

Tomasz Miziołek\*

## RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W LUKSEMBURGU

### 1. Wstęp

Europejski rynek funduszy inwestycyjnych jest w ostatnich latach jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się segmentów rynku finansowego w Unii Europejskiej. W pięciu ostatnich latach (2002–2006) wartość aktywów netto (WAN) ulokowanych w instytucjach wspólnego inwestowania w Europie wzrosła o 79%, osiągając poziom 7,6 bln euro. Systematycznie umacnia się również pozycja rynku europejskiego na światowym rynku funduszy inwestycyjnych – na koniec 2006 r. wartość aktywów netto funduszy w Europie stanowiła 35,6% ogółu środków zainwestowanych w instytucjach zbiorowego inwestowania na świecie i była o 5 pkt. proc. większa niż w 2002 r.

Wraz z rosnącą skalą rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej zmienia się również jego struktura, także w układzie geograficznym. Po wielu latach dominacji Francji, w roku 2005 na pierwsze miejsce pod względem wartości środków zarządzanych przez fundusze zarejestrowane w danym państwie wysunął się jeden z najmniejszych europejskich krajów – Luksemburg. Celem niniejszego opracowania jest analiza rynku funduszy inwestycyjnych w tym kraju, zarówno pod względem instytucjonalno-prawnym, jak też ilościowym oraz identyfikacja przyczyn jego dynamicznego rozwoju w ostatnim okresie.

### 2. Organizacja funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu

#### 2.1. Podstawy prawne

Fundusze inwestycyjne w Wielkim Księstwie Luksemburga, których tytuły uczestnictwa są sprzedawane publicznie, funkcjonują jako przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (*Undertakings for Collective Investment* – UCIs). Luksemburg był pierwszym krajem, który zaimplementował do swojego ustawodawstwa przepisy Dyrektywy

---

\* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

Rady Wspólnoty Europejskiej 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (tzw. dyrektywa UCITS I) (Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)). Zasady dotyczące funkcjonowania przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w Luksemburgu zostały uchwalone w ustawie z 30 marca 1998 r. – Law relating to undertakings for collective investment.

W wyniku gruntownej nowelizacji dyrektywy UCITS na początku 2002 r.<sup>1</sup>, 20 grudnia tego samego roku uchwalony został w Luksemburgu nowy akt prawny dotyczący UCIs (funkcjonujący pod tą samą nazwą co ustawa z 1988 r.), który dostosował luksemburskie ustawodawstwo do dyrektywy UCITS III. Wszedł on w życie 1 stycznia następnego roku. Także w tym przypadku Luksemburg był pierwszym krajem spośród państwa członkowskich UE, który dostosował swoje prawo do UCITS III<sup>2</sup>.

W okresie przejściowym, tj. od początku 2003 do 13 lutego 2007 r., ramy prawne funkcjonowania funduszy w Luksemburgu wyznaczały równoległe oba wymienione akty prawne – takie rozwiązanie było najlepszym sposobem wprowadzenia przejściowych postanowień przewidzianych w UCITS III<sup>3</sup>. Fundusze utworzone przed 13 lutego 2004 r. (do tej daty państwa członkowskie Unii Europejskiej miały obowiązek zaimplementowania do swojego porządku prawnego postanowień zawartych w dyrektywach UCITS III) podlegały przepisom ustawy z 1988 r. (do 13 lutego br.). Z kolei UCIs utworzone po tej dacie i firmy zarządzające podlegały już ustawie z grudnia 2002 r. 13 lutego 2007 r. przestała obowiązywać ustawa z 1988 r. i od tego momentu warunki prawne funkcjonowania wszystkich instytucji wspólnego inwestowania w Luksemburgu sprzedawanych publicznie wyznacza ustawa z grudnia 2002 r. Ponadto szczegółowe warunki funkcjonowania UCIs reguluje szereg okólników (*circulars*) wydanych przez luksemburski organ nadzoru nad sektorem finansowym (w tym także nad przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania) – Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Głównym celem obowiązującej obecnie ustawy jest zapewnienie efektywnej ochrony inwestorom, którzy lokują swoje środki w tytuły uczestnictwa UCIs. W związku z powyższym ustawa definiuje ramy prawne prowadzenia działalności przez te podmioty oraz określa zasady nadzoru nad nimi przez CSSF.

Specjalne typy funduszy są regulowane przez akty prawne szczególnego rodzaju. W przypadku instytucji zbiorowego inwestowania, których papiery wartościowe nie są sprzedawane publicznie, lecz trafiają do inwestorów instytucjonalnych, do lutego br. zastosowanie miała ustawa z 19 lipca 1991 r. (Law concerning undertakings for collective investment the securities of which are not intended to be placed with the public).

<sup>1</sup> 21.01.2002 r. przyjęte zostały dwie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady – pierwsza (2001/107/WE) miała za zadanie uregulowanie działalności spółek zarządzających UCITS oraz uregulowanie prospektów emisyjnych, natomiast druga (2001/108/WE) zmieniała rozwiązania dotyczące działalności inwestycyjnej UCITS. Obie dyrektywy powszechnie określa się mianem UCITS III.

<sup>2</sup> *Implementation of UCITS Directives 2001/107/EC & 2001/108/EC Status Quo*, Working Document DG MARKT/G/4, European Commission, October 2006.

<sup>3</sup> *Luxembourg investment management industry profile*, PricewaterhouseCoopers 2003, s. 1.

Od 13 lutego 2007 r. zastąpiła ją ustawa „Law relating to specialized investment funds”, której zadaniem jest uproszczenie i ułatwienie funkcjonowania podmiotom dedykowanym inwestorom instytucjonalnym, w szczególności funduszom alternatywnym – nieruchomości, hedgingowym i *private equity*<sup>4</sup>. Z kolei fundusze wysokiego ryzyka (SICAR) podlegają ustawie z 15 czerwca 2004 r. (Law relating to the investment company in risk capital (Société d'Investissement en Capital à Risque – SICAR)).

