

*Tomasz Miziolek**

RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH STREFY EURO

1. WSTĘP

Fundusze inwestycyjne są obecnie jednym z najbardziej popularnych instrumentów alokacji kapitału w skali globalnej. Wynika to z wielu zalet, jaką ta pośrednia forma inwestowania oferuje klientom indywidualnym oraz instytucjonalnym – poczynając od profesjonalnego zarządzania poprzez możliwość dywersyfikacji lokat i łatwy dostęp do powierzonych kapitałów, a kończąc na wykorzystaniu efektów skali. Jednym z największych rynków funduszy inwestycyjnych na świecie jest rynek europejski (ustępuje pod tym względem jedynie rynkowi amerykańskiemu), dla którego okresem niebywalej prosperity okazały się już lata 90. XX w. Przyjęcie wspólnej europejskiej waluty tylko wzmocniło rozwój tego segmentu rynku finansowego, przyczyniając się do nasilenia procesu przepływu oszczędności (głównie gospodarstw domowych) z banków do funduszy inwestycyjnych.

Podstawową rolę na rynku funduszy inwestycyjnych w Europie odgrywają państwa będące członkami unii gospodarczo-walutowej – ich udział w całym rynku europejskim (mierzony wartością aktywów netto funduszy) wynosi około 80%. Celem autora niniejszego artykułu jest zaprezentowanie podstawowych informacji na temat otoczenia prawnego, w jakim funkcjonują fundusze inwestycyjne, przeanalizowanie rozwoju rynku funduszy strefy euro w latach 1999–2010 oraz wskazanie najważniejszych czynników, które będą determinować jego kształt w przyszłości.

2. REGULACJE PRAWNE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W UNII EUROPEJSKIEJ¹

2.1. Ewolucja zmian prawnych

Pierwszym aktem prawnym regulującym funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Europejskiej Wspólnocie Gospodarczej była dyrektywa Rady Wspólnoty

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, UŁ.

¹ W niniejszym punkcie został dokonany przegląd ram prawnych, w jakich funkcjonują fundusze inwestycyjne w Unii Europejskiej – tym samym przepisy te dotyczą także wszystkich państw należących do strefy euro.

Europejskiej 85/611/EWG z dnia 20.12.1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (*Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*). Dyrektywa ta (określana powszechnie jako UCITS I) była w kolejnych latach wielokrotnie nowelizowana. Do najistotniejszych zmian należały dwie nowelizacje z 2002 r.: dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21.01.2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (tzw. *Management Directive*) oraz dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21.01.2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w odniesieniu do inwestycji UCITS (tzw. *Product Directive*)². Znowelizowaną w ten sposób dyrektywę Rady 85/611/EWG przyjęło się określać mianem dyrektywy UCITS III.

Wkrótce po przyjęciu dyrektyw na forum unijnym rozpoczęto dyskusję na temat kolejnych zmian prawnych dotyczących UCITS. Jej pierwszym rezultatem były dwa opracowania o charakterze konsultacyjnym opublikowane w lipcu 2005 r. i w listopadzie 2006 r. przez Komisję Europejską: *Zielona księga w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych* (*Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*) oraz *Biała księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych* (*White Paper on enhancing the single market framework for investment funds*)³.

W efekcie prowadzonych kilka lat prac legislacyjnych (wraz z którymi równolegle prowadzone były prace grup eksperckich oraz paneuropejskie publiczne konsultacje dotyczące proponowanych zmian) w latach 2009–2011 przyjęto kolejne przepisy (w tym dwie dyrektywy poziomu pierwszego), które obecnie wyznaczają podstawowe ramy prawne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej⁴. Podstawowe znaczenie mają dwie dyrektywy: Dyrektywa

² Przegląd zmian prawnych w obszarze instytucji wspólnego inwestowania w Europie znaleźć można m.in. w: S. Antkiewicz, *Ewolucja regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania funkcjonujących w Europie*, [w:] J. Bilski (red.), *Unia Europejska w gospodarce światowej*, Wyd. UŁ, Łódź 2007.

³ Więcej informacji na temat tych dokumentów można znaleźć w: T. Miziołek, *Zielona Księga dla rynku funduszy w UE*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 10, s. 9697 oraz T. Miziołek, *Biała Księga poprawi efektywność*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2, s. 81–83.

⁴ Należy dodać, iż w międzyczasie (tj. w latach 2004–2008) uchwalono cztery inne dyrektywy, które zmieniały niektóre postanowienia dyrektywy UCITS III. Dwie z nich to dyrektywy „systemowe”, które niejako przy okazji modyfikowały dyrektywę UCITS (dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.04.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych – tzw. dyrektywa MiFID i dyrektywa 2005/1/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 9.03.2005 r.). Dwie kolejne dyrektywy w niewielkim stopniu modyfikowały samą dyrektywę UCITS III – były to: dyrektywa Komisji 2007/16/WE z 19.03.2007 r. dotycząca wyjaśnienia niektórych definicji oraz

Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE dotycząca „klasycznych” funduszy inwestycyjnych (UCITS) oraz dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/EU dotycząca alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AIFs)⁵.

2.2. Dyrektywa UCITS IV

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13.07. 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities*) (zwana dyrektywą UCITS IV) reguluje działalność instytucji wspólnego inwestowania w 27 państwach członkowskich Unii Europejskiej od 1.07. 2011 r.⁶

Dyrektywa, poza zdefiniowaniem podmiotów typu UCITS i wyznaczeniem jej przedmiotu oraz zakresu obowiązywania, określa przede wszystkim:

- zasady udzielania zezwoleń na prowadzenie działalności przez UCITS,
- obowiązki dotyczące spółek zarządzających, spółek inwestycyjnych (w tym m.in. warunki podejmowania przez nie działalności oraz warunki prowadzenia działalności) i depozytariusza,
- zasady łączenia UCITS,
- obowiązki dotyczące polityki inwestycyjnej UCITS,
- zasady funkcjonowania funduszy podstawowych i powiązanych,
- obowiązki informacyjne wobec inwestorów,
- zasady wprowadzania przez UCITS tytułów uczestnictwa do obrotu w krajach UE innych niż ich siedziba.

Ponadto przepisy dyrektywy wyznaczają ogólne obowiązki UCITS (m.in. w zakresie zaciągania pożyczek, zasad odkupywania (umarzania) tytułów uczestnictwa) oraz wskazują organy w państwach członkowskich UE odpowiedzialne za wydawanie zezwoleń na działalność ww. podmiotów i zasady sprawowania nadzoru nad tymi podmiotami.

