

Katarzyna Perez*, Grzegorz Borowski**

Ewolucja regulacji prawnych i zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej

Regulatory framework and size of investment fund sector in the European Union:

The article looks at the evolution of regulatory framework and size of investment fund market in the EU. The authors describe the three-stage evolution of the EU regulations determining the growth of the size of this market: (1) investor protection, (2) creation and strengthening the single financial market in the EU, and (3) protecting stability and integrity of the market. Particular attention is given to the last stage, as they claim that the post-crisis regulations allowed the EU single investment fund market to gain the trust of investors, which has resulted in its expansion and improved competitiveness.

Słowa kluczowe: dyrektywa UCITS · dyrektywa AIFM · dyrektywa MiFID · fundusze inwestycyjne · jednolity rynek funduszy inwestycyjnych · jednolita licencja

Keywords: UCITS directive · AIFM directive · MiFID directive · investment funds · single investment fund market · single passport

* Doktor hab. nauk ekonomicznych, Katedra Polityki Pieniężnej i Rynków Finansowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu;
e-mail: k.perez@ue.poznan.pl.

** Doktor nauk ekonomicznych, radca prawny, członek Zarządu BZ WBK Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA; e-mail: grzegorz.borowski@bzwbk.pl.

Niniejsze opracowanie jest wyrazem osobistych poglądów Autorów i nie powinno być inaczej interpretowane.

Wstęp

W ciągu ostatnich trzydziestu lat w Europie – podobnie jak na innych kontynentach – nastąpił bezprecedensowy rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania, które stały się wiodącym wehikułem transmisji oszczędności gospodarstw domowych na rynek finansowy. Różnorodne strategie inwestycyjne i konstrukcje funduszy miały zaspokajać coraz bardziej wysublimowane

potrzeby inwestujących, a wzrost zamożności i poparte zachętami podatkowymi zwiększenie świadomości gospodarstw domowych co do konieczności oszczędzania na cele emerytalne były katalizatorem istotnego wzrostu wartości aktywów powierzanych europejskim instytucjom wspólnego inwestowania.

Dynamika tego wzrostu, a także związane z nią przeobrażenia opisywanego rynku (tak pozytywne, jak i negatywne) spowodowały konieczność wprowadzania kolejnych regulacji prawnych, które w właściwy sposób wyznaczałyby dalsze kierunki jego rozwoju. Analiza ewolucji tych regulacji wzbogacona analizą zmian wielkości i struktury rynku funduszy inwestycyjnych w UE w kontekście nowych kierunków jego rozwoju są głównym celem autorów tego artykułu. Postawiono w nim hipotezę, że wprowadzane na poziomie Unii Europejskiej zmiany prawne wspierają wzrost tego rynku pod względem wartości aktywów netto, co sprzyja konkurencji, tak wewnętrznej, jak i na zewnątrz Unii. Rozpatrywany okres badawczy to ostatnie dziesięciolecie, a zatem czas będący pokłosiem kryzysu finansowego z lat 2007–2008. Jednakże w rozważaniach na temat nowych kierunków rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w UE nie sposób nie odnieść się do lat poprzednich. Autorzy tej pracy będą to czynić w sposób jak najbardziej syntetyczny i tak, aby umożliwić porównanie zmian zachodzących na tym rynku przed kryzysem i po kryzysie. Dzięki temu będą mogli określić kierunki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej nie tylko w bliższej, ale i w dalszej perspektywie.

Regulacje rynku funduszy inwestycyjnych w UE

Analiza aktów prawnych dotyczących funkcjonowania rynku finansowego w Unii Europejskiej pozwala uznać, że dotychczas ustawodawca unijny koncentrował się na trzech obszarach będących celami regulacji: (1) ochronie inwestorów, (2) stworzeniu oraz wzmocnieniu jednolitego rynku finansowego w UE oraz (3) ochronie stabilności i integralności tego rynku. Analogiczne cele odnaleźć można w regulacjach dotyczących jednego z segmentów omawianego rynku, czyli rynku funduszy inwestycyjnych w UE. Przy tym: ochrona inwestorów i stworzenie podwalin jednolitego rynku były przedmiotem szczególnego zainteresowania ustawodawcy europejskiego w początkowym okresie rozwoju tego rynku (w tym wypadku mówimy o dyrektywach pierwszej generacji); wzmocnienie jednolitego rynku i ustanowienie narzędzi do wzrostu konkurencji w okresie późniejszym (dyrektywy drugiej generacji); zaś ochrona stabilności i integralności rynku finansowego wyznaczają kierunki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w UE obecnie (dyrektywy trzeciej generacji).

Wymienione trzy cele uregulowania funduszy inwestycyjnych zawarte w trzech generacjach aktów unijnych określają jednocześnie trzy etapy (i odzwierciedlające je kierunki) rozwoju tego rynku w Unii Europejskiej. Zaprezentowano je w tabeli 1.

Tabela 1. Cele i rodzaje regulacji prawnych a etapy i kierunki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych (FI) w UE

	Etap rozwoju rynku	Cele regulacji prawnych	Regulacje prawne	
Dotychczasowe kierunki rozwoju rynku FI w UE	1.	Ochrona inwestorów	Pierwszej generacji	• dyrektywa UCITS I
		Stworzenie jednolitego rynku FI w UE		• dyrektywa ISD
	2.	Wzmocnienie jednolitego rynku FI w UE	Drugiej generacji	dyrektywy • UCITS III i IV • MiFID I • OIRP I
Nowe kierunki rozwoju rynku FI w UE	3.	Ochrona stabilności i integralności jednolitego rynku finansowego	Trzeciej generacji	dyrektywy • AIMF • UCITS V • MiFID II • IORP II rozporządzenia: • EuSEF • EuVECA • FRP • EDFI

Podwaliny funkcjonowania jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych dała dyrektywa UCITS I¹, przyjęta w grudniu 1985 r. i wdrożona przez pierwsze państwa europejskie w 1988 r.². Jej głównym celem było zapewnienie bardziej skutecznej i jednolitej ochrony posiadaczy jednostek uczestnictwa (motywy 1 i 2 dyrektywy UCITS I) w ramach trzech przenikających się obszarów: (1) obowiązkowych ujawnień mających na celu niwelowanie asymetrii informacyjnej³, (2) zapobiegania i ujawniania konfliktów interesów oraz

¹ Dyrektywa Rady 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 (UCITS), OJ L 375 z 31 grudnia 1985 r., s. 3.

² Termin wdrożenia dyrektywy upłynął 1 października 1989 r. Jako pierwszy dyrektywę wdrożył Luksemburg (30 marca 1988 r.). W połowie kwietnia 1988 r. powstał tam pierwszy zharmonizowany fundusz (the World Capital Fund). W wyznaczonym w dyrektywie terminie oprócz Luksemburga wdrożenia dokonano jedynie w Irlandii, Wielkiej Brytanii, Danii, Hiszpanii i we Francji.

³ Regulacje odnoszące się do ochrony inwestorów poprzez obowiązkowe ujawnienia (*mandatory disclosure*) opierają się na założeniu racjonalności inwestora, co oznacza przyjęcie, że posiadający wystarczające informacje i odpowiednio wykształcony inwestor będzie podejmował optymalne decyzje w zakresie alokacji zasobów maksymalizujące jego oczekiwane wyniki, o ile jest jednocześnie wystarczająco chroniony przed defraudacją i konfliktami interesów dostawcy usługi finansowej. Założenie to jest na tyle silnie ugruntowane, że stało się nawet elementem definicji informacji poufnych w obowiązującym od 2014 r. rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku (art. 7 ust. 4 rozporządzenia MAR, czyli rozporządzenia w sprawie nadużyć na rynku).

(3) zabezpieczania środków przed defraudacją⁴. Mimo że dyrektywa w sposób minimalny harmonizowała regulacje krajowe dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych, jakimi są fundusze UCITS, to zakładała obowiązkowy nadzór nad tymi instytucjami ze strony państwa macierzystego, a także wprowadziła w stosunku do funduszy podlegających dyrektywie tzw. zasadę jednolitej licencji (*single passport*). Zasada ta oznaczała wzajemne uznawanie zezwoleń na zbywanie tytułów uczestnictwa funduszy UCITS wydanych przez państwa członkowskie, co pozwalało na dystrybuowanie tych funduszy na terytorium całej Wspólnoty bez konieczności uzyskiwania odrębnych zezwoleń w każdym z państw goszczących.