## 2.2. Forma prawna

Dwoma podstawowymi formami prawnymi, w jakich działają przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w Luksemburgu, są FCP i SICAV.

FCP (Fonds Commun de Placement) to niekorporacyjne fundusze wspólne zarządzane przez wyspecjalizowane instytucje na podstawie umowy z inwestorami. Są one przykładem funduszy wspólnych (*common funds*) regulowanych przez dyrektywę UCITS (fundusze typu FCP są bardzo popularne także we Francji). Nie mają osobowości prawnej, lecz stanowią masę majątkową będącą przedmiotem współwłasności ich uczestników. Założycielami FCP są spółka zarządzająca aktywami (*management company*), która administruje funduszem (musi mieć siedzibę w Luksemburgu) oraz depozytariusz przechowujący jego aktywa. Fundusz jest reprezentowany przez spółkę administrującą, która w szczególności ma prawo do dochodzenia roszczeń uczestników. Założyciele FCP uchwalają jego regulamin. Są oni odpowiedzialni m.in. za skutki wynikłe z naruszenia prawa i za działania sprzeczne z regulaminem. Posiadacze udziałów w takim funduszu nie mogą się domagać podziału wspólnej masy majątkowej, mogą jedynie żądać ich umorzenia poprzez wypłatę kwoty równej jego wartości likwidacyjnej, pomniejszonej o opłaty manipulacyjne i prowizyjne<sup>5</sup>.

SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) to spółka prawa handlowego o zmiennym kapitale, której przedmiotem działalności jest zarządzanie portfelem papierów wartościowych. Jest to przykład formy prawnej spółki inwestycyjnej (*investment company*) występującej w dyrektywie UCITS (podobny charakter mają również francuskie SICAV oraz brytyjskie OEIC – open-ended investment companies). SICAV działała jak spółka kapitałowa (podstawą regulacji wzajemnych stosunków między uczestnikami a funduszem jest statut), przy czym kapitał takiego podmiotu jest zmienny (co wynika z faktu ciągłego nabywania i umarzania udziałów), zaś prawa uczestników są ustawowo ograniczone<sup>6</sup>. Jej akcje są emitowane i umarzane na każde żądanie akcjonariusza według wartości likwidacyjnej pomniejszonej o opłaty manipulacyjne; mogą być one również dopuszczone (pod pewnymi warunkami) do obrotu giełdowego.

---

<sup>4</sup> A. Evrard, D. Prime, *The New Law on Specialized Investment Funds Came into Force on February 13, 2007: A new Impetus for the Luxembourg Fund Industry*, PricewaterhouseCoopers, April 2007.

<sup>5</sup> M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 1999, s. 30-31.

<sup>6</sup> Z uwagi na charakter aktu regulującego relacje między funduszem a uczestnikami fundusze te określa się także mianem funduszy typu statutowego.

Aktywa funduszu są przechowywane przez depozytariusza niezależnego od SICAV – jego zadaniem jest m.in. czuwanie nad prawidłowością działań spółki w zakresie ich zgodności z obowiązującym prawem<sup>7</sup>.

Poza tymi dwoma najpopularniejszymi formami prawnymi funkcjonowania UCIs w Luksemburgu można spotkać także SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe) – spółki prawa handlowego o stałym kapitale (przeciętna lub nominalna wartość wyemitowanych przez takie fundusze akcji nie ulega zmianie). Mogą one funkcjonować zarówno jako fundusze otwarte, jak i zamknięte. Mają też prawo do odkupywania własnych akcji<sup>8</sup>.

Według danych CSSF na koniec 2006 r. najpopularniejszą formą, w której funkcjonują UCIs w Luksemburgu, były FCPs – funkcjonowały wówczas 1224 fundusze o takiej formie prawnej, a ich łączne aktywa wynosiły 681,3 mld euro (36,9% aktywów netto UCIs ogółem). Znacznie większe aktywa zgromadziły jednak fundusze SICAVs – w 1000 podmiotach tego typu ulokowano 1161,1 mld euro (62,9% WAN) – tab. 1. Aktywa tych funduszy wykazują bardzo silną tendencję rosnącą począwszy od 2003 r., kiedy to po raz pierwszy w ostatniej dekadzie przewyższyły aktywa funduszy FCPs. Od tego roku dysproporcja pomiędzy wartością aktywów ulokowanych w SIVAVs i FCPs stale się zwiększa. Rola funduszy SICAFs jest znikoma – w 14 takich funduszach zgromadzono zaledwie 2,4 mld euro. W ostatnich latach zarówno liczba SICAFs, jak i wartość ich aktywów zmniejsza się<sup>9</sup>.

Tab. 1. Struktura rynku funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu pod względem formy prawnej i statusu prawnego – stan na koniec 2006 r.

Rodzaj funduszu	Liczba funduszy					Wartość aktywów netto funduszy (w mld €)				
	FCPs	SICAVs	pozostale	ogółem	udział (%)	FCPs	SICAVs	pozostale	ogółem	udział (%)
Fundusze UCITS (Part I)	915	552	2	1 469	65,6	532,46	984,02	0,06	1 516,54	82,2
Pozostałe fundusze UCIs (Part II)	177	364	11	552	24,7	98,10	149,46	2,36	249,92	13,5
Fundusze dla inwestorów instytucjonalnych	132	84	1	217	9,7	50,78	27,58	0,04	78,39	4,3
Ogółem	1 224	1 000	14	2 238	100,0	681,34	1 161,06	2,46	1 844,85	100,0

Źródło: *Annual report 2006*, Commission de Surveillance du Secteur Financier, s. 45.