Artykuł 1 ust. 2 dyrektywy definiuje przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*undertaking for collective investment in transferable securities – UCITS*) jako przedsiębiorstwo:

- którego jedynym celem jest zbiorowe inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe lub w inne płynne aktywa finansowe, kapitału pochodzącego od obywateli i które działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka oraz

dyrektywa 2008/18/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 dotycząca uprawnień wykonawczych przyznanych Komisji.

⁵ Dyrektywa ta zmodyfikowała także m.in. niektóre przepisy dyrektywy 2009/65/WE.

⁶ Tego dnia przestała obowiązywać dyrektywa 85/611/EWG.

• którego jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarzane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw [...].

Z powyższego wynika, że najważniejszymi cechami podmiotów, których działalność reguluje dyrektywa są:

• otwartość – fundusze muszą emitować tytuły uczestnictwa i dokonywać ich umorzenia na żądanie uczestnika⁷ (dyrektywa nie obejmuje zatem funduszy typu zamkniętego);

• publiczność – fundusze są zobowiązane oferować tytuły uczestnictwa w sposób publiczny (zakresem przedmiotowym dyrektywy nie jest objęty fundusz, który zbiera środki w sposób niepubliczny oraz fundusz oferujący tytuły uczestnictwa w sposób publiczny ale wyłącznie w krajach spoza Unii);

• wyłącznym celem działalności funduszu musi być inwestowanie w zbywalne papiery wartościowe lub w inne płynne aktywa finansowe (dyrektywa nie obejmuje funduszy, których polityka inwestycyjna i kredytowa jest sprzeczna z przepisami w niej zawartymi)⁸;

• rozproszenie lokat – fundusz powinien opierać swoją politykę inwestycyjną za zasadzie redukcji ryzyka, głównie poprzez dywersyfikację lokat⁹.

UCITS mogą mieć konstrukcję tzw. funduszy parasolowych (*umbrella funds*), tzn. mogą się one składać z wielu subfunduszy.

Przedsiębiorstwa regulowane przez dyrektywę UCITS mogą być tworzone na podstawie prawa zobowiązaniowego jako wspólne fundusze (*common funds*) zarządzane przez spółki zarządzające (*management companies*), na podstawie prawa powierniczego jako fundusze powiernicze (*unit trusts*), albo na podstawie statutu jako fundusze inwestycyjne (*investment companies*).

Dyrektywa określa warunki podejmowania działalności przez spółki zarządzające (*management companies*), które zarządzają wymienionymi formami prawnymi UCITS. W szczególności zawiera ona postanowienia, które zapewniają we wszystkich państwach członkowskich UE równoważne zasady dostępu do rynku i warunki działania spółek zarządzających, a także wymogi kapitałowe

⁷ Należy dodać, iż zasada umarzalności na każde żądanie nie jest bezwzględna – dyrektywa przewiduje możliwość zawieszenia umarzania (odkupywania) tytułów uczestnictwa na podstawie decyzji funduszu, uzasadnionej nadzwyczajnymi okolicznościami i podjętej w interesie uczestników (tryb postępowania w takiej sytuacji powinien być określony w przepisach prawa, regulaminie funduszu lub statucie spółki inwestycyjnej), bądź na podstawie decyzji organu nadzoru podjętej w interesie uczestników lub w interesie publicznym.

⁸ W rozumieniu dyrektywy zbywalne papiery wartościowe to akcje spółek i inne papiery wartościowe równoważne akcjom spółek, obligacje i inne formy papierów dłużnych oraz pozostałe zbywalne papiery wartościowe, które uprawniają do nabywania wszelkich takich zbywalnych papierów wartościowych przez subskrypcję lub zamianę. Natomiast przez płynne aktywa finansowe rozumie się spełniające określone warunki: jednostki UCITS, lokaty w instytucjach kredytowych, finansowe instrumenty pochodne oraz instrumenty rynku pieniężnego.

⁹ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 40–41.

dotyczące tych spółek. Dyrektywa zawiera także postanowienia, które regulują kwestie tworzenia oddziałów i swobodnego świadczenia usług przez spółki zarządzające w państwach członkowskich innych niż macierzyste państwo członkowskie spółki – na zasadzie wzajemnego uznawania zezwoleń.

Istotną nowością wprowadzoną przez dyrektywę UCITS IV w tym zakresie jest wprowadzenie europejskiego paszportu dla firm zarządzających UCITS (*management company passport*). Umożliwienie spółkom zarządzającym funduszami UCITS, które posiadają odpowiednią zgodę organu nadzoru w jednym kraju UE, zarządzania funduszami w innych państwach członkowskich (bez konieczności ustanawiania na terytorium tych państw dodatkowego podmiotu, reprezentanta lub punktu kontaktowego) może w przyszłości w zasadniczy sposób zmienić kształt europejskiego rynku zarządzania aktywami, w szczególności rynku funduszy adresowanych do klientów indywidualnych. Dotychczas bowiem spółki zarządzające stanowiące część dużych międzynarodowych grup kapitałowych, które chciały oferować bezpośrednio swoje produkty finansowe w innych krajach Unii, najczęściej sprzedawały swoje fundusze poza krajem macierzystym przy wykorzystaniu procedury notyfikacji lub decydowały się na utworzenie spółki-córki w innym państwie¹⁰. Obecnie fundusze UCITS zarejestrowane w różnych krajach mogą być zarządzane przez jedną spółkę mającą siedzibę w innym państwie członkowskim, gdzie panują najkorzystniejsze pod względem organizacyjnym, instytucjonalnym, podatkowym, jak i regulacyjnym warunki do prowadzenia tego rodzaju działalności – dotyczy to zwłaszcza Luksemburga oraz Irlandii¹¹.

Dyrektywa zobowiązuje kraje członkowskie UE do licencjonowania działalności funduszy, a także nakazuje przechowywanie ich aktywów w bankach pełniących funkcje depozytariuszy (*depository*) określając przy tym zasady ich funkcjonowania. Zezwolenia na działalność funduszu wydaje właściwy organ władzy państwowej wyznaczony przez kraj członkowski. Dyrektywa zakłada, że fundusze zarządzane są w oparciu o przepisy państwa, w którym są zarejestrowane i podlegają kontroli tamtejszych organów nadzorczych.

Nowym zagadnieniem, które zostało uregulowane przez dyrektywę UCITS IV, jest łączenie i przejmowanie funduszy UCITS. Wprowadzenie tych przepisów umożliwia zarówno krajowe jak i transgraniczne łączenie podmiotów, o ile posiadają status UCITS (dotyczy to zarówno funduszy jak i subfunduszy, niezależnie od ich formy prawnej). Łączenie krajowe (*domestic merger*) oznacza łączenie UCITS

¹⁰ Więcej informacji na ten temat można znaleźć w: T. Miziołek, *Zmiany regulacyjne na rynku instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej i ich potencjalny wpływ na funkcjonowanie rynku finansowego*, [w:] J. Bilski, E. Feder-Sempach (red.), *Wybrane problemy funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.