Wdrożenie zasady jednolitej licencji – w odniesieniu do przedsiębiorstw świadczących usługi inwestycyjne, w tym usługi zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem były między innymi tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych – przewidywała też wprowadzona w życie w maju 1993 r. dyrektywa ISD⁵. Dzięki temu obie dyrektywy: UCITS I oraz ISD, należące do regulacji pierwszej generacji, pozwoliły na stworzenie fundamentów jednolitego rynku takich funduszy w Unii Europejskiej.

Lata 90. XX wieku to okres dynamicznych zmian na rynkach finansowych: pojawienia się nowych kategorii instrumentów finansowych, postępu technologicznego skutkującego ułatwieniem i przyspieszeniem dokonywanych trans-

⁴ Kluczowym osiągnięciem dyrektywy UCITS I w zakresie eliminacji ryzyka defraudacji i budowania efektywnego nadzoru nad funkcjonowaniem spółek zarządzających funduszami inwestycyjnymi było wprowadzenie instytucji depozytariusza i wyposażenie go w funkcje kontrolne wobec spółki zarządzającej funduszami UCITS. Artykuł 7 ust. 1 i art. 14 ust. 1 dyrektywy UCITS I nakładały obowiązek ustanowienia depozytariusza dla przechowywania aktywów funduszu UCITS, nakazując mu zapewnienie prawidłowości obrotu środkami inwestorów. Depozytariusz musi działać niezależnie od spółki zarządzającej i wyłącznie w interesie posiadaczy tytułów uczestnictwa (art. 10 ust. 2 dyrektywy UCITS I). Dzięki temu spółka zarządzająca, podejmując decyzje inwestycyjne dotyczące aktywów funduszu, nie ma bezpośredniego dostępu do jego aktywów przechowywanych przez depozytariusza, który jest zobowiązany do bieżącego zapewnienia, że decyzje te są zgodne z dokumentami statutowymi funduszu oraz przepisami prawa. Ponadto warto zauważyć, że zgodnie z prawem spółki zarządzające posiadają kapitały własne o kilka rzędów wielkości niższe niż wysokość zarządzanych aktywów. W konsekwencji instytucje te są skłonne podejmować wyższe ryzyko związane z ich działalnością, niż podejmowałyby, gdyby granica ich odpowiedzialności była wyższa. Ustanowienie depozytariusza będącego instytucją podlegającą kontroli publicznej (w praktyce funkcje te pełnią głównie instytucje kredytowe) o wysokich wymogach kapitałowych oraz przyznanie inwestorom prawa dochodzenia roszczeń wobec depozytariusza w razie naruszenia przez niego obowiązków spowodowało zrównoważenie wysokiego apetytu na ryzyko spółek zarządzających silną awersją do ryzyka po stronie depozytariuszy.

⁵ Dyrektywa Rady 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, OJ L 141 z 11 czerwca 1993 r., s. 27.

akcji oraz możliwością tworzenia coraz bardziej skomplikowanych strategii inwestycyjnych. W owym czasie wskutek zmian demograficznych i dostrzeżenia ich długoterminowych konsekwencji dla budżetów państw członkowskich rozpoczęto reformy ograniczające rolę systemów emerytalnych opartych na repartycji (PAYG) i wprowadzające wielofilarowe systemy emerytalne z istotnym udziałem filaru kapitałowego. W tym okresie fundusze inwestycyjne stały się realną alternatywą dla innych sposobów oszczędzania.

Wzrost liczby funkcjonujących funduszy inwestycyjnych był wyższy niż wzrost wartości powierzonych im aktywów, co skutkowało rosnącą konkurencją o kanały dystrybucji i presją na zwiększanie wynagrodzeń dystrybutorów pokrywanych przez spółki zarządzające z opłaty za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi. Szczególnie silnie proces ten występował na rynkach, gdzie dystrybucję funduszy zdominowały banki i instytucje ubezpieczeniowe (Holandia, Hiszpania, Włochy – dystrybucja za pośrednictwem banków, Niemcy, Szwecja – dystrybucja za pośrednictwem instytucji ubezpieczeniowych).

Dystrybutorzy oprócz oferowania tytułów uczestnictwa funduszy UCITS rozpoczęli oferowanie substytucyjnych produktów oszczędnościowych, w tym produktów strukturyzowanych, ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, polis na życie z elementem gromadzenia kapitału i innych form długoterminowego oszczędzania, z których każdy charakteryzował się innymi regulacjami w zakresie konstrukcji i sposobu funkcjonowania, prowadzenia działalności reklamowej, obowiązków informacyjnych wobec klientów oraz zakresu obowiązkowego ujawniania kosztów i rodzajów ryzyka związanych z uczestnictwem.

Wynagrodzenie o różnej konstrukcji i wysokości należne od dostawców poszczególnych produktów finansowych stawiało dystrybutorów produktów finansowych w permanentnym konflikcie między własnym interesem ekonomicznym a obowiązkiem działania w interesie klienta. Dodatkowo dominującym modelem dystrybucji funduszy była dystrybucja przez banki powiązane kapitałowo ze spółką zarządzającą funduszami⁶. Dystrybucja ta charakteryzowała się zamkniętą architekturą⁷ (w 2004 r. 46% dystrybutorów funduszy nie oferowało funduszy spoza własnej grupy kapitałowej, kolejne 33% oferowało mniej niż pięć takich funduszy⁸) oraz bardzo wysokimi kosztami dystrybucji, które stanowiły najwyższy koszt funkcjonowania funduszy – od 46% łącznych

⁶ Wielka Brytania była jedynym rynkiem, na którym udział pośredników finansowych przewyższał udział banków w dystrybucji funduszy.

⁷ Zamknięta architektura to oferowanie przez pośrednika finansowego (bank) produktów podmiotów powiązanych kapitałowo. Przeciwnieństwem jest otwarta architektura, gdzie pośrednik finansowy oferuje wiele produktów różnych dostawców.

⁸ *Commission Working Paper annex to the Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, COM(2005) 314 final, s. 10.

kosztów we Francji do 75% we Włoszech, a średni udział dystrybutora w pobranej przez fundusz opłacie za zarządzanie wynosił 50%⁹.

W takich warunkach gospodarstwom domowym coraz trudniej było podejmować racjonalne decyzje dotyczące sposobu oszczędzania, zwłaszcza na cele emerytalne. Wobec tego, oprócz nowelizacji regulacji dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, konieczne stało się wprowadzenie regulacji normujących proces ich sprzedaży, szczególnie transgranicznej¹⁰. Pierwszy z celów został osiągnięty dzięki przyjętej w styczniu 2002 r. dyrektywie UCITS III, na którą składają się dyrektywy 2001/107/WE i 2001/108/WE¹¹. Cel drugi okazał się bardziej problematyczny.

W opublikowanym w 2006 r. raporcie dotyczącym efektywności rynku funduszy inwestycyjnych¹² wskazano na istnienie ograniczeń uniemożliwiających osiągnięcie przez jednolity rynek funduszy inwestycyjnych wyższej efektywności¹³. Za-

⁹ *Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych*, Bruksela 2006, SEC 2006.1451, s. 12.

¹⁰ W 2004 r. jedynie 16,1% funduszy zharmonizowanych z dyrektywą UCITS było dostępnych w więcej niż jednym państwie członkowskim (wobec 13% w 2002 r.); zob. *Commission Working Paper annex to the Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, *op. cit.*, s. 5.

¹¹ Dyrektywa 2001/107/WE, zwana dyrektywą zarządzających, nowelizowała dyrektywę UCITS I w odniesieniu do działalności spółek zarządzających. Określała minimalne wymogi dotyczące kapitałów tych spółek, ich struktury i mechanizmów kontrolnych oraz umożliwiała im korzystanie z przywileju jednolitej licencji. Zmierzając do umożliwienia spółkom zarządzającym korzyści skali, przepisy dyrektywy 2001/107/WE zezwoliły na zarządzanie przez spółki zarządzające także indywidualnymi portfelami instrumentów finansowych, w tym należącymi do funduszy emerytalnych oraz świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego. Zmianą, mającą zwiększyć przejrzystość funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, było wprowadzenie skrótu prospektu, który winien dostarczać najważniejszych informacji o funduszu w sposób jasny, zwięzły i zrozumiały; zob. motyw 15 dyrektywy 2001/107/WE. Z kolei dyrektywa 2001/108/WE, zwana dyrektywą produktową, wprowadzała istotne zmiany w konstrukcji funduszu inwestycyjnego. Istotnie poszerzono katalog dopuszczalnych przedmiotów lokat (o instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych, depozyty bankowe) oraz uszczegółowiono dotychczasowe zasady dywersyfikacji inwestycji. Dla celów realizacji polityki inwestycyjnej lub zabezpieczenia po raz pierwszy dopuszczono także stosowanie instrumentów pochodnych. Zmiany te umożliwiły objęcie zakresem dyrektywy UCITS III coraz popularniejszych w tamtym czasie funduszy – funduszy indeksowych oraz funduszy rynku pieniężnego; szerzej zob. G. Borowski, *Wpływ nowelizacji dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, nr 1, s. 129 i n.

¹² *Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency*, Bruksela, czerwiec 2006 r.

¹³ Należały do nich: długi czas wprowadzania produktu na rynek z uwagi na bariery administracyjne, trudności w korzystaniu z ekonomii skali i tworzeniu łańcucha wartości usług na rzecz funduszy inwestycyjnych.

proponowane zalecenia¹⁴ znalazły odzwierciedlenie w *Białej Księdze*¹⁵, w której wskazano, że zwiększenie przeciętnej wielkości aktywów europejskiego funduszu inwestycyjnego do poziomu jego amerykańskiego odpowiednika skutkowałoby wzrostem nominalnego zwrotu z inwestycji o 3%, ale, aby korzyści te dotarły do inwestorów, konieczne jest osiągnięcie skutecznej konkurencji na każdym etapie łańcucha wartości sektora funduszy.

W *Białej Księdze* podkreślono, że dotychczas istniejące ramy prawne transgranicznej dystrybucji powodują zbyt wysokie koszty monitoringu zgodności przestrzegania przepisów w poszczególnych jurysdykcjach. Jednocześnie dyrektywa UCITS III nie daje wystarczającej elastyczności w zakresie organizowania lub restrukturyzowania działalności przez spółki zarządzające. Z drugiej strony, zdaniem Komisji, na rynku finansowym pojawiają się inne produkty inwestycyjne, które mając zalety funduszy inwestycyjnych, nie są poddane tak daleko idącej regulacji¹⁶.

W związku z powyższym dnia 17 listopada 2009 r. przyjęto i opublikowano dyrektywę UCITS IV, która uchyliła nowelizowaną wcześniej dyrektywę UCITS I z 1985 r. z dniem 1 lipca 2011 r., tym samym stając się drugą właściwą dyrektywą dotyczącą instytucji wspólnego inwestowania funkcjonujących w Unii Europejskiej. Najważniejszą zmianą w stosunku do poprzednich regulacji było wprowadzenie w dyrektywie UCITS IV przywileju jednolitej licencji dla spółek zarządzających, co ma im umożliwić tworzenie i zarządzanie funduszami UCITS zlokalizowanymi w państwie innym niż siedziba spółki zarządzającej. Inną, wręcz rewolucyjną, regulacją było dopuszczenie możliwości transgranicznego łączenia się funduszy oraz określenie procedury łączenia się (art. 36–41 dyrektywy), ze wskazaniem organu nadzoru funduszu przejmowanego jako uprawnionego do wydania zezwolenia na łączenie¹⁷. Wprowadzenie tej regulacji świadczyło o determinacji, z jaką dążono do poprawy efektyw-

¹⁴ W tym: skrócenie czasu niezbędnego do otrzymania zezwolenia w kraju macierzystym i notyfikacji w kraju goszczącym do 20 dni roboczych, wyłączenie możliwości weryfikacji skrótu prospektu przez państwo goszczące, wdrożenie zasad fuzji funduszy inwestycyjnych, wdrożenie mechanizmów łączenia aktywów wielu funduszy w celu wspólnego zarządzania nimi (*asset pooling*), poprawienie efektywności regulacji dotyczących jednolitej licencji dla spółek zarządzających, a także wprowadzenie jednolitej licencji dla usług depozytariusza.

¹⁵ *Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku*, op. cit.

¹⁶ *Biała Księga* wymienia ubezpieczenia na życie powiązane z funduszem inwestycyjnym oraz produkty strukturyzowane, jednocześnie wskazując, że zdaniem Komisji rozszerzanie zakresu stosowania dyrektywy UCITS na wszystkie długoterminowe produkty inwestycyjne nie byłoby rozwiązaniem odpowiednim.

¹⁷ Możliwość ta została wprowadzona z pominięciem istniejących regulacji krajowych, które w różny sposób kształtowały dopuszczalne formy organizacyjne krajowych funduszy w ramach trzech typów przewidzianych w art. 3 ust. 1 pierwotnej dyrektywy UCITS I (typ umowny, statutowy i powierniczy).

ności działania wspólnego rynku, nawet kosztem potencjalnego naruszenia uprawnień inwestorów¹⁸. Transgraniczne łączenie funduszy miało w zamiarze unijnego ustawodawcy zdynamizować rynek funduszy inwestycyjnych w UE i wzmocnić konkurencję poprzez obniżenie kosztów ponoszonych przez inwestorów w związku z uczestnictwem w funduszach i zwiększenie tym samym osiągniętej przez nich stopy zwrotu z tej inwestycji.

Kolejną, istotną dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w UE, regulacją drugiej generacji była dyrektywa MiFID I¹⁹, która w 2004 r. zastąpiła obowiązująca od 1993 r. dyrektywę ISD i która – wraz z aktami wykonawczymi²⁰ – miała stać się podstawą funkcjonowania rynków kapitałowych państw członkowskich UE.

Mimo że wprost fundusze inwestycyjne i zarządzające nimi spółki wyłączo- no z zakresu stosowania dyrektywy MiFID I (zob. jej motyw 15 i wyłączenie podmiotowe zawarte w art. 2 ust. 1h), to jednak objęto nią te spółki zarządzające, które świadczą usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub doradztwa inwestycyjnego (art. 66), a także – co dużo bardziej istotne – uznano tytuły uczestnictwa funduszy UCITS za instrumenty finansowe podlegające dyrektywie MiFID I (załącznik C) i objęto zakresem tej dyrektywy proces ich dystrybucji.

W tym miejscu warto podkreślić, że istotnym osiągnięciem dyrektywy MiFID I było wprowadzenie trzech kategorii klientów (klient detaliczny, klient profesjonalny, uprawniony kontrahent), zróżnicowanie ich zakresu ochrony zależnie od kategorii klienta (od najszerzej w odniesieniu do klienta detalicz-

¹⁸ Inwestorzy funduszu przejmowanego mogli stać się uczestnikami funduszu inwestycyjnego o innej konstrukcji prawnej, utworzonego i funkcjonującego zgodnie z regulacjami innego państwa członkowskiego.

¹⁹ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. 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, OJ L 145 z 30 kwietnia 2004 r., s. 1.

²⁰ Dyrektywa MiFID była jednym z pierwszych aktów powstałym przy wykorzystaniu procesu regulacyjnego Lamfalussy'ego zakładającego istnienie ramowej regulacji (I poziom), szczegółowych środków implementacji (II poziom), wskazówek i rekomendacji (III poziom) oraz egzekwowania implementacji (IV poziom). Regulacjami II poziomu były: dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, OJ L 241 z 2 września 2006 r., s. 26, oraz rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, OJ L 241 z 2 września 2006 r., s. 1.

nego, do najsłabszej w odniesieniu do uprawnionego kontrahenta) i ustanowienie kwantyfikowalnych przesłanek zaliczenia danego inwestora do danej kategorii klientów. Dyrektywa MiFID I wprowadziła liczne obowiązki informacyjne na rzecz klientów mające ułatwić im podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej. W szczególności przedsiębiorstwo inwestycyjne zobowiązane było do przekazania klientowi informacji o podmiocie świadczącym usługę, o oferowanych instrumentach finansowych i strategiach inwestycyjnych oraz rodzajach ryzyka z nimi związanych, a nadto o kosztach i opłatach²¹. Podmioty zbywające jednostki uczestnictwa były zobowiązane do pozyskania od klienta informacji o jego wiedzy i doświadczeniu w zakresie inwestycji w celu polecenia mu odpowiednich instrumentów finansowych. Dodatkowo zakazano pobierania przez dystrybutorów zachęt, chyba że spełniały one kryteria wskazane w art. 26 dyrektywy delegowanej²².

Wzrost szczegółowości regulacji relacji klient–dystrybutor, jaki dokonał się w tym etapie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w UE, spowodował odejście od dotychczas istniejącego modelu, tj. oparcia relacji klient–dystrybutor na regulacjach cywilnoprawnych, gdzie prawa i obowiązki stron były określone przez dokumenty statutowe funduszu oraz dodatkową umowę znajdującą oparcie w prawie cywilnym. Po wejściu w życie dyrektywy MiFID I relacja klient–dystrybutor kształtowana jest w zasadniczej części bezpośrednio przez bezwzględnie obowiązujące normy prawne zawarte w przepisach prawa krajowego implementujących dyrektywę MiFID I i jej akty wykonawcze, a zakres swobody stron w kształtowaniu ich praw i obowiązków jest mocno ograniczony²³. Z jednej strony prowadzi to do pożądanej standaryzacji stosunków prawnych na tym rynku; z drugiej zaś, z uwagi na przewagę norm *iuris cogentis*, w znacznym stopniu ogranicza swobodę kształtowania treści stosunku cywilnoprawnego²⁴.

²¹ Artykuł 28 dyrektywy UCITS III w brzmieniu nadanym jej dyrektywą 2001/107/EC nakazywał ujawnienie kosztów w innym ujęciu, tj. opłat za nabycie i umorzenie jednostek uczestnictwa. Zgodnie z rekomendacją Komisji 2004/384/EC, OJ L 144 z 30 kwietnia 2004 r., s. 42, skrót prospektu winien zawierać także współczynnik kosztów całkowitych (*TER – Total Expense Ratio*), który jednak nie zawiera opłat za nabycie i umorzenie jednostek uczestnictwa.

²² Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy.

²³ P. Mühlbert [w:] *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, red. G. Ferrarini, E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford 2006, s. 300.

²⁴ Standaryzacja i stosowanie prawa unijnego, w tym wytycznych ESMA, powinno wpłynąć na zbliżenie orzecznictwa w państwach członkowskich dotyczącego produktów inwestycyjnych; zob. F. Della Negra, *The effects of the ESMA'S powers on domestic contract law* [w:] *Regulating and Supervising European Financial Markets*, red. M. Andenas, Zurich 2016, s. 162.

Przyjętą najpóźniej dyrektywą dopełniającą regulacje drugiej generacji była dyrektywa IORP I²⁵ odnosząca się do pracowniczych programów emerytalnych. Przyczyną jej przyjęcia był zamiar objęcia nadzorem ostrożnościowym instytucji zarządzających pracowniczymi programami emerytalnymi, które wskutek reform systemów emerytalnych stały się ważnym uzupełnieniem systemów zabezpieczenia społecznego (motyw 5 dyrektywy IORP I). Umożliwiając transgraniczne zarządzanie programami poprzez wprowadzenie jednolitej licencji (art. 20) oraz zakazując państwom członkowskim ograniczania możliwości zarządzania nimi przez spółki zarządzające posiadające zezwolenie wydane na podstawie dyrektywy ISD lub dyrektywy UCITS I (art. 19 ust. 2), dyrektywa IORP I wzmacniała jednolity rynek usług inwestycyjnych, pozwalając uprawnionym podmiotom rozszerzyć działalność o zarządzanie pracowniczymi programami emerytalnymi i korzystanie z wynikających z tego efektów skali.

Dyrektywa IORP I wprowadzała także kilka fundamentalnych regulacji z punktu widzenia ochrony inwestorów, nakazując wyodrębnienie majątku IORP z majątku pracodawcy oraz wskazując na konieczność zapewnienia inwestorom na ich żądanie informacji o funkcjonowaniu IORP (obowiązek sporządzania rocznych sprawozdań finansowych, obowiązek udostępnienia aktualnego finansowania należnych emerytur, polityki inwestycyjnej i zarządzania ryzykiem oraz kosztami – art. 11), pozostawiając państwu członkowskim swobodę w zakresie kształtowania reguł inwestowania poza podstawowymi limitami głównie o charakterze jakościowym (motyw 32 i art. 18). Dyrektywa przewidywała możliwość wprowadzenia przez państwa członkowskie instytucji depozytariusza (art. 19 ust. 2), obligując jednocześnie Komisję Europejską do przeprowadzenia przeglądu wykorzystania depozytariuszy i ich roli w państwach członkowskich (art. 21 ust. 4b).

Turbulencje na rynkach finansowych w trakcie i po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007–2008 unaocznily istnienie ryzyka systemowego dla rynku finansowego między innymi ze strony alternatywnych funduszy inwestycyjnych, tj. wszystkich tych, które pozostawały poza zakresem dyrektywy UCITS IV i w związku z tym poważnie różniły się poziomem ochrony inwestorów. W związku z tym w miejsce wzmocnienia jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych w UE w celu poprawy jego efektywności, **głównym bodźcem wdrożenia trzeciej generacji regulacji normujących usługi inwestycyjne stała się stabilność i integralność rynku finansowego** w interesie wszystkich jego uczestników, w tym także posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Należy zauważyć, że **nierozzerwalnie wiąże się ona z pierwot-**

²⁵ Dyrektywa 2003/41/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 3 czerwca 2003 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, OJ L 235 z 23 września 2003 r., s. 10.

nym celem uregulowania tego rynku, a zatem ochroną inwestorów. Jednakże obecnie jest ona **rozpatrywana nie w skali mikro, a w skali makro**, stąd **wyznacza zupełnie nowe kierunki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej.** Ochronie podlega zatem nie tylko jednostka (czyli pojedynczy uczestnik strony popytowej lub podaźowej rynku), ale cały jednolity rynek.

Warto też przypomnieć, że zapewnienie ochrony inwestorom na rynku finansowym było historycznie najwcześniejszą przyczyną wszelkich związanych z nim regulacji. Od wprowadzenia regulacji w USA po „czarnym czwartku” w październiku 1929 r. i w trakcie Wielkiego Kryzysu²⁶, przez zbliżone regulacje powstałe w Europie²⁷, aż po regulacje po kryzysie azjatyckim (1997), bańce internetowej (2001) czy aferze Enron (2001), można dostrzec powszechną tendencję do podnoszenia poziomu ochrony praw inwestorów, która nasila się po okresach szczególnych zawirowań na rynkach, w tym związanych z naruszeniem dotychczasowych praw inwestorów przez emitentów²⁸. Aktywność prawodawcy w tych okresach wynikała z jednej strony z zamiaru utrzymania integralności rynku finansowego i jego stabilności, z drugiej zaś wobec stałego zwiększania się roli rynków finansowych jako absorbenta nadwyżek finansowych gospodarstw domowych, w powyższych okresach rosła polityczna presja w kierunku wprowadzania odpowiednich regulacji prawnych²⁹. Nie inaczej było po wybuchu kryzysu *subprime* i tzw. afery Madoffa, który zdefraudował kapitał 13,5 tys. inwestorów indywidualnych i organizacji na łączną kwotę ok. 50 mld dolarów US. Skutki kryzysu *subprime* oraz ujawnienia afery Madoffa obnażyły niedostatki regulacji dla niektórych rodzajów działalności na rynku finansowym, które stwarzały ryzyko nie tylko dla poszczególnych inwestorów, ale także dla funkcjonowania całego systemu finansowego. Pokłosiem tego stało się wdrożenie trzeciej generacji regulacji normujących usługi inwestycyjne, do której należą dyrektywa AIFM, UCITS V, MiFID II oraz dyrektywa IORP II, a także rozporządzenia EDFI, EuSEF, EuVECA i FRP mające na celu ochronę

²⁶ Pierwsze regulacje rynku finansowego dotyczyły zasad sprzedaży papierów wartościowych (*Securities Act 1933*), funkcjonowania giełdy (*Securities Exchange Act 1934*), funkcjonowania funduszy inwestycyjnych (*Investment Companies Act 1940*) oraz doradztwa inwestycyjnego (*Investment Advisory Act 1940*).

²⁷ Zob. przyjęty w Wielkiej Brytanii *Prevention of Fraud (Investments) Act 1939*.

²⁸ Zob. wyniki badań systemów prawnych Wielkiej Brytanii, USA, Niemiec, Francji i Indii na podstawie 60 wskaźników i ich zmianę w okresie 1970–2005, wskazujące na szczególnie istotny wzrost uprawnień inwestorów w okresach kryzysów na rynkach finansowych, w tym kryzysu azjatyckiego w roku 1997, „bańki internetowej” i afery Enron w USA w latach 2001–2002, zawarte w: P.P. Lele, M.M. Siems, *Shareholder protection: A leximetric approach*, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 324, 2006, s. 4.

²⁹ M. Pagano, P. Volpin, *Shareholder protection, stock market development, and politics*, „Journal of European Economic Association” 2006, Vol. 4, No. 2–3, s. 315.

stabilności i integralności rynku finansowego i dalej – rynku funduszy inwestycyjnych w UE.

Dyrektywa AIFM to jeden z pierwszych na świecie aktów prawnych normujących funkcjonowanie alternatywnych funduszy inwestycyjnych, wśród których wyróżnia się między innymi fundusze *hedge* (fundusze *hedgingowe*), fundusze *venture capital* i *private equity* czy fundusze nieruchomości. Przed wdrożeniem dyrektywy AIFM na poziomie prawa krajowego regulacjom podlegały tylko fundusze nieruchomości. Fundusze *hedge* i VC/PE były z obowiązków regulacyjnych wyłączone. Instytucje te działają jednak w różnorodnych formach organizacyjnych i prowadzą różną politykę inwestycyjną, zarządzając znacznymi aktywami i wywierając istotny wpływ na rynki i przedsiębiorstwa, a ich działalność może przyczyniać się do rozprzestrzenienia lub zwiększenia ryzyka systemowego dla rynku finansowego. W związku z tym uznano, że należy je objąć nadzorem, a dodatkowo poprawić i ujednoczyć poziom ochrony ich uczestników oraz zwiększyć ich efektywność poprzez wprowadzenie jednolitej licencji i możliwości transgranicznej sprzedaży.

Część regulacji dyrektywy AIFM jest pochodną analogicznych regulacji zawartych w dyrektywie UCITS III, ale z uwagi na różnorodność form organizacyjnych i strategii inwestycyjnych przedmiotem regulacji dyrektywy AIFM nie są same fundusze alternatywne (motyw 10 dyrektywy AIFM), a jedynie zarządzające nimi podmioty. W dyrektywie AIFM (art. 12 ust. 1) powtórzono znany z pierwotnej wersji dyrektywy UCITS I (art. 10 ust. 2) ogólny obowiązek prowadzenia działalności w najlepszym interesie inwestorów, dodając, że winna być ona prowadzona w sposób uczciwy, z należytą dbałością, starannością i rzetelnością, oraz – co stanowiło *novum* – w interesie integralności rynku. Dyrektywa AIFM wprowadza znane już z dyrektywy UCITS III wymogi formalne i organizacyjne dla spółek zarządzających. Spółki te, o ile zbierają kapitał od inwestorów w celu lokowania go zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną, winny uzyskać zezwolenie w państwie członkowskim siedziby, a aktywa alternatywnych funduszy inwestycyjnych winny być przechowywane przez depozytariusza.

Wiele uwagi poświęcono wymogom dotyczącym przejrzystości działania alternatywnych funduszy inwestycyjnych i zarządzających nimi spółek. Wymogi te odnoszą się do obowiązkowych ujawnień na rzecz inwestorów (art. 23 ust. 1) i organu nadzoru umożliwiających nie tylko bieżący nadzór nad funkcjonowaniem spółki, ale także wypełnianie obowiązków związanych z utrzymaniem stabilności systemu finansowego.

Dla niektórych rodzajów funduszy alternatywnych, tj. (1) funduszy wspierających inwestycje infrastrukturalne i inne długoterminowe inwestycje w gospodarce realnej, (2) kwalifikowanych funduszy *venture capital* finansujących przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju oraz (3) funduszy działających na

rzecz przedsiębiorczości społecznej³⁰, dyrektywa AIFM okazała się nadmiernie rygorystyczna. W związku z tym w ich przypadku przyjęto bardziej liberalne regulacje, czyli odpowiednio (1) rozporządzenie EDFI³¹, (2) rozporządzenie EuVECA³² oraz (3) rozporządzenie EuSEF³³. Warto jednak dodać, że biorąc pod uwagę doświadczenia kryzysu finansowego i wzrostu ryzyka systemowego, które było propagowane przez duże inwestycje funduszy rynku pieniężnego w papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (*asset-backed securities*) przy jednoczesnym obowiązku odkupywania jednostek na każde żądanie uczestnika, zdecydowano o objęciu takich funduszy dodatkowymi wymaganiami w zakresie funkcjonowania i konstrukcji portfela inwestycyjnego, wprowadzając rozwiązania dużo bardziej restrykcyjne niż przewidziane w dyrektywach UCITS i AIFM (zob. rozporządzenie FRP³⁴).

W lipcu 2014 r. przyjęto dyrektywę UCITS V³⁵, która nowelizowała dotychczasowe regulacje w trzech głównych obszarach. Pierwszym z nich było przyznanie jednolitej licencji depozytariuszom funduszy inwestycyjnych oraz doprecyzowanie ciążących na nich obowiązków w zakresie przechowywania aktywów funduszu oraz związanej z tym odpowiedzialności. Drugim obszarem zmian było **wprowadzenie obowiązków w zakresie polityki wynagrodzenia** dla niektórych kategorii pracowników spółek zarządzających, które mają istotny wpływ na profil ryzyka funduszu. Regulacje dotyczące wynagrodzeń były odzwierciedleniem rozwiązań przyjętych w 2009 r. przez Komisję Europejską³⁶ dla podmiotów sektora finansowego i wdrożonych wcześniej przez dyrektywę AIFM dla zarządzających funduszami alternatywnymi. Trzecim obszarem re-

³⁰ Tzn. inwestujących co najmniej 70% aktywów w instrumenty emitowane przez podmioty świadczące usługi lub dostarczające towary na rzecz osób słabszych lub stosujące metody produkcji / świadczenia usług promujące cele o charakterze społecznym.

³¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, OJ L 123 z 19 maja 2015 r., s. 98.

³² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 345/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*, OJ L 115 z 25 kwietnia 2013 r., s. 1.

³³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 346/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej, OJ L 115 z 25 kwietnia 2013 r., s. 18.

³⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego, OJ L 169 z 30 czerwca 2017 r., s. 8.

³⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, OJ L 257 z 28 sierpnia 2014 r., s. 186.

³⁶ Zalecenie Komisji z 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych, OJ L 120 z 15 maja 2009 r., s. 22.

gulacji była harmonizacja sankcji administracyjnych i innych środków administracyjnych nakładanych na spółki zarządzające i osoby fizyczne za naruszenie przepisów krajowych transponujących dyrektywę (analogiczne regulacje zawierała wcześniej dyrektywa AIFM). Nałożenie powyższego obowiązku wynikało z przyjęcia założenia przez Komisję Europejską, że prowadzenie działalności gospodarczej w systemie finansowym powinno być oparte na solidnych systemach nadzoru, dochodzeń i sankcji, a wobec słabych i różniących się między sobą systemów sankcji nadzór nie może być skuteczny³⁷. Idea ta została też wprowadzona dyrektywą IORP II w przypadku instytucji prowadzących pracownicze programy emerytalne mające na celu zapewnienie świadczeń emerytalnych w związku z działalnością zawodową³⁸.

Dopełnieniem procesu zaostrzania regulacji było przyjęcie pakietu MiFID II³⁹, mającego na celu wzmocnienie ram regulujących jednolity rynek finansowy, aby zwiększyć jego przejrzystość, zapewnić lepszą ochronę inwestorów, podnieść poziom zaufania do rynku oraz zwiększyć uprawnienia organów nadzoru. Regulacje te weszły w życie z dniem 3 stycznia 2018 r. Podlegają im spółki zarządzające posiadające zezwolenia wydane na podstawie dyrektywy AIFM i dyrektywy UCITS świadczące usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych lub doradztwa inwestycyjnego. Zdaniem autorów opracowania **najważniejsze regulacje z pakietu MiFID II, które będą kluczowe dla dalszego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w UE, są związane z nowym procesem dystrybucji funduszy inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych**. Porządkują podział obowiązków między producentem (spółką zarządzającą) a dystrybutorem funduszu inwestycyjnego i wprowadzają nowe obowiązki dotyczące procesu zarządzania produktem, które obejmują wdrożenie procedury jego akceptacji, zarządzania konfliktami interesów oraz określenia rynku docelowego dla produktu, jakim jest fundusz inwestycyjny.

Podsumowując regulacje prawne dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej, w tabeli 2 zaprezentowano obszary objęte tymi regulacjami, które, zdaniem autorów artykułu, w największym stopniu przyczyniły, przyczyniają lub będą się przyczyniać do rozwoju tego rynku, ro-

³⁷ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Społecznego i Komitetu Regionów z 8 grudnia 2010 r.: *Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych*, COM(2010) 716 final.

³⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 z 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP), OJ L 354 z 23 grudnia 2016 r., s. 37.

³⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 173 z 12 czerwca 2014 r., s. 84.

Tabela 2. Obszary regulacji funduszy inwestycyjnych (FI) w UE wyznaczające dotychczasowe i nowe kierunki rozwoju tego rynku

	Etap rozwoju rynku	Regulowane obszary decydujące o rozwoju rynku FI w UE
Dotychczasowe kierunki rozwoju rynku FI w UE	1.	<ul style="list-style-type: none"> wprowadzenie zasady jednolitej licencji funduszem UCITS
	2.	<ul style="list-style-type: none"> wprowadzenie zasady jednolitej licencji zarządzającym funduszami UCITS transgraniczne łączenie funduszy UCITS uregulowanie relacji klient (uczestnik funduszu UCITS) – dystrybutor tych funduszy
Nowe kierunki rozwoju rynku FI w UE	3.	<ul style="list-style-type: none"> uregulowanie działalności zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI) wprowadzenie zasady jednolitej licencji zarządzającym funduszami AFI i ich depozytariuszom wprowadzenie obowiązków w zakresie polityki wynagrodzeń zarządzających UCITS i AFI oraz sankcji administracyjnych zmiana procesu dystrybucji funduszy inwestycyjnych

zumianego w sensie ekonomicznym jako wzrost wartości aktywów netto. Więcej szczegółów na ten temat poniżej.

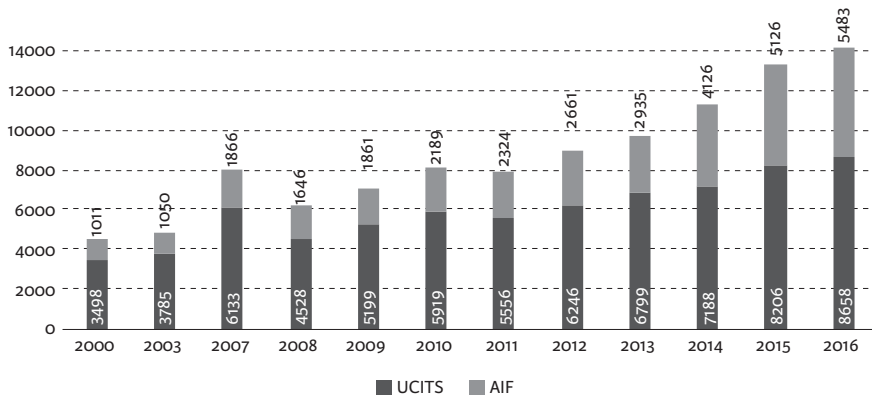
Wielkość i struktura rynku funduszy inwestycyjnych w UE

Badania naukowe dowodzą, że wśród ekonomicznych determinant rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych najważniejsza jest stopa zwrotu⁴⁰ (tak z funduszu, jak i z elementów jego portfela). To ona w sposób bezpośredni decyduje o wielkości tego rynku mierzonej wartością aktywów netto (WAN). Na jednolitym rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej WAN funduszy dzieli się zgodnie ze strukturą przedmiotową rynku: na WAN funduszy UCITS (czyli funduszy o charakterze otwartym) oraz WAN funduszy AIF (czyli wszystkich innych funduszy, które przed wejściem w życie dyrektywy AIFM nazywano *non-UCITS*, a od jej wejścia nazywa się funduszami alternatywnymi). Informacje te zaprezentowano na wykresie 1. Przy tym skupiono się na danych z lat

⁴⁰ Literatura na temat efektywności funduszy inwestycyjnych jest bardzo bogata. Dominują w niej prace na temat rynków zagranicznych (czytelnik znajdzie informacje o nich m.in. w monografiach K. Perez (*eadem, Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, poprawione i uaktualnione, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012; *eadem, Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*, Difin, Warszawa 2012) czy A. Zamojskiej (*eadem, Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce. Studium teoretyczno-empiryczne*, CH Beck, Warszawa 2012); dość liczne są również prace dotyczące rynku polskiego (ich szeroki opis prezentują T. Miziołek i A. Trzebiński (*idem, Efektywność polskich funduszy inwestycyjnych – przegląd metod i literatury*, „Finanse” 2017, nr 1(10), s. 93–119); zob. też np. D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje – metody oceny – analiza z uwzględnieniem światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2011.

Wykres 1. Wartość aktywów netto funduszy UCITS i AIF w latach 2000–2016

(w mld euro)



Źródło: EFAMA *Trends in European Investment Funds. 2003–2013 Key Facts and Figures*; EFAMA *Quarterly Statistical Release*, March 2017, No. 68; oraz EFAMA *Investment Fund Industry Fact Sheet October 2017 data*, www.efama.org [dostęp: 1 grudnia 2017 r.].

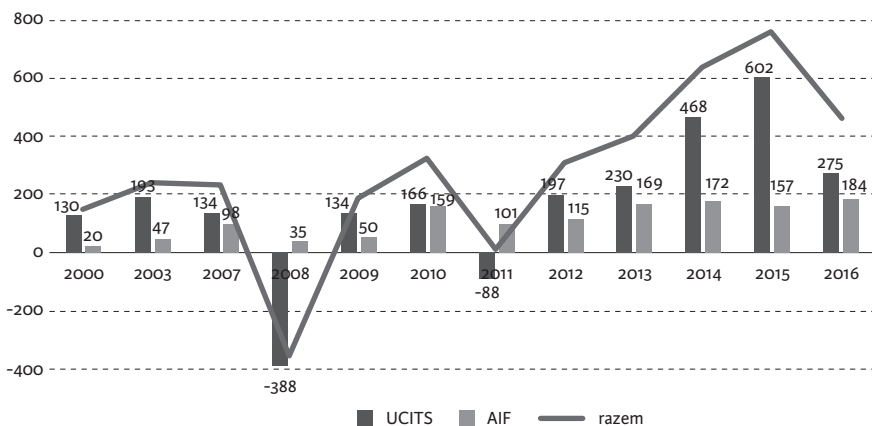
2008–2016⁴¹, ale dla porównania i ukazania dynamiki rozwoju rynku w okresie dłuższym niż trzeci etap jego rozwoju ukazano też dane z roku 2000, 2003 i 2007, czyli okresu przed kryzysu finansowego.

Jak można zauważyć, na jednolitym rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej dominującą rolę mają wciąż fundusze UCITS, jednakże od 2009 r., kiedy w życie weszła dyrektywa UCITS IV, na znaczeniu istotnie zaczęły zyskiwać fundusze AIF. Potwierdzeniem tego jest również napływ kapitału do tych funduszy, ukazany na wykresie 2.

Rozpatrując strukturę podmiotową rynku, tj. udział poszczególnych państw członkowskich w grupie funduszy UCITS i AIF, należy w pierwszej kolejności zauważyć, że możliwość transgranicznej sprzedaży jednostek uczestnictwa wprowadzona dyrektywą UCITS I stała się fundamentem powstania lokalnych klastrów skoncentrowanych na tworzeniu i obsłudze funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu i Dublinie, wspomaganych elastycznymi regulacjami lokalnymi i zachętami podatkowymi. Luksemburskie i irlandzkie fundusze inwestycyjne wobec niedostatecznego popytu na rynkach lokalnych, były przeznaczone do dystrybucji w innych państwach członkowskich. Mimo przywiązania inwestorów do lokalnych funduszy (*home bias*)⁴², fundusze luksemburskie i ir-

⁴¹ Przedstawiony horyzont czasowy nie obejmuje roku 2017, ponieważ jednolite dane dotyczące tego roku nie były dostępne w czasie przygotowywania niniejszego artykułu.

⁴² Szerzej zob. G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 328.

Wykres 2. Przepływy netto funduszy UCITS i AIF w latach 2000–2016 (w mld euro)

Źródło: EFAMA *Trends in European Investment Funds. 2003–2013 Key Facts and Figures; EFAMA Quarterly Statistical Release*, March 2017, No. 68, www.efama.org [dostęp: 1 grudnia 2017 r.].

landzkie zdobyły istotne udziały w niektórych rynkach państw członkowskich (Niemcy, Włochy, Francja, Wielka Brytania). Jak prezentuje tabela 3, zawierająca dane dotyczące WAN pięciu największych lokalnych rynków funduszy inwestycyjnych w UE, rynki te (a szczególnie rynek luksemburski) są w Unii Europejskiej pod względem wartości aktywów netto największe. Zdaniem autorów ten kierunek rozwoju rynku będzie kontynuowany. Wynika to z tego, że w różnych krajach członkowskich regulacje europejskie są w różny sposób wdrażane, a prawo krajowe jest stosowane w zależności od tego, czy państwo członkowskie wspiera spółki zarządzające funduszami inwestycyjnymi przeznaczonymi do sprzedaży w innych państwach członkowskich, czy chroni lokalnych inwestorów i lokalne fundusze inwestycyjne przed konkurencją ze strony funduszy zagranicznych, powodując postępujące różnicowanie nie tylko poziomu ochrony inwestorów, ale także zasad dystrybucji transgranicznej.

Dane zaprezentowane w tabeli 3 pokazują, że dziś niewiele mniejsze niż rynek irlandzki są rynki funduszy inwestycyjnych w Niemczech i we Francji. W przeciwieństwie do Luksemburga i Irlandii w Niemczech i we Francji dominującą rolę odgrywiają fundusze AIF. Jeszcze przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego w krajach tych przeważały fundusze nieruchomości (Francja) i fundusze specjalistyczne przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych (Niemcy). Dziś na obu rynkach zaczynają przeważać fundusze kapitałowe, czyli te, które lokują środki inwestorów na rynku giełdowym i pozagiełdowym. Wzrost popularności tych funduszy jest po części konsekwencją wzrostu zaufania do tego rodzaju funduszy po wprowadzeniu w życie regulującej ich funkcjonowanie dyrektywy AIFM.

Tabela 3. Wartość aktywów netto funduszy UCITS i AIF w latach 2000–2016 w wybranych krajach UE (w mld dolarów US)

	2000	2003	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Francja	854	1 008	1 990	1 591	1 806	1 617	1 787	1 987	2 103	1 940	1 832	1 880
Niemcy	809	829	372	238	318	334	1 465	1 690	1 935	1 847	1 800	1 894
Irlandia	208	362	951	720	861	1 014	1 361	1 613	1 845	2 004	2 052	2 198
Luksemburg	875	953	2 685	1 861	2 294	2 513	2 713	3 145	3 607	3 758	3 817	3 901
Wielka Brytania	543	435	90	505	729	854	944	1 156	1 361	1 501	1 584	1 511

Źródło: *Investment Company Institute Factbook*, edycja 2010 i 2017, www.ici.org [dostęp: 1 grudnia 2017 r.].

Tabela 4. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych otwartych w USA i w Europie oraz ich udział w rynku światowym w latach 2000–2016 (w mld dolarów US)

	2000	2003	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Świat	11 871	14 048	26 131	18 920	22 953	24 699	27 885	31 869	36 331	38 020	38 156	40 364
USA	6 965	7 414	12 001	9 604	11 120	11 821	12 681	14 392	16 724	17 848	17 751	18 868
Europa	3 296	4 592	8 935	6 231	7 546	7 903	10 255	11 915	13 586	13 808	13 739	14 117
Udział USA w światowym rynku FIO	58,67%	52,78%	45,93%	50,76%	48,45%	47,86%	45,48%	45,16%	46,03%	46,94%	46,52%	46,74%
Udział Europy w światowym rynku FIO	27,76%	32,69%	34,19%	32,93%	32,87%	32,00%	36,78%	37,39%	37,39%	36,32%	36,01%	34,97%
Udział TOP2 w światowym rynku FIO	86,44%	85,46%	80,12%	83,69%	81,32%	79,86%	82,25%	82,55%	83,43%	83,26%	82,53%	81,72%

Źródło: jak pod tabelą 3.

Na zakończenie prezentacji dynamiki rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej nie sposób odnieść się do porównania tego rynku do jego największego (i zarazem najważniejszego) konkurenta, jakim są Stany Zjednoczone. Przyznanie jednolitej licencji samym funduszom UCITS i AIF oraz ich zarządzającym, a także stworzenie możliwości transgranicznego łączenia funduszy umożliwiło im konkurowanie nie tylko na rynku wewnątrz Unii Europejskiej, ale poprzez zmniejszenie defragmentacji rynku, którą obserwowano jeszcze przed kryzysem finansowym z lat 2007–2008, także względem rynku amerykańskiego. Jak widać w tabeli 4, w której ze względu na dostępność danych zamieszczono informacje jedynie o funduszach otwartych, wprowadzane w Unii Europejskiej regulacje przyniosły pożądany efekt – udział rynku europejskiego w światowym rynku funduszy inwestycyjnych zwiększył się z niemal 28% w 2000 r., do ok. 33% tuż przed kryzysem i po kryzysie, a w latach 2011–2016 wyniósł średnio już niemal 36,5%.

Z kolei udział w rynku światowym Stanów Zjednoczonych spadł w tym okresie z niemal 59% w 2000 r. do ok. 46% w 2011 r. i w takiej wielkości utrzymuje się do dziś. W głównej mierze spadek znaczenia USA jako dominującego rynku funduszy inwestycyjnych na świecie nastąpił na korzyść właśnie Europy. Oba rynki mają w całym analizowanym okresie największy i niemal niezmienny udział w rynku światowym.

Podsumowanie

Celem regulacji pierwszej i drugiej generacji dotyczących jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej było zbudowanie takich ram instytucjonalnych, które stworzą, a następnie zaostrzą konkurencję na tym rynku, co z kolei miało przyczynić się do spadku kosztów ponoszonych przez inwestorów. Z jednej strony kolejne regulacje miały zmierzać do poprawienia efektywności funkcjonowania spółek zarządzających i funduszy inwestycyjnych, z drugiej zaś – przejrzystość kosztów miała przyczynić się do zwiększenia konkurencji cenowej na rynku i wymuszenia spadku opłat ponoszonych w związku z uczestnictwem w funduszu.

Początkowo zmiany zmierzały do wzmocnienia potencjału spółek zarządzających poprzez rozszerzenie zakresu dopuszczalnych usług i znoszenia barier administracyjnych w dystrybucji transgranicznej. Następnie dokonano uproszczenia optymalizacji działalności w spółkach zarządzających poprzez dopuszczenie transgranicznych połączeń funduszy i łączenia aktywów w celu wspólnego zarządzania (*asset pooling*) i wprowadzenie jednolitej licencji dla spółek zarządzających i depozytariuszy (dyrektywy UCITS IV i AIFM).

Równoległe następowało zwiększenie przejrzystości funkcjonowania funduszy inwestycyjnych dla inwestorów, szczególnie w zakresie ryzyka i kosztów uczestnictwa w funduszu. Powyższe obejmowało uproszczenie dokumentów

udostępnianych inwestorom, np. wprowadzenie w dyrektywie UCITS IV wystandardyzowanych „Kluczowych informacji dla inwestora (KII)” zawierających przejrzystą informację o kosztach i ryzyku. Ostatnim elementem umożliwiającym inwestorom porównanie kosztów i ryzyka pomiędzy funduszami inwestycyjnymi a produktami substytucyjnymi było przyjęcie rozporządzenia w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje dla inwestorów, obejmującego produkty zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne⁴³.

Trudne doświadczenia globalnego kryzysu finansowego z lat 2007–2008 wymusiły ewolucję podejścia do regulacji i ich celu – od nadawania uprawnień podnoszących poziom ochrony inwestorów danego funduszu inwestycyjnego i koncentracji na trójstronnej relacji inwestor–spółka zarządzająca–depozytariusz do holistycznego spojrzenia na rynek finansowy i jego uczestników przez pryzmat bezpieczeństwa systemowego i integralności rynku jako ram dla działania mechanizmów rynkowych mających eliminować nieefektywności tego rynku.

Powyższe nie oznacza rezygnacji z paradygmatów ochrony inwestorów i wzmocnienia jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych. Oznacza jedynie, że od raportu Larosièrè’a (2009) podstawowym celem regulacji było zapewnienie integralności i stabilności rynku w interesie wszystkich jego uczestników poprzez nadzór ostrożnościowy (*risk-based supervision*) i uwypuklenie znaczenia zarządzania ryzykiem inwestycyjnym⁴⁴, które dla zachowania spójności prawodawstwa między krajami członkowskimi wymagały stosowania bezpośrednio rozporządzeń zamiast dyrektyw.

Zapewnienie stabilności i integralności rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej, które są dziś najważniejszym celem regulacji tego rynku, nie byłoby możliwe bez uprzedniego wyposażenia inwestorów w podstawowe uprawnienia i bez stworzenia, a także wzmocnienia ram jednolitego rynku finansowego. To one pozwoliły na rozwój jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych i zwiększenie jego konkurencyjności, tak wewnątrz Unii Europejskiej, jak i poza nią, szczególnie w stosunku do Stanów Zjednoczonych. Otwarta pozostaje kwestia, czy wyznaczone przez ustawodawcę unijnego nowe kierunki rozwoju analizowanego rynku spotkają się z aprobatą jego (chronionych przez prawo) uczestników, nie tylko tych po stronie popytowej, ale i podażowej. Dyrektywa MiFID II jest wciąż wyzwaniem, któremu mogą nie podołać małe spółki zarządzające (w tym polskie, założone przez osoby fizyczne i nie-

⁴³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP), OJ L 352 z 9 grudnia 2014 r., s. 1.

⁴⁴ Zob. art. 12 i 38–45 dyrektywy 2010/43/UE, motywy 3, 14 i 15 dyrektywy MiFID, art. 7 dyrektywy 2006/73/WE, a także motywy 21, 24, 81 i 89 oraz art. 13 (1), 15 i 16 dyrektywy AIFM.

będące częścią dużych grup kapitałowych), nieposiadające wystarczająco rozbudowanej siatki dystrybucji pozwalającej oferować fundusze konkurencyjne pod względem kosztów do funduszy dużych podmiotów, które taką siatkę posiadają. Zdaniem autorów artykułu, o ile ich ewentualne zniknięcie z rynku może być niekorzystne w krótkim okresie, o tyle wcale nie musi być negatywne w okresie dłuższym – dzięki temu liczba zarządzających funduszami podmiotów, jak i samych funduszy w Europie zmniejszy się, a na rynku pozostaną większe podmioty, które będą silniejszym rywalem w konkurencji na rynku globalnym.

Bibliografia

- Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych*, Bruksela 2006, SEC 2006.1451.
- Borowski G., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Borowski G., *Wpływ nowelizacji dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2003, nr 1.
- Commission Working Paper annex to the Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, COM(2005) 314 final.
- Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje – metody oceny – analiza z uwzględnieniem światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Della Negra F., *The effects of the ESMA'S powers on domestic contract law [w:] Regulating and Supervising European Financial Markets*, red. M. Andenas, Zurich 2016.
- EFAMA Investment Fund Industry Fact Sheet October 2017 data*, www.efama.org.
- EFAMA Quarterly Statistical Release*, March 2017, No. 68, www.efama.org.
- EFAMA Trends in European Investment Funds. 2003–2013 Key Facts and Figures*; www.efama.org.
- Investment Company Institute Factbook*, edycja 2010, www.ici.org.
- Investment Company Institute Factbook*, edycja 2017, www.ici.org.
- Lele P.P., Siems M.M., *Shareholder protection: A leximetric approach*, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 324, 2006.
- Miziołek T., Trzebiński A., *Efektywność polskich funduszy inwestycyjnych – przegląd metod i literatury*, „Finanse” 2017, nr 1(10).
- Múlberty P. [w:] *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, red. G. Ferrarini, E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford 2006.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Społecznego i Komitetu Regionów z 8 grudnia 2010 r.: *Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych*, COM(2010) 716 final.
- Pagano M., Volpin P., *Shareholder protection, stock market development, and politics*, „Journal of European Economic Association” 2006, Vol. 4, No. 2–3 (April–May).

- Perez K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, wyd. 2, poprawione i uaktualnione, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012.
- Perez K., *Efektywność funduszy inwestycyjnych. Podejście techniczne i fundamentalne*, Difin, Warszawa 2012.
- Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency*, Bruksela, czerwiec 2006 r.
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, red. R. Mroczkowski, Warszawa 2014.
- Zamojska A., *Efektywność funduszy inwestycyjnych w Polsce. Studium teoretyczno-empiryczne*, CH Beck, Warszawa 2012.

Akty prawne

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2341 z 14 grudnia 2016 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (IORP), OJ L 354 z 23 grudnia 2016 r., s. 37.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, OJ L 173 z 12 czerwca 2014 r., s. 84.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, OJ L 257 z 28 sierpnia 2014 r., s. 186.
- Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, OJ L 241 z 2 września 2006 r., s. 26.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. 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, OJ L 145 z 30 kwietnia 2004 r., s. 1.
- Dyrektywa 2003/41/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 3 czerwca 2003 r. w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami, OJ L 235 z 23 września 2003 r., s. 10.
- Dyrektywa Rady 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, OJ L 141 z 11 czerwca 1993 r., s. 27.
- Dyrektywa Rady 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 (UCITS), OJ L 375 z 31 grudnia 1985 r., s. 3.

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1131 z 14 czerwca 2017 r. w sprawie funduszy rynku pieniężnego, OJ L 169 z 30 czerwca 2017 r., s. 8.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, OJ L 123 z 19 maja 2015 r., s. 98.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP), OJ L 352 z 9 grudnia 2014 r., s. 1.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2013 z 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, OJ L 173 z 12 czerwca 2014 r., s. 1.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 345/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*, OJ L 115 z 25 kwietnia 2013 r., s. 1.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 346/2013 z 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej, OJ L 115 z 25 kwietnia 2013 r., s. 18.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, OJ L 241 z 2 września 2006 r., s. 1.
- Zalecenie Komisji z 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych, OJ L 120 z 15 maja 2009 r., s. 22.