### 1.3. Status prawny

Ustawodawstwo Luksemburga wyróżnia trzy kategorie UCIs zarejestrowanych w tym kraju biorąc pod uwagę ich status prawny (na podstawie ustawy z grudnia 2002 r.):

<sup>7</sup> M. Michalski, L. Sobolewski, *op. cit.*, s. 28–30.

<sup>8</sup> *Luxembourg investment...*, s. 4.

<sup>9</sup> *Annual report 2006*, Commission de Surveillance du Secteur Financier 2007, s. 44.



fundusze regulowane przez część I ustawy, fundusze regulowane przez część II ustawy oraz fundusze adresowane do inwestorów instytucjonalnych.

Fundusze, które podlegają pierwszej części ustawy *Law relating to undertakings for collective investment* (określane w dokumentach źródłowych jako Part I), to zarejestrowane w Luksemburgu fundusze UCITS zgodne z dyrektywą UITS III. Fundusze te to przedsiębiorstwa, których:

- wyłącznym celem jest zbiorowe inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe oraz/lub w inne płynne aktywa finansowe, kapitału pozyskanego publicznie i które działają na zasadzie rozłożenia ryzyka, oraz

- tytuły uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarżane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw (art. 2 ustawy).

Tylko te fundusze, zgodnie z zasadą jednolitego paszportu, mogą zbywać swoje tytuły uczestnictwa na terytorium państw członkowskich Unii Europejskiej. Zgodnie z art. 4 dyrektywy UCITS III warunkiem prowadzenia działalności przez UCITS, które mają siedzibę w krajach członkowskich UE, w innych krajach należących do Unii, jest uzyskanie zezwolenia na prowadzenie takiej działalności udzielonego przez właściwy organ nadzoru w tym państwie członkowskim, w którym znajduje się siedziba UCITS.

Kolejna kategoria to zarejestrowane w Luksemburgu fundusze podlegające drugiej części ustawy z grudnia 2002 r. (Part II), które nie spełniają wymogów określonych w art. 2 dla funduszy UCITS (*non-coordinated UCIs*). Są one również określane ogólnie jako pozostałe przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (*other UCIs*).

Trzecia grupa obejmuje fundusze, których tytuły uczestnictwa są oferowane w sposób niepubliczny wyłącznie inwestorom instytucjonalnym (*institutional UCIs*). Do lutego br. podlegały one ustawie z lipca 1991 r., zaś obecnie warunki ich funkcjonowania wyznacza ustawa z lutego 2007 r.

Zdecydowanie największy udział w luksemburskim rynku funduszy inwestycyjnych posiadają fundusze UCITS. Na koniec 2006 r. w 1469 podmiotach tego rodzaju (co stanowi 65,6% wszystkich funduszy luksemburskich) było ulokowanych 1 516,5 mld euro (82,2% ogółu aktywów). Najwięcej tego typu funduszy działa w formie prawnej FCP (915), natomiast większość ich aktywów zgromadziły fundusze SICAV – 984,0 mld euro (tab. 1). Udział funduszy nie spełniających wymogów określonych dla UCITS („Part II”) w całkowitej liczbie UCIs sięga 25% (552 podmioty), natomiast ich aktywa reprezentują zaledwie 13,5% łącznych aktywów funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu (249,9 mld euro). Funkcjonują one głównie jako fundusze SICAV (364 podmioty, 149,5 mld euro). Co dziesiąty UCIs w Luksemburgu to fundusz instytucjonalny (217 podmiotów), przy czym ich aktywa stanowią tylko 4,3% aktywów całego rynku (78,4 mld euro). Są one zorganizowane przede wszystkim jako fundusze FCP (132 podmioty, 50,8 mld euro)<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> *Annual report...*, s. 45.

## 2.4. Fundusze parasolowe

Możliwość tworzenia funduszy parasolowych<sup>11</sup> (zarówno w formie FCP, SICAV, jak i SICAF) w Luksemburgu wprowadziła ustawa z 1988 r. Jest to specjalna konstrukcja prawna przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, posiadająca osobowość prawną i polegająca na utworzeniu w ramach jednego podmiotu (*single entity*) wielu subfunduszy (*compartments*), różniących się polityką inwestycyjną w zakresie waluty, w której denominowane są ich lokaty, regionu geograficznego dokonywanych inwestycji lub sektora gospodarki stanowiącego główny przedmiot lokat. Do jej zalet należy nie tylko możliwość wyboru przez inwestorów rozmaitych strategii inwestycyjnych w ramach jednego podmiotu, ale także łatwość zmiany strategii lub waluty, w jakiej dokonuje się inwestycji, bez konieczności uiszczenia prowizji, która jest wymagana przy przechodzeniu pomiędzy funduszami posiadającymi odrębną osobowość prawną. Fundusze parasolowe, w ramach których wszystkie subfundusze podlegają wymogom UCITS, są zaliczane do funduszy UCITS (Part I). Jeżeli natomiast choć jeden z subfunduszy nie spełnia tych wymogów, wówczas cały fundusz parasolowy kwalifikowany jest do grona pozostałych funduszy (Part II)<sup>12</sup>.

Fundusze parasolowe stanowią większość UCIs w Luksemburgu – w końcu 2006 r. funkcjonowało 1387 takich podmiotów, co stanowiło 62,0% wszystkich przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w tym kraju (udział ten utrzymuje się na zbliżonym poziomie od 2002 r.). Szczególnie dynamiczny ich rozwój przypadł na drugą połowę lat 90., kiedy to w ciągu zaledwie pięciu lat ich liczba wzrosła o blisko 80%<sup>13</sup>. W ramach funduszy parasolowych działają 8622 subfundusze, co oznacza, że przeciętnie na jeden *umbrella fund* przypada 6,22 subfunduszy (występuje tu jednak bardzo duże zróżnicowanie). Łączne aktywa netto funduszy parasolowych na koniec ubiegłego roku wynosiły 1639,6 mld euro, co stanowiło aż 88,9% ogółu aktywów funduszy w Luksemburgu (rekordowy poziom w historii). Średnia wartość aktywów zarządzanych przez pojedynczy subfundusz wynosiła 190 mln euro i była o 51 mln euro niższa od przeciętnych aktywów UCI o tradycyjnej konstrukcji<sup>14</sup>.

## 3. Atuty luksemburskiego rynku finansowego i rynku funduszy inwestycyjnych

Dominująca pozycja luksemburskich funduszy na rynku instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej jest konsekwencją występowania szeregu czynników, które w minionych kilkudziesięciu latach (w szczególności zaś w dwóch ostatnich de-

---

<sup>11</sup> Fundusze te w przepisach prawa luksemburskiego określane są jako „*UCIs with multiple compartments*”.

<sup>12</sup> Szczegółowe zasady funkcjonowania *umbrella funds* w Luksemburgu określa rozdział J okólnika Luxembourg Monetary Institute z 21.01.1991 r. – The LMI Circular 91/75.

<sup>13</sup> W roku 1995 r. funkcjonowały 573 fundusze parasolowe, co stanowiło 43,1% wszystkich funduszy, natomiast już w 2000 r. było ich 1028 (57,6%).

<sup>14</sup> *Annual report...*, s. 47–48.

kadach) sprzyjały rozwojowi nie tylko tego segmentu rynku finansowego, ale także całego sektora finansowego w tym kraju.

Początków obecnego centrum finansowego w Luksemburgu należy upatrywać w okresie międzywojennym, kiedy to w 1928 r. rozpoczęła działalność giełda papierów wartościowych (Luxembourg Stock Exchange) oraz uchwalono przepisy prawne dotyczące przedsiębiorstw holdingowych. Wybuch II wojny światowej zahamował proces rozwoju, dopiero powstanie w połowie lat 60. XX wieku nowego rynku euroobligacji (pierwsze notowanie tego instrumentu miało miejsce w 1963 r.) okazało się silnym impulsem do rozwoju luksemburskiego systemu finansowego. Kolejnym czynnikiem sprzyjającym ekspansji Luksemburga na finansowej mapie Europy było wprowadzenie w latach 70. przez władze Niemiec i Szwajcarii restrykcji wobec sektora bankowego mających za zadanie ograniczenie niepożądanego napływu kapitału krótkoterminowego<sup>15</sup>. Zapoczątkowało to okres niebywałej prosperity w luksemburskim sektorze bankowym, do którego zaczęły trafiać międzynarodowe kapitały, czemu sprzyjały także względy językowe oraz położenie geograficzne Luksemburga w centrum Europy.

Wśród najważniejszych czynników, którym Luksemburg zawdzięcza wysoki poziom konkurencyjności w europejskim systemie finansowym, wymienić należy m. in.:

- liberalne rozwiązania prawne i finansowe, zwłaszcza podatkowe,
- brak szczególnych ograniczeń w przepływie kapitałów,
- odpowiednie rozwiązania instytucjonalno-prawne umożliwiające rozwój sektora finansowego,
- polityczną, ekonomiczną i społeczną stabilizację,
- wyspecjalizowaną siłę roboczą,
- centralne położenie geograficzne w Unii Europejskiej,
- relatywnie niskie koszty funkcjonowania instytucji finansowych (np. wynagrodzenia pracowników, ceny nieruchomości)<sup>16</sup>.

Obecnie Luksemburg jest dziewiątym centrum finansowym świata oraz pierwszym centrum bankowości prywatnej w strefie euro. Dynamika wzrostu PKB (w którym aż 81% stanowią usługi) wyraźnie przewyższa średnią dla krajów należących do Unii Europejskiej, zaś gospodarka tego kraju jest bardzo wysoko oceniana w międzynarodowych rankingach konkurencyjności. Sektor usług finansowych w tym kraju wypracowuje aż 32% PKB i zatrudnia 11% osób czynnych zawodowo. Siedzibę w Luksemburgu ma obecnie ponad 150 banków, blisko 60 firm ubezpieczeniowych oraz 200 innych profesjonalnych instytucji pośredniczących (brokerów, firm zarządzających aktywami, agentów transferowych, itd.). Istotną rolę w rozwoju sektora finansowego odgrywają także firmy konsultingowe, audytorzy, kancelarie prawne oraz notariusze<sup>17</sup>.

Wymienione zalety Luksemburga, jako jednego z najważniejszych europejskich centrów usług finansowych, były także motorem rozwoju rynku funduszy inwestycyj-

---

<sup>15</sup> Kraje te wprowadziły rozwiązania polegające na konieczności tworzenia odpowiednich rezerw lub utrzymywania depozytów w ich bankach centralnych.

<sup>16</sup> M. D u s z a, *Zrób to sam, czyli... The Luxembourg Financial Center*, „Gazeta Bankowa”, 21.03.2005, s. 26–27.

<sup>17</sup> F. G r u l m s, *Luxembourg, a centre of excellence for financial services*, Luxembourg Bankers' Association (prezentacja ze strony internetowej LuxembourgforFinance – <http://en.luxembourgforfinance.lu>).

nych w tym kraju. Choć pierwszy fundusz rozpoczął działalność w Luksemburgu stosunkowo późno (1959 r.), obecnie kraj ten odgrywa wiodącą rolę nie tylko w całej Europie, ale jest także drugim rynkiem funduszy inwestycyjnych na świecie. Należy też podkreślić znaczenie sektora funduszy w gospodarce Wielkiego Księstwa – zatrudnia on ok. 10 tys. osób, czyli 3% ludności aktywnej zawodowo, zaś jego udział w PKB i dochodach podatkowych wynosi odpowiednio 8 i 11%<sup>18</sup>.