¹¹ Więcej informacji na ten temat rynku funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu i Irlandii można znaleźć m.in. w: T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu*, [w:] J. Bilski (red.), *Unia Europejska...* oraz D. Krupa, *Irlandzkie Qualifying Investor Funds*, [w:] *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. XLIV, z. 2.

mających siedzibę w tym samym państwie członkowskim UE, natomiast łączenie transgraniczne (*cross-border merger*) oznacza łączenie się UCITS, z których co najmniej dwa mają siedzibę w różnych państwach członkowskich UE lub też mających siedzibę w tym samym państwie członkowskim UE w nowo utworzone UCITS mające siedzibę w innym państwie członkowskim UE. Dyrektywa UCITS IV przewiduje trzy modele łączenia: przejęcie funduszu przez inny fundusz, utworzenie nowego funduszu oraz amalgamację (transfer aktywów netto do innego funduszu). Szczególnie istotna jest możliwość przeprowadzania łączeń transgranicznych, które pozwalają na łączenie funduszy w ramach międzynarodowych grup kapitałowych, co z kolei powinno być kolejnym krokiem na drodze zwiększenia skali działalności spółek zarządzających, a tym samym poprawy ich efektywności¹².

Główną zasadą polityki inwestycyjnej funduszu jest lokowanie środków w papiery wartościowe oraz inne płynne aktywa finansowe. Dyrektywa określa szczegółowo, jakie wymogi te instrumenty finansowe muszą spełnić, aby mogły się stać się przedmiotem lokat funduszu UCITS. Ponadto wyznacza ona inne reguły podporządkowane wymogom bezpieczeństwa, na których podstawie powinien być tworzony portfel inwestycyjny funduszu. Chodzi tu np. o określenie maksymalnego poziomu zaangażowania funduszu w określony rodzaj aktywów i w papiery wartościowe jednego emitenta, czy też o wyszczególnienie instrumentów w które fundusz nie może inwestować. Dyrektywa zobowiązuje też spółkę zarządzającą do stosowania odpowiedniego procesu zarządzania ryzykiem oraz wymaga, aby aktywami funduszy zarządzały osoby posiadające odpowiednie kwalifikacje.

W dyrektywie UCITS IV po raz pierwszy znalazły się zapisy pozwalające na tworzenie modeli funduszy podstawowych i powiązanych (*master-feeder*). Konstrukcja ta polega na tym, że spółka zarządzająca tworzy grupę funduszy, składającą się z jednego funduszu (subfunduszu) podstawowego (*master*) i jednego lub wielu funduszy (subfunduszy) powiązanych (*feeder*). Fundusz podstawowy może zbywać emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa wyłącznie związanym ze sobą funduszom powiązanym, te zaś inwestują co najmniej 85% swoich aktywów w tytuły uczestnictwa funduszu podstawowego (fundusz powiązany może inwestować tylko w tytuły uczestnictwa jednego funduszu podstawowego); pozostałe 15% aktywów może być lokowane w aktywa płynne lub instrumenty pochodne w celu zabezpieczenia. Rozwiązanie to także ma służyć obniżeniu kosztów i usprawnieniu prowadzenia operacji przez UCITS¹³.

Podstawowe obowiązki informacyjne ciążyące na spółce zarządzającej funduszem polegają na sporządzaniu jego prospektu emisyjnego, sprawozdań okresowych oraz kluczowej informacji dla inwestorów. Prospekt musi zawierać informacje niezbędne inwestorom w celu wyrobienia sobie poglądu na temat

¹² Szczegółowe przepisy określające zasady łączenia UCITS zawiera dyrektywa wykonawcza 2010/42/UE.

¹³ Szczegółowe przepisy określające zasady funkcjonowania funduszy podstawowych i powiązanych zawiera dyrektywa wykonawcza 2010/42/UE.

proponowanych im inwestycji, a w szczególności ryzyka z nimi związanego. W związku z tym powinno się w nim znaleźć jasne i zrozumiałe wyjaśnienie profilu ryzyka funduszu. Prospekt emisyjny winien ponadto wskazywać, w które kategorie aktywów UCITS może inwestować oraz informować, czy fundusz może zawierać transakcje finansowymi instrumentami pochodnymi¹⁴.

Spółka jest także zobowiązana do sporządzania i publikowania w określonych terminach sprawozdania rocznego za każdy rok obrotowy oraz sprawozdania półrocznego dla każdego z zarządzanych przez siebie funduszy¹⁵. Prospekty emisyjne oraz sprawozdania okresowe są przekazywane właściwym organom macierzystego państwa członkowskiego UCITS oraz udostępniane inwestorom na trwałym nośniku informacji lub za pośrednictwem strony internetowej (na wniosek inwestora także w formie drukowanej).

Kluczowa informacja dla inwestorów (*Key Investor Information* – KII) jest nowym dokumentem wprowadzonym dyrektywą UCITS IV, mającym charakter zbliżony do skrótu prospektu informacyjnego. Powinien być to krótki dokument (objętość nie większa niż dwie strony A4) napisany językiem przystępnym dla przeciętnego inwestora i dostarczany mu nieodpłatnie przed nabyciem tytułów uczestnictwa, zawierający tylko najważniejsze informacje o funduszu UCITS, niezbędne do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Powinny się w nim znaleźć jedynie: nazwa funduszu i spółki zarządzającej, krótki opis celów inwestycyjnych i polityki inwestycyjnej, prezentacja historycznych wyników, informacja o kosztach, opłatach i prowizjach oraz określenie profilu zysku/ryzyka inwestycji w fundusz (według syntetycznego wskaźnika w skali od 1 do 7) wraz z wyjaśnieniem opisowym¹⁶. Ujednolicona forma KII dla UCITS w całej UE ma pozwolić inwestorom na porównywanie produktów z różnych krajów, o różnej polityce inwestycyjnej i odmiennej konstrukcji prawnej¹⁷.

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 w tym państwie członkowskim, w którym znajduje się siedziba UCITS. Zezwolenie takie umożliwia prowadzenie działalności we wszystkich państwach Unii Europejskiej zgodnie z zasadą jednolitej licencji (*single passport*), bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie w każdym kraju. Dyrektywa UCITS IV istotnie uprościła

¹⁴ Informacje dotyczące minimalnej zawartości prospektu emisyjnego zawiera załącznik I, tab. A dyrektywy.

¹⁵ Informacje dotyczące minimalnej zawartości sprawozdań okresowych zawiera załącznik I, tab. B dyrektywy.

¹⁶ Szczegółowe wymogi dotyczące formy, układu i zawartości tego dokumentu reguluje Rozporządzenie Komisji UE 583/2010.

¹⁷ Dyrektywa 2009/65/WE UCITS IV – wyzwania dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, Komisja Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/spotkanieTFI.html, s. 4–5 (dostęp 24.06.2011 r.).

i skróciła obowiązującą wcześniej procedurę notyfikacji UCITS pomiędzy organami nadzoru w państwie macierzystym i w państwie goszczącym. Uproszczenie procesu notyfikacji polegało na ograniczeniu lub usunięciu zbędnych procedur administracyjnych – nowy sposób notyfikacji opiera się na szybkiej, elektronicznej komunikacji pomiędzy organami nadzoru oraz na ujednoliconej dokumentacji¹⁸. Z kolei w efekcie skrócenia procedury notyfikacji obecnie od momentu zgłoszenia przez fundusz zamiaru zbywania tytułów uczestnictwa na terytorium innego państwa członkowskiego UE do uzyskania tego prawa nie może upłynąć więcej niż 10 dni. Konsekwencją przyjęcia tych rozwiązań powinien być wzrost liczby funduszy transgranicznych oferowanych klientom w Unii Europejskiej.

2.3. Dyrektywy i rozporządzenia wykonawcze dyrektywy UCITS IV

W dyrektywie UCTS IV znalazły się zapisy zobowiązujące Komisję Europejską do przyjęcia aktów prawnych mających na celu sprecyzowanie niektórych zwartych w niej postanowień (przepisy poziomu drugiego). W konsekwencji w 2010 r. Komisja przyjęła dwie dyrektywy wykonawcze oraz dwa przepisy wykonawcze (rozporządzenia), które uszczegóławiają niektóre zapisy dyrektywy 2009/65/EC.

Dyrektywy wykonawcze to:

- dyrektywa Komisji 2010/42/UE z dnia 1.07.2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie niektórych przepisów dotyczących łączenia funduszy, modeli funduszy podstawowych i powiązanych oraz procedury powiadamiania (*Commission Directive 2010/42/EU implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards certain provisions concerning fund mergers, master-feeder structures and notification procedure*);

- dyrektywa Komisji 2010/43/UE z dnia 1.07.2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą (*Commission Directive 2010/43/EU implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company*).

Transpozycja przepisów obu tych dyrektyw do porządku prawnego państw członkowskich UE powinna była nastąpić do końca czerwca 2011 r.

Z kolei szczegółowe przepisy wykonawcze obejmują:

- Rozporządzenie Komisji (UE) 583/2010 z dnia 1.07.2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie

¹⁸ Szczegółowe przepisy w tym zakresie zawiera dyrektywa wykonawcza 2010/42/UE.

kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które należy spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów lub prospektu emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej (*Commission Regulation (EU) 583/2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards key investor information and conditions to be met when providing key investor information or the prospectus in a durable medium other than paper or by means of a website*).

- Rozporządzenie Komisji (UE) 584/2010 z dnia 1.07.2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie formatu i treści standardowego powiadomienia w formie pisemnej i zaświadczenia dotyczącego UCITS, wykorzystania łączności elektronicznej przez właściwe organy do celów powiadamiania oraz w zakresie procedur dotyczących kontroli na miejscu i dochodzeń oraz wymiany informacji między właściwymi organami (*Commission Regulation (EU) 584/2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards the form and content of the standard notification letter and UCITS attestation, the use of electronic communication between competent authorities for the purpose of notification, and procedures for on-the-spot verifications and investigations and the exchange of information between competent authorities*).

Oba rozporządzenia stosuje się od 1.07.2011 r.

1.4. Dyrektywa AIFMs

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (*Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010*) (zwana dalej dyrektywą AIFMs) weszła w życie 21.07.2011 r.¹⁹ Jej przepisy mają zostać zaimplementowane przez kraje członkowskie UE do 22.07.2013 r.

Dyrektywa AIFMs określa zharmonizowane zasady dotyczące zezwoleń, bieżącej działalności i przejrzystości zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), bez względu na ich formę prawną, którzy zarządzają alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI) (niezależnie czy są to fundusze otwarte czy zamknięte i na mocy jakiego prawa zostały utworzone) lub wprowadzają je do obrotu na terenie Unii Europejskiej. Dotyczy ona zarówno ZAFI z UE, którzy zarządzają AFI z Unii lub AFI spoza Unii, jak też ZAFI spoza UE, którzy

¹⁹ Aktualnie w ramach ESMA (*European Securities and Markets Authority*) trwają prace nad środkami poziomemu drugiego do dyrektywy.

zarządzają AFI z Unii oraz AFI spoza Unii, przy czym w tym ostatnim przypadku dotyczy to jedynie funduszy wprowadzanych do obrotu w Unii.

Spod zakresu dyrektywy wyłączone są niektóre organizacje ponadnarodowe (Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Fundusz Inwestycyjny), krajowe banki centralne, jak również podmioty państwowe oraz inne zarządzające funduszami wspomagającymi opiekę społeczną i system ubezpieczeń. Dyrektywa nie dotyczy ponadto instytucji zarządzających pracowniczymi programami emerytalnymi (*Institutions for Occupational Retirement Provisions* – IORPs), o ile nie zarządzają one AFI, podmiotów sekuryzacyjnych (*Securitization Special Purpose Vehicles* – SSPVs), podmiotów zarządzających funduszami pracowniczymi oraz określonych spółek holdingowych²⁰.

Bardzo istotnym postanowieniem dyrektywy AIFMs, w szczególności dla mniejszych funduszy alternatywnych, jest tzw. wyjątek *de minimis*, zgodnie z którym ZAFI zarządzający AFI nie stosującymi dźwigni finansowej oraz w których prawo wykupu może nie być stosowane przez pierwszych pięć lat od utworzenia funduszu, są wyłączeni spod jej zakresu o ile łączna wartość zarządzanych aktywów nie przekracza 500 mln euro. W przypadku ZAFI zarządzających AFI, które stosują dźwignię finansową lub prawo wykupu w ciągu pierwszych pięciu lat, wartość aktywów w portfelu nie może być wyższa niż 100 mln euro. Zarządzający, którzy spełniają te wymagania, muszą się zarejestrować w swoim państwie macierzystym i podlegają określonym w dyrektywie obowiązkom informacyjnym²¹.

Artykuł 4 ust. 1 dyrektywy definiuje alternatywne fundusze inwestycyjne jako przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (w tym subfundusze takich przedsiębiorstw), które pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów oraz nie potrzebują zezwolenia na mocy art. 5 dyrektywy 2009/65/WE²² (tzn. nie objęte zakresem dyrektywy UCITS). Do sektora AFI zaliczyć należy zatem wszelkiego rodzaju fundusze zamknięte, fundusze *private equity* i *venture capital*, fundusze hedgingowe, fundusze inwestujące na rynku nieruchomości, surowców oraz fundusze inwestycji infrastrukturalnych. Celem przyjęcia dyrektywy było zatem rozszerzenie dotychczasowych regulacji i nadzoru (obejmujących tylko fundusze otwarte o relatywnie „bezpiecznej” polityce inwestycyjnej) na wszystkie podmioty i każdy typ działalności, który wiąże się ze znacznym ryzykiem.

W dyrektywie AIFMs, oprócz określenia zakresu jej stosowania, zwolnień i najważniejszych definicji, znalazły się przede wszystkim zapisy regulujące:

- zasady udzielania i cofania zezwoleń na prowadzenie działalności przez ZAFI (dotyczące m.in. kapitału założycielskiego i funduszy własnych),

²⁰ J. Nowacki, *Zarządzający AFI z europejskim paszportem*, „Miesięcznik Kapitałowy” 2011, nr 7–8, s. 53.

²¹ Tamże.

²² Chodzi tu o zezwolenie na prowadzenie działalności przez UCITS wydane przez właściwe organy jego państwa członkowskiego.

- warunki prowadzenia działalności przez ZAFI (w tym m.in. odnośnie wynagrodzeń, zarządzania ryzykiem i zarządzania płynnością oraz depozytariusza),
- wymogi dotyczące przejrzystości (m.in. w zakresie sprawozdania rocznego, ujawniania informacji inwestorom i obowiązków sprawozdawczych wobec właściwych organów),
- funkcjonowanie ZAFI zarządzających szczególnymi typami AFI (w tym AFI stosującymi dźwignię finansową i AFI przejmującymi kontrolę nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanymi i emitentami),
- wprowadzanie przez ZAFI z Unii Europejskiej AFI do obrotu i zarządzanie nimi w Unii (zarówno w rodzimym państwie członkowskim ZAFI, jak też w innych państwach członkowskich UE),
- wprowadzanie AFI do obrotu wśród inwestorów detalicznych (tzn. innych niż inwestorzy branżowi²³),
- działalność ZAFI i AFI z krajów trzecich (przepisy dotyczące m.in.: ZAFI z UE zarządzających AFI spoza UE, wprowadzania w państwach członkowskich UE AFI spoza UE zarządzanych przez ZAFI z UE (w systemie paszportu lub bez paszportu), wprowadzania do obrotu w Unii AFI z UE przez ZAFI spoza UE (w systemie paszportu), wprowadzania do obrotu w Unii AFI spoza Unii zarządzanych przez ZAFI spoza UE (w systemie paszportu), wprowadzania do obrotu w Unii AFI zarządzanego przez ZAFI spoza UE oraz warunków zarządzania przez ZAFI spoza Unii AFI mającymi siedzibę w innych państwach członkowskich UE niż państwo członkowskie odniesienia)²⁴.

3. WIELKOŚĆ I STRUKTURA RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W STREFIE EURO W LATACH 1999–2010

3.1. Aktywa funduszy

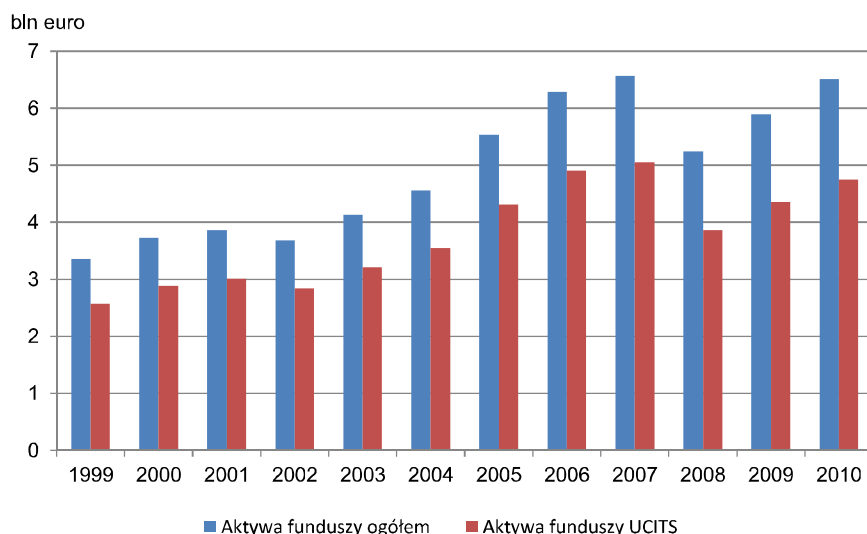
Od momentu powstania unii gospodarczo-walutowej w 1999 r. do końca 2010 r. wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych (według danych EFAMA – *European Funds and Asset Management Association*) w państwach należących do strefy euro²⁵ zwiększyła się blisko dwukrotnie (o 94,3%) z poziomu 3,35 bln euro w końcu 1999 r. do 6,51 bln euro w końcu 2010 r. Rynek funduszy w strefie euro rośł

²³ Według dyrektywy inwestor branżowy to każdy inwestor, którego uznaje się za klienta branżowego lub który na żądanie może być traktowany jak klient branżowy w rozumieniu załącznika II do dyrektywy 2004/39/WE (dyrektywy MiFID).

²⁴ Bliższe informacje odnośnie wyszczególnionych powyżej zagadnień nie będą prezentowane z uwagi na ograniczoną objętość artykułu.

²⁵ Dane zamieszczone w punktach 3.1 i 3.2 dotyczą Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Włoch, Luksemburga, Holandii, Portugalii, Hiszpanii (w latach 1999–2010), Grecji (w latach 2001–2010), Słowenii (w latach 2007–2010) oraz Słowacji (w latach 2009–2010). Brak danych o rynku funduszy inwestycyjnych na Cyprze i na Maltcie.

w tym okresie niemal nieprzerwanie – jedynie w latach 2002 i 2008 odnotowano spadek wartości środków finansowych ulokowanych w funduszach inwestycyjnych (odpowiednio o 4,5% i 20,1%). Było to spowodowane bessą panującą wówczas na światowych parkietach – indeks MSCI Europe (w USD) zniżkował w tych latach odpowiednio o 20,0% i 47,9%. W pozostałych latach wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w strefie euro zwiększała się, przy czym dynamika tego wzrostu była mocno zróżnicowana. Najwyższą – 21,5% i 13,7% – odnotowano w latach 2005 i 2006, czyli w okresie bardzo dobrej koniunktury na rynku akcji. Najwolniej natomiast rosły aktywa funduszy w latach 2001 i 2007 (odpowiednio 3,6% i 4,4%), co i tak należy uznać za bardzo dobry wynik biorąc pod uwagę giełdowe spadki na europejskich parkietach w tych okresach (np. indeks MSCI Europe zniżkował w 2001 r. o 21,3%). Rekordową wartość aktywów rynek funduszy w strefie euro osiągnął w końcu 2007 r. (6,56 bln euro)²⁶. Po wyraźnym spadku w roku 2008, w dwóch następnych latach nastąpił ponowny wzrost wielkości tego rynku, wskutek czego w końcu analizowanego okresu (tj. w końcu 2010 r.) poziom aktywów był niższy od rekordowego rezultatu jedynie o 0,8%.



Rysunek 1. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych ogółem i funduszy UCITS w państwach należących do strefy euro w latach 1999–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Niemal identyczne tendencje panowały na rynku funduszy UCITS, tj. na rynku funduszy adresowanych głównie do klientów indywidualnych (stanowił on

²⁶ Biorąc pod uwagę dane roczne. Uwzględniając dane kwartale najwyższą wartość aktywów odnotowano w końcu II kwartału 2007 r. (6,76 bln euro).

– w zależności od okresu – od 73% do 78% rynku funduszy ogółem). Najlepszymi latami dla tego segmentu rynku funduszy inwestycyjnych strefy euro były lata 2005 i 2006 (miał wówczas miejsce wzrost aktywów o 21,4% i 13,8%), zaś najgorszymi lata 2002 i 2008 (spadek aktywów o 5,5% i 23,6%). Skala wzrostu wartości aktywów netto w całym analizowanym okresie była jednak w tym przypadku nieco niższa niż na rynku funduszy inwestycyjnych ogółem (85,1%), co było spowodowane dwoma czynnikami: większym spadkiem aktywów w 2008 r. (23,6% wobec 20,1%) oraz wolniejszym „odbudowywaniem się” rynku funduszy detalicznych w dwóch kolejnych latach (23,0% wobec 24,2% w przypadku całego rynku funduszy). W efekcie w końcu 2010 r. wartość aktywów ulokowanych w funduszach UCITS w krajach wchodzących w skład strefy euro wynosiła 4,75 bln euro (to wynik o 6,0% gorszy od rekordowego poziomu odnotowanego w końcu 2007 r.).

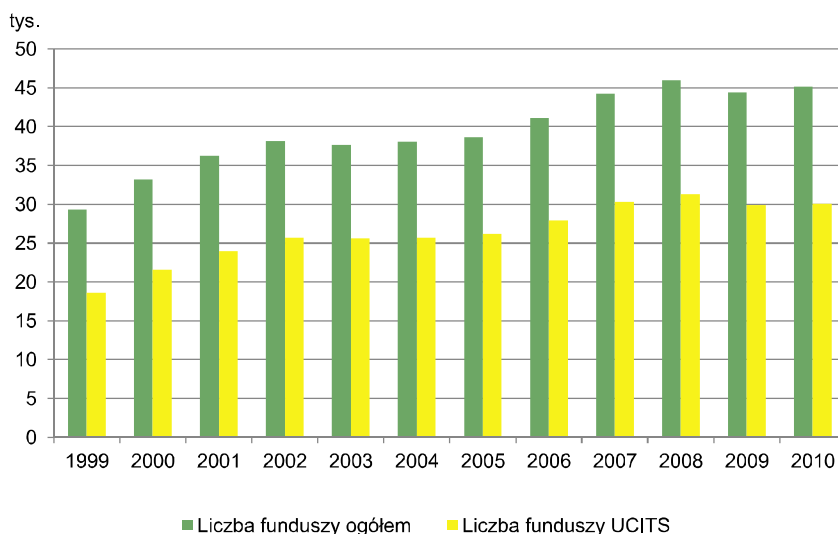
3.2. Liczba funduszy

Podobnie jak w przypadku wartości zarządzanych aktywów, także pod względem liczby zarządzanych funduszy lata 1999–2010 dla rynku funduszy inwestycyjnych strefy euro były bardzo udane. W analizowanym okresie liczba funduszy zwiększyła się o 15,8 tys. – z 29,3 tys. w końcu 1999 r. do 45,1 tys. w końcu 2010 r. (rekordowy poziom – 46,0 tys. – można było zaobserwować w końcu 2008 r.). Dynamika przyrostu wyniosła 54,1%, była zatem wyraźnie niższa niż w przypadku wartości zarządzanych aktywów. Mniejsze były jednak też wahania (rok do roku) liczby funkcjonujących funduszy – tylko w raz w tym okresie przekroczyły one 10%.

Mimo stale rosnącej oferty funduszy inwestycyjnych w krajach należących do strefy euro (w ujęciu brutto), dwukrotnie – w roku 2003 i 2009 – liczba zarejestrowanych funduszy (w ujęciu netto, czyli biorąc pod uwagę zarówno nowo powstające podmioty, jak i fundusze likwidowane lub łączone) zmniejszyła się – odpowiednio o 1,2% i 3,4% (w pierwszym przypadku dotyczyło to głównie funduszy nie podlegających dyrektywie UCITS, natomiast w drugim przede wszystkim funduszy UCITS). Te stosunkowo rzadko spotykane zjawiska wynikały z racjonalizacji oferty funduszy przez firmy zarządzające po okresach dekonunktury na europejskim rynku finansowym (lata 2001–2002 i rok 2008). Głębokie giełdowe spadki sprawiały bowiem, iż część dotąd dobrze prosperujących podmiotów nagle straciła istotną część aktywów, zarówno z uwagi na spadające wyceny papierów wartościowych znajdujących się w ich portfelach, jak też z powodu ujemnego salda nabyć i umorzeń tytułów uczestnictwa (dotyczyło to zwłaszcza funduszy akcyjnych i mieszanych (hybrydowych)). To z kolei albo automatycznie skutkowało (ale z pewnym opóźnieniem) likwidacją funduszy, albo łączeniem mniejszych podmiotów z większymi²⁷.

²⁷ Fundusze inwestycyjne mają często określony w swoich statutach minimalny poziom aktywów, którego przekroczenie (w dół) upoważnia firmę zarządzającą do jego likwidacji lub do

Ścisły związek liczby zarządzanych funduszy z koniunkturą panującą na rynku finansowym (w szczególności na rynku akcji) widać wyraźnie także w latach, kiedy dynamika przyrostu liczby zarządzanych funduszy była największa, tj. w latach 2000–2001 (odpowiednio 13,2% i 9,4%) oraz 2006–2007 (odpowiednio 6,3% i 7,5%). Były to okresy, w których nastroje panujące na giełdach były bardzo korzystne (początek roku 2000 oraz rok 2006 i pierwsza połowa roku 2007), co w oczywisty sposób sprzyjało tworzeniu nowych produktów i oferowaniu ich klientom. Jednak nawet w okresach zaraz po nich następujących (tj. w drugiej połowie 2000 r., w roku 2001 oraz w drugiej połowie 2007 r.), podczas których mieliśmy już co prawda do czynienia z pogorszeniem koniunktury, z uwagi na efekt inercji (spowodowany często barierami prawno-administracyjnymi), na rynku wciąż pojawiały się nowe fundusze, zaprojektowane jeszcze w okresie hossy.



Rysunek 2. Liczba funduszy inwestycyjnych ogółem i funduszy UCITS w państwach należących do strefy euro w latach 1999–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EFAMA.

Podobne zjawiska można było zaobserwować w segmencie funduszy UCITS (odpowiadały one za ok. 63–68% całego rynku funduszy w strefie euro pod względem liczby funkcjonujących podmiotów). Także i w tym przypadku w całym okresie nastąpił bardzo znaczący wzrost liczby działających funduszy – z 18,6

połączenia z innym funduszem, z uwagi na zbyt niskie aktywa, które sprawiają że staje się on nierentowny (wynagrodzenie za zarządzanie pobierane przez firmę zarządzającą nie pokrywa kosztów działalności funduszu).

tys. w końcu 1999 r. do 30,1 tys. w końcu analizowanego okresu (czyli o 61,5%). Zdecydowanie najlepsze pod tym względem okazały się lata 2000, 2001 i 2007 – wówczas przyrost netto liczby funduszy przekraczał 2 tysiące. Minimalne zmiany miały miejsce w latach 2003–2004 (odpowiednio –0,1% i +0,3%), natomiast największy spadek liczby funduszy zanotowano w 2009 r. (o 3,4%). W tym roku wiele firm zarządzających mocno doświadczonych fatalnym rokiem 2008 (zwłaszcza na rynku papierów udziałowych) dokonało istotnej rewizji swojej oferty, często rezygnując z produktów adresowanych do klientów indywidualnych, które nie spełniły ich oczekiwań.

3.3. Struktura rynku funduszy²⁸

Zmieniające się preferencje inwestorów w zakresie lokowania wolnych środków finansowych w funduszach inwestycyjnych oraz zmienna wartość aktywów finansowych (papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych) to dwa kluczowe czynniki wpływające na zmiany w strukturze rynku funduszy strefy euro w latach 1999–2010. Oba te czynniki to przede wszystkim konsekwencja zmiennej sytuacji na rynkach finansowych. W okresie hossy na rynku akcji typowym zjawiskiem (które można było zaobserwować w analizowanym okresie także w krajach należących do strefy euro) jest wzrost udziału w rynku funduszy akcyjnych (kosztem głównie funduszy dłużnych), natomiast podczas bessy rośnie udział funduszy charakteryzujących się stosunkowo niskim poziomem ryzyka inwestycyjnego – tj. funduszy dłużnych i rynku pieniężnego (przede wszystkim kosztem funduszy akcyjnych i mieszanych).

Cały analizowany okres cechował się dużą zmiennością na rynkach finansowych (na przemian występowały silne wzrosty i spadki na giełdowych parkietach) i generalnie nie był to czas sprzyjający inwestycjom na rynku akcji. Skutkiem tego był spadek udziału w rynku funduszy inwestycyjnych strefy euro funduszy akcyjnych (*equity funds*) o 4,3 p.p. do 31,9% w końcu 2010 r.²⁹ Najwięcej straciły one podczas załamania rynków akcji w 2008 r. i tylko w niewielkim stopniu zdołały odrobić te straty w minionych dwóch latach. Nadal jednak jest to najpopularniejsza kategoria funduszy w strefie euro – w końcu analizowanego okresu w tego typu podmiotach było ulokowanych 1,27 bln euro. Znaczący spadek udziału w rynku (o 4,7 p.p. do 25,5% – 1,02 bln euro) odnotowały również fundusze

²⁸ Zaprezentowana w niniejszym punkcie struktura rynku funduszy strefy euro dotyczy wyłącznie funduszy UCITS.

²⁹ Dane zamieszczone w punkcie 3.3 niniejszego artykułu dotyczą Austrii, Belgii, Finlandii, Francji, Niemiec, Włoch, Luksemburga, Holandii, Portugalii, Hiszpanii (dane na koniec 1999 r. i 2010 r.) oraz Grecji, Słowenii i Słowacji (dane na koniec 2010 r.). Brak danych o rynku funduszy inwestycyjnych na Cyprze i na Malcie oraz o strukturze rynku funduszy w Irlandii (kraj ten nie publikuje danych nt. wartości aktywów netto poszczególnych grup funduszy).

dłużne (*bond funds*). Ucierpiały one przede wszystkim w latach 2004–2006, czyli podczas korzystnej koniunktury na giełdowych parkietach (inwestorzy przenieśli wówczas część swoich kapitałów do funduszy akcyjnych), natomiast nie udało im się odzyskać utraconej pozycji podczas bessy w 2008 r. W tym właśnie okresie największy napływ kapitału odnotowały fundusze rynku pieniężnego (*money market funds*) i to one okazały się największym beneficjentem zmian na rynku funduszy strefy euro w latach 1999–2010. Nie tylko w największym stopniu powiększyły one rynkowe udziały (o 4,6 p.p. do 19,0% – 0,76 bln euro) dzięki czemu stały się trzecim najpopularniejszym rodzajem funduszy dystansując fundusze mieszane, ale także odnotowały one największy przyrost aktywów netto w ujęciu nominalnym (+403 mld euro) – większy nawet od funduszy akcyjnych (+377 mld euro). W latach 1999–2010 powoli, acz systematycznie zwiększało się znaczenie innych typów funduszy UCITS (*other UCITS*) w całym rynku strefy euro – z 1,3% w końcu 1999 r. do 4,6% pod koniec analizowanego okresu (0,18 bln euro). Było to rezultatem ciągłego poszukiwania przez inwestorów nowych sposobów na dywersyfikację portfela inwestycyjnego, co miało z jednej strony zapewnić redukcję ryzyka inwestycyjnego, z drugiej zaś zwiększyć rentowność całego portfela (np. dzięki inwestycjom na rynku towarowym). Najniższą dodatnią dynamikę wzrostu udziału w rynku zanotowały fundusze mieszane (*balanced funds*) (wzrost o 0,9 p.p. do 18,1% – 0,72 bln euro) i fundusze funduszy (*funds of funds*) (wzrost o 0,2 p.p. do 0,8% – 31 mld euro). Pozycja obu ww. grup funduszy pozostawała względnie stabilna w całym analizowanym okresie.

3.4. Determinanty rozwoju rynku funduszy

Najważniejszymi czynnikami determinującymi tempo rozwoju rynku funduszy strefy euro są czynniki ekonomiczne, prawno-podatkowe oraz polityczne.

W ramach czynników ekonomicznych wyróżnić należy czynniki o charakterze makro- i mikroekonomicznym. W pierwszej z wymienionych grup kluczowe znaczenie odgrywać będzie zapewne koniunktura gospodarcza oraz stan finansów publicznych w krajach strefy euro. Pierwszy czynnik znajduje swoje odzwierciedlenie w wynikach finansowych, a tym samym w kursach akcji spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych, natomiast drugi w cenach instrumentów skarbowych – oba rodzaje aktywów są zaś podstawowym elementem portfeli funduszy inwestycyjnych. Poprawa koniunktury gospodarczej powinna sprzyjać wzrostowi zainteresowania inwestycjami w tytuły uczestnictwa funduszy (zwłaszcza akcyjnych), natomiast utrzymanie się niskiego tempa wzrostu gospodarczego w krajach należących do strefy euro (bądź nawet powrót recesji) skutkowałoby w oczywisty sposób ucieczką od funduszy i spadkiem wartości instrumentów finansowych znajdujących się w ich portfelach. Dynamika wzrostu gospodarczego jest także ściśle związana z poziomem dochodów społeczeństw,

a co za tym idzie z wartością oszczędności i środków finansowych przeznaczanych m.in. na inwestycje kapitałowe (skłonność do oszczędzania). Z kolei stan finansów publicznych wpływać będzie w szczególności na popularność funduszy dłużnych i pieniężnych – w razie utrzymywania się (lub nawet wzrostu) napięć i niepewności na tym rynku (związanych głównie z sytuacją finansową Grecji, Irlandii i Portugalii) należy oczekiwać napływu kapitału do najbezpieczniejszych funduszy pieniężnych oraz odpływu środków z funduszy dłużnych. Gdyby udało się rozwiązać problemy krajów peryferyjnych strefy euro, można spodziewać się powrotu zainteresowania funduszami dłużnymi.

Wśród czynników mikroekonomicznych najważniejsze znaczenie – poza wynikami inwestycyjnymi samych funduszy (będącymi przede wszystkim pochodną wymienionych czynników) – będzie mieć poziom kosztów ponoszonych przez inwestorów. Wydaje się, iż w tym przypadku może to wpływać nie tyle na poziom zainteresowania samymi funduszami w krajach należących do strefy euro, ile na strukturę tego rynku. Na podstawie analizy salda wpłat i wypłat do poszczególnych typów funduszy w ostatnich latach³⁰ można przypuszczać, iż w przyszłości będzie rosnąć (w szczególności w okresach rosnącej niepewności na rynkach finansowych) znaczenie charakteryzujących się bardzo niskimi kosztami pasywnie zarządzanych i notowanych na giełdach funduszy typu ETF (*exchange-traded-funds*), natomiast maleć będzie rola wyraźnie droższych aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych³¹. Pewnym, choć na razie zapewne stosunkowo niewielkim zagrożeniem dla funduszy inwestycyjnych, mogą być instrumenty strukturyzowane oraz cechujące się (podobnie jak fundusze ETF) bardzo niskimi kosztami indeksowe instrumenty dłużne typu ETN (*exchange-traded notes*).

Do czynników mikroekonomicznych zalicza się ponadto kwestia kanałów dystrybucji. W tym przypadku pozytywny wpływ na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych strefy euro w przyszłości mogą mieć zmiany prawne (przewidziane w dyrektywie UCITS IV ułatwienia w zakresie transgranicznej dystrybucji funduszy UCITS) oraz zmiany technologiczne i psychologiczne (sprzedaż funduszy przez Internet).

³⁰ Według danych BlackRock w 2008 r. w Europie z tradycyjnych funduszy inwestycyjnych (w zdecydowanej większości aktywnie zarządzanych) wypłacono o 495,1 mld USD więcej kapitału niż do nich wpłacono. Tymczasem w przypadku funduszy ETF saldo to wyniosło (+76,5 mld USD). W dwóch kolejnych latach lepsze saldo uzyskały ponownie tradycyjne fundusze (w 2009 r. 220,6 mld USD wobec 47,2 mld USD, zaś w 2010 r. 204,9 mld USD wobec 43,6 mld USD), jednak przewaga ta była już kilkakrotnie mniejsza niż przed 2008 r. (co wynikało także z coraz bogatszej oferty funduszy ETF).

³¹ Średnia wartość wskaźnika kosztów całkowitych (*total expense ratio*- TER) w przypadku akcyjnych funduszy ETF w Europie wynosi 0,41%, podczas gdy średnie stawki TER dla aktywnie zarządzanych funduszy akcyjnych wynoszą 1,87% (fundusze akcji europejskich) i 1,85% (fundusze akcji międzynarodowych). W przypadku funduszy dłużnych (*fixed income*) stawki TER wynoszą odpowiednio 0,19% i 0,99%.

Wśród czynników prawnych kluczowe znaczenie dla rozwoju rynku będą miały niewątpliwie akty prawne regulujące zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej oraz dyrektywa MiFID. Zaprezentowane w pierwszej części artykułu dyrektywy i rozporządzenia mają oczywiście za zadanie wspomagać rozwój funduszy inwestycyjnych, jednak dynamika tego rozwoju może zostać zahamowana wskutek opóźnienia implementacji ww. przepisów do ustawodawstwa krajów członkowskich. Bardzo istotnym czynnikiem będą także przepisy określające wysokość i sposób opodatkowania zysków kapitałowych, zarówno na poziomie samych emitentów funduszy, jak też inwestorów lokujących kapitał w ich tytuły uczestnictwa. Istotną barierą rozwoju może wkrótce stać się także podatek od transakcji instrumentami finansowymi (jego wprowadzenie wydaje się być już przesądzone), który niewątpliwie obniży osiągane przez fundusze stopy zwrotu, a tym samym ich konkurencyjność. Nie można wykluczyć także w przyszłości wprowadzenia specjalnego podatku dotyczącego firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi (tak jak może się to już wkrótce stać w przypadku banków).

Istotny wpływ na przyszły kształt rynku funduszy inwