te w kierunku likwidowania barier w świadczeniu usług, ale również takie, które wiążą się z koniecznością przeciwdziałania negatywnym konsekwencjom kryzysów finansowych i zapewnieniem większego poziomu ochrony inwestorów.

Z kolei w obszarze podmiotów z tzw. grupy non-UCITS w Unii Europejskiej rozwijane są obecnie rozwiązania dot. dyrektywy w sprawie zarządzających tzw. alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, takich jak *hedge funds* czy *private equity*, której celem ma być współpraca rozmaitych instytucji w kierunku stabilności rynków finansowych i gospodarek, tak więc w skali makroekonomicznej. Rozwiązania te przewidują jednocześnie wprowadzenie paszportu europejskiego, jak to ma już miejsce w przypadku UCITS, również dla tych instytucji. W konsekwencji regulacje takie sprzyjać mogą dalszemu rozwojowi swobody świadczenia usług.

---

<sup>7</sup> Obliczenia własne na podstawie EFAMA, *Quarterly Statistical Release*, No. 20, 24, 28, 32, 36 i 40.

## ZAKOŃCZENIE

Obserwując historię zmian regulacyjnych na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych nie można nie zauważyć, iż w tym kontekście postępuje liberalizacja świadczenia usług. Od kilku lat efektywnie funkcjonuje transgraniczne oferowanie tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w państwach poza krajem siedziby funduszy, a od lipca 2011 r. we wszystkich krajach Unii Europejskiej powinna istnieć możliwość transgranicznego zarządzania funduszami inwestycyjnymi, w tym tworzenia funduszy przez spółki zarządzające z innych krajów członkowskich. Wyzwaniem dla rynku będzie w takim przypadku efektywny nadzór ze strony właściwych organów państw członkowskich, tak aby utrzymać obecny poziom zaufania ze strony inwestorów do tego rynku.

## LITERATURA

- Al-Kaber M. (2004), *Rynki finansowe i instytucje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok.
- Bernaś B. (red.) (2006), *Finanse międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dyl M. (2001), *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Warszawa.
- Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)*, Dz.U. L 375 z 31.12.1985.
- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych*, Dz.U. L 41 z 13.2.2002.
- Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne pa-*

*piery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS*, Dz.U. L 41 z 13.2.2002.

*Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)*, Dz.U. L 302 z 17.11.2009.

*Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG*, Dz.U. L 145 z 30.04.2004

*Dyrektywa 2006/123/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12 grudnia 2006 r. dotycząca usług na rynku wewnętrznym*, Dz.U. L 376 z 27.12.2006.

EFAMA, *Quarterly Statistical Release*, No. 20, 24, 28, 32, 36 i 40, [http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=75&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=-99) (stan na dzień 28 lutego 2011 r.).

*Jednolity Akt Europejski*, <http://eur-lex.europa.eu/pl/treaties/index.htm#founding>.

Lange O. (1963), *Ekonomia polityczna*, PWN, Warszawa.