Według Jean-Jacques Picarda – dyrektora w Association of The Luxembourg Fund Industry (ALFI)<sup>19</sup> – najważniejszymi czynnikami, które zadecydowały o sukcesie tego kraju są: międzynarodowe środowisko finansowe, wysokie kwalifikacje pracowników (ponad 120 tys. osób dojeżdża do pracy z sąsiednich krajów), liberalne i elastyczne ramy prawne (np. w zakresie tworzenia oraz rejestracji funduszy i firm zarządzających, zawartości statutów, publikowania materiałów informacyjnych i sprawozdawczych<sup>20</sup>), sprzyjające regulacje podatkowe oraz sprawny nadzór nad sektorem finansowym<sup>21</sup>. Na szczególnie podkreślenie zasługują zwłaszcza korzystne przepisy podatkowe, które są bardzo często wymieniane jako najważniejsza determinanta rozwoju funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu.

Zgodnie z obecnym stanem prawnym (rozdział 19 ustawy z grudnia 2002 r.) UCIs (w tym UCITS) są zwolnione z podatku dochodowego i zysków kapitałowych za wyjątkiem podatku od zysków kapitałowych i opłaty subskrypcyjnej (rejestracyjnej). Podatek od zysków kapitałowych (*capital duty, droit d'aport*) wynosi 1250 euro i jest płatny jednorazowo przez podmioty niekorporacyjne, natomiast roczna opłata subskrypcyjna (*subscription tax, taxe d'abonnement*) wynosi 0,05% wartości aktywów netto funduszu rocznie i płacona jest na koniec każdego kwartału. Stawka ta może zostać obniżona do zaledwie 0,01% w przypadku funduszy pieniężnych i gotówkowych, funduszy adresowanych do klientów instytucjonalnych, subfunduszy lub kategorii tytułów uczestnictwa w funduszach parasolowych oraz kategorii tytułów uczestnictwa w funduszy nieparasolowych, pod warunkiem że są one zarezerwowane dla inwestorów instytucjonalnych. W ostatnich latach przyjęte zostały kolejne przepisy, które w jeszcze większym stopniu zwiększyły konkurencyjność Luksemburga – m. in. całkowicie zwolniono z opłaty subskrypcyjnej fundusze rynku pieniężnego posiadające najwyższy rating (AAA), fundusze gromadzące aktywa funduszy emerytalnych międzynarodowych koncernów oraz podmioty SICARs<sup>22</sup>.

<sup>18</sup> C. T h o m e s, *Luxembourg: Worldwide Leader in Cross-border Fund Distribution*, Association of the Luxembourg Fund Industry (prezentacja ze strony internetowej LuxembourgforFinance – <http://en.luxembourgforfinance.lu>).

<sup>19</sup> ALFI (*Association of The Luxembourg Fund Industry, Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement*) ALFI jest oficjalną organizacją reprezentującą interesy podmiotów działających na rynku funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu założoną w listopadzie 1998 r. Jest członkiem EFAMA.

<sup>20</sup> Szczegółowe informacje na ten temat zawiera opracowanie „Różnice w wymogach regulacyjnych dotyczących tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych typu UCITS w świetle legislacji obowiązującej w Polsce oraz Wielkim Księstwie Luksemburga” przygotowane przez Ernst & Young Business Advisory sp. z o.o. i Wspólnicy sp. k. na zlecenie Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami.

<sup>21</sup> J.-J. P i c a r d, *Od stali do funduszy*, „Gazeta Bankowa”, 28.03.2005, s. XVI.

<sup>22</sup> *Ibidem* oraz *Taxation of UCITS. The Principles. 2006 Update*, EFAMA Survey, Bruxelles 2006, s. 32–33.



Obciążenia podatkowe funduszy luksemburskich bezpośrednio rzutują na poziom kosztów ponoszonych przez uczestników, a w rezultacie także na ich ostateczny wynik inwestycyjny. Opodatkowanie inwestorów jest zależne od sposobu dystrybucji dochodów wypracowywanych przez fundusz. Mogą być one przekazywane uczestnikom okresowo w postaci dywidend (wyplacanych w formie gotówkowej lub dodatkowych tytułów uczestnictwa) lub w momencie umorzenia tytułów uczestnictwa (w postaci zysku kapitałowego). W obu przypadkach w odmienny sposób traktowani są rezydenci i nierezydenci podatkowi<sup>23</sup>.

Dywidendy wypłacane przez fundusz rezydentom są elementem całkowitego dochodu uczestnika (osoby fizycznej lub prawnej) z inwestycji kapitałowych i jako takie podlegają opodatkowaniu. Z kolei dywidendy wypłacane nierezydentom nie są obciążone podatkiem u źródła (*withholding tax*), za wyjątkiem dywidend otrzymywanych przez osoby fizyczne mieszkające w jednym z krajów UE i pochodzących z odsetek, które są obciążone 15-procentowym podatkiem (stawka ta będzie stopniowo rosła do 35% w 2011 r.)<sup>24</sup>.

Zyski kapitałowe (pochodzące z umorzenia tytułów uczestnictwa) rezydentów opodatkowane są w ciągu 6 miesięcy po nabyciu tytułów uczestnictwa, natomiast jeżeli są realizowane po tym okresie nie podlegają opodatkowaniu, chyba że inwestor w ciągu 5 lat przed sprzedażą posiadał (bezpośrednio lub pośrednio) więcej niż 10% wyemitowanych udziałów. Zyski kapitałowe realizowane przez przedsiębiorstwa podlegają opodatkowaniu bez względu na czas trwania inwestycji. Niezrealizowane zyski nie są opodatkowane. Natomiast zyski kapitałowe osiągnięte przez nierezydentów nie podlegają opodatkowaniu, z wyjątkiem sytuacji gdy:

- nierezydent pozyskał ponad 10% kapitału udziałowego spółki inwestycyjnej i pozbedzie się części lub całości tych udziałów w ciągu sześciu miesięcy od ich nabycia, albo

- nierezydent posiadał więcej niż 10% kapitału podczas pięciu lat poprzedzających sprzedaż tytułów uczestnictwa i płacił podatki jako rezydent przez więcej niż 15 lat i stał się nierezydentem w okresie krótszym niż 5 lat przed pozbyciem się tytułów uczestnictwa w funduszu<sup>25</sup>.

#### 4. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu

Minione 10 lat to okres bardzo dynamicznego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu, zarówno w ujęciu ilościowym (liczba funkcjonujących podmiotów), jak i wartościowym (wartość zarządzanych środków).

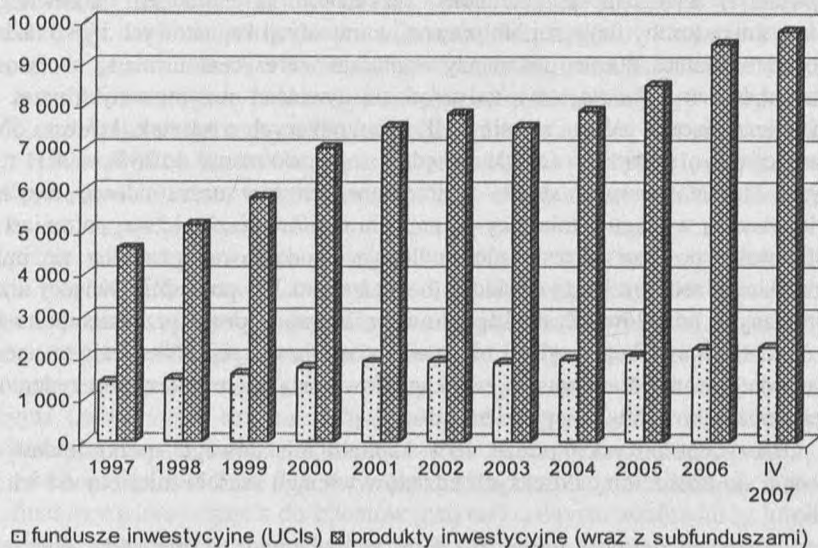
W analizowanym okresie można było zaobserwować stale rosnącą (za wyjątkiem 2003 r.) liczbę UCIs oraz produktów inwestycyjnych (fundusze i subfundusze łącznie) – rys. 1. W latach 1997–2006 liczba UCIs zwiększyła się o 57%, zaś liczba produktów inwestycyjnych aż o 105%. W końcu kwietnia 2007 r. działało w Luksemburgu 2 276

<sup>23</sup> S. Buczek, A. Grygiel, *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne. Pierwsze starcie*. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006, s. 76.

<sup>24</sup> Association of The Luxembourg Fund Industry – <http://www.alfi.lu>.

<sup>25</sup> *Taxation of UCITS...*, s. 34.

funduszy oraz 9973 produkty inwestycyjne (w Europie więcej występuje jedynie we Francji). Na koniec I kwartału 2007 r. najliczniej reprezentowane były fundusze akcyjne (3208, 33,1% wszystkich podmiotów), fundusze o stałym dochodzie wraz z funduszami rynku pieniężnego (3048, 31,5%), fundusze funduszy (1584, 16,4%) oraz fundusze zrównoważone (1528, 15,8%). W końcu 2006 r. najwięcej funduszy było denominowanych w euro (66,8%), amerykańskim dolarze (22,3%) i franku szwajcarskim (2,9%)<sup>26</sup>.

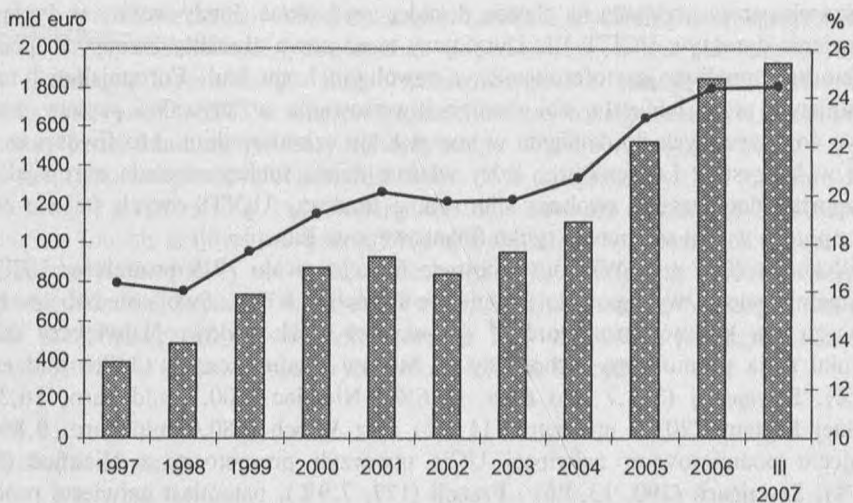


Rys. 1. Liczba funduszy inwestycyjnych i produktów inwestycyjnych na rynku funduszy w Luksemburgu w latach 1997–2007

Źródło: *Annual report 2006*, Commission de Surveillance du Secteur Financier, s. 47 i *Funds, sub-funds and net assets*, Association of The Luxembourg Fund Industry.

Znacznie wyższą dynamiką charakteryzowała się w ostatniej dekadzie wartość aktywów netto funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu (rys. 2). W ostatnich 10 latach wzrosła ona o 371% (spadek aktywów odnotowano jedynie w 2002 r.), podczas gdy w tym samym okresie cały rynek europejski zanotował wzrost o 216%. Według danych ALFI decydującym czynnikiem wzrostu WAN w minionych pięciu latach (2002–2006) była sprzedaż netto funduszy – w 15 kwartałach w tym okresie wzrost wartości aktywów z tego tytułu przewyższał wzrost WAN spowodowany wzrostem wartości instrumentów znajdujących się w portfelach funduszy. Jedynie w pięciu kwartałach (II kwartał 2003 r., I kwartał 2004 r., II kwartał 2005 r. oraz III i IV kwartał 2006 r.) wzrost wartości aktywów wynikał przede wszystkim z dobrej koniunktury rynkowej.

<sup>26</sup> *Annual report...*, s. 48.



■ WAN funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu —● udział Luksemburga w rynku europejskim

Rys. 2. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu i udział Luksemburga w europejskim rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1997–2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Annual report 2006*, Commission de Surveillance du Secteur Financier, s. 43, *EFAMA Fact Book 2005. Trends in European investment funds*, EFAMA 2005, s. 265, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full-Year 2006*, EFAMA 2007, s. 8, *Trends in the European Investment Fund Industry in the First Quarter of 2007*, EFAMA 2007, s. 7.

Dzięki ponadprzeciętnemu wzrostowi WAN Luksemburg stał się największym rynkiem funduszy inwestycyjnych w Europie (i drugim na świecie po Stanach Zjednoczonych), zaś jego udział w całkowitej wartości aktywów netto instytucji zbiorowego inwestowania na Starym Kontynencie wzrósł w latach 1997–2006 o 8 pkt. proc. do 24,5%. W końcu maja 2007 r. wartość środków ulokowanych w funduszach luksemburskich przekroczyła, po raz pierwszy w historii, poziom 2 bln euro (2024,7 mld euro). Najwięcej aktywów w końcu marca 2007 r. zgromadziły fundusze o stałym dochodzie (774,3 mld euro, 40,2% ogółu aktywów) i fundusze akcyjne (759,9 mld euro, 39,4%); wyraźnie mniejszymi środkami zarządzały fundusze zrównoważone (196,4 mld euro, 10,2%) i fundusze funduszy (166,8 mld euro, 8,7%). W ujęciu walutowym największymi aktywami zarządzały podmioty, których tytuły uczestnictwa były denominowane w euro (63,6%), dolarze amerykańskim (26,7%) oraz jenie japońskim (3,3%).

Wśród wielu przyczyn leżących u podstaw dynamicznego rozwoju instytucji wspólnego inwestowania w Luksemburgu najistotniejszą wydaje się przekształcenie tego kraju w europejskie centrum dystrybucji funduszy inwestycyjnych, gdzie swoją siedzibę mają największe światowe firmy zarządzające aktywami. Choć rynek luksemburski zyskiwał systematycznie na znaczeniu przez ostatnich kilkanaście lat, jego naj-

większa ekspansja przypada na obecną dekadę, czyli okres, kiedy weszły w życie postanowienia dyrektyw UCITS III. Dyrektywy te na nowo określiły zasady, na podstawie których możliwe jest oferowanie w dowolnym kraju Unii Europejskiej tytułów uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe dopuszczonych do działania w innym kraju członkowskim. Możliwości te najlepiej wykorzystuje Luksemburg, który właśnie dzięki funkcjonowaniu europejskiego „paszportu” dotyczącego swobody oferowania funduszy UCITS-owych stał się europejską potęgą w tym segmencie rynku finansowego w Europie.

W końcu 2006 r. w Wielkim Księstwie funkcjonowało 7919 produktów UCITS<sup>27</sup> (minimalnie więcej występowało jedynie we Francji – 8092). Swoją siedzibę w Luksemburgu ma kilkuset promotorów<sup>28</sup> (*promoters*) z 41 krajów. Największy udział w rynku mają promotorzy pochodzący ze Stanów Zjednoczonych (347,0 mld euro, 18,8%), Szwajcarii (343,7 mld euro, 18,6%), Niemiec (300,7 mld euro, 16,3%), Wielkiej Brytanii (203,9 mld euro, 11,1%) oraz Włoch (180,0 mld euro, 9,8%)<sup>29</sup>. W ujęciu podmiotowym najczęściej UCIs utworzyli promotorzy z Niemiec (934, 41,7%), Szwajcarii (290, 13,0%) i Francji (177, 7,9%), natomiast najczęściej produktów inwestycyjnych promotorzy ze Szwajcarii (1 757, 18,5%), Niemiec (1 674, 17,7%) oraz Belgii (1 389, 14,7%). Największymi promotorami funduszy są UBS (jego fundusze zarządzają aktywami o wartości 181,7 mld USD), JP Morgan (180,4 mld USD), Pioneer Investments, DekaBank i Deutsche Bank/DWS (powyżej 100 mld euro), natomiast największymi administratorami funduszy są JP Morgan Bank (300,4 mld USD), RBC Dexia (194,7 mld USD) i UBS (191,7 mld USD)<sup>30</sup>.

Pośród blisko 8 tys. produktów UCITS blisko połowa (3958) posiada certyfikat wystawiony przez CSSF potwierdzający możliwość zbywania przez nie tytułów uczestnictwa w innych krajach UE. Dotyczyło to głównie Niemiec (1037 certyfikatów), Austrii (483), Włoch (363), Francji (325) i Hiszpanii (302).

Według danych firm PricewaterhouseCoopers i Lipper<sup>31</sup> Luksemburg jest krajem, z którego pochodzi zdecydowanie najczęściej funduszy UCITS-owych sprzedawanych w innych państwach. Spośród 43 304 notyfikacji tzw. prawdziwych transgranicznych funduszy (*true cross-border funds*)<sup>32</sup> UCITS na całym świecie (głównie w Europie), w końcu 2006 r. aż 75,6 proc. (32 728) dotyczyło funduszy luksemburskich. Najwięcej funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu notyfikowanych jest w Niemczech (3208), Austrii (2597), Szwajcarii (2390), Francji (2265), Hiszpanii (2194) i we Włoszech (2051)<sup>33</sup>. Dominującą rolę tego kraju w dystrybucji funduszy inwestycyjnych potwier-

<sup>27</sup> Liczba ta obejmuje zarówno fundusze UCITS jako takie, jak też subfundusze w funduszach parasolowych UCITS.

<sup>28</sup> Promotor (zwany także sponsorem) jest podmiotem uprawnionym do tworzenia funduszy inwestycyjnych.

<sup>29</sup> *Annual report...*, s. 52.

<sup>30</sup> *Luxembourg fund industry thrives in 2006*, <http://www.wealth-bulletin.com>.

<sup>31</sup> *Global Fund Distribution 2007. New Horizons*, PricewaterhouseCoopers 2007, [www.pwc.com/investmentmanagement](http://www.pwc.com/investmentmanagement)

<sup>32</sup> Są to fundusze, których tytuły uczestnictwa są sprzedawane w co najmniej trzech krajach, łącznie z krajem pochodzenia.

<sup>33</sup> Spośród 55 analizowanych przez PwC i Lipper państw i terytoriów zależnych na całym świecie (głównie w Europie – 35) w końcu ubiegłego roku jedynie w dwóch fundusze luksemburskie nie były notyfikowane (Mauritius i Katar).



dza także zestawienie 50 najważniejszych grup zarządzających aktywami sprzedających fundusze transgraniczne<sup>34</sup>. W tym gronie aż 40 podmiotów (w tym pierwszych 18) ma swoją siedzibę w Luksemburgu. Dzięki Luksemburgowi i Irlandii, która jest drugim centrum dystrybucji UCITS w Europie, udział funduszy transgranicznych w całkowitej sprzedaży netto funduszy na Starym Kontynencie w 2006 r. wyniósł aż 72%, przy czym sam tylko Luksemburg odpowiadał za ok. 55% tej sprzedaży (241 mld euro).

Z drugiej jednak strony Luksemburg jest umiarkowanie otwarty na fundusze pochodzące z innych krajów – w końcu 2006 r. było tam notyfikowanych „tylko” 691 *cross-border funds* (mniej niż w Niemczech, Francji, Szwajcarii, Austrii, Holandii, Hiszpanii, Wielkiej Brytanii, Włoszech, Belgii, Danii, Finlandii, Norwegii, Szwecji, Irlandii oraz Portugalii), co stanowiło zaledwie 11% wszystkich potencjalnie dostępnych tam funduszy (jeden z najniższych wskaźników w Europie).

## 5. Podsumowanie

Luksemburg jest największym rynkiem funduszy inwestycyjnych w Europie. Wartość aktywów netto zgromadzonych przez blisko 10 tys. przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (*Undertakings for Collective Investment* – UCIs) zarejestrowanych w tym kraju (włączając w to subfundusze funduszy parasolowych) wynosiła w końcu maja 2007 r. 2,02 bln euro, co stanowiło blisko  $\frac{1}{4}$  łącznej wartości aktywów funduszy w Europie. Źródłem dominującej pozycji Luksemburga są przede wszystkim nowoczesne i elastyczne przepisy prawne i podatkowe, wysokie kwalifikacje pracowników sektora asset management, obecność międzynarodowych instytucji finansowych, znakomita infrastruktura oraz sprawny i efektywny nadzór nad sektorem finansowym sprawowany przez *Commission de Surveillance du Secteur Financier*. W ostatnich latach znaczenie funduszy luksemburskich wzrosło dzięki wejściu w życie dyrektywy UCITS III, które usprawniły funkcjonowanie europejskiego „paszportu” w zakresie swobody oferowania tytułów uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (funduszy UCITS). Spowodowało to znaczący wzrost liczby ich notyfikacji (ok.  $\frac{3}{4}$  notyfikacji transgranicznych funduszy dotyczy podmiotów zarejestrowanych w Luksemburgu) oraz zwiększenie dynamiki sprzedaży w pozostałych krajach europejskich.

Tomasz Miziolek

### INVESTMENT FUND MARKET IN LUXEMBOURG

The aim of this article is to analyze investment fund market in Luxembourg in respect of legal, regulatory and quantitative aspects and identify reasons of its expansion in last years. Luxembourg in nowadays largest investment fund market in Europe – net asset value invested in almost 10 000 undertakings for collective investment – UCIs (including sub-funds of umbrella

<sup>34</sup> Obejmuje ono promotorów, których fundusze lub subfundusze (ponad 7) w końcu 2006 r. były notyfikowane w więcej niż 7 krajach lub terytoriach zależnych i zarządzały co najmniej 500 mln euro.

funds) registered in Grand-Duchy amounts about 2 trillion euros, which represents  $\frac{1}{4}$  of European investment fund market. Luxembourg is not only Europe's most important centre of financial and investment fund services, but also world's leading hub for global fund distribution – about  $\frac{3}{4}$  true cross-border fund registrations in the world concern Luxembourg funds. Competitive advantage of being the first country to offer investment funds according with the European passport for cross-border distribution (Luxembourg was the first EU member state to adapt its legislation to the European directives UCITS I and UCITS III), as well as constant modernization of the country's legal and fiscal environment attracted fund promoters from all around the world who offer wide range of investment products. These aspects as well as very stable political and social environment, concentration of specialist service providers, excellent infrastructure, multicultural and multilingual workforce were principal determinants of this leading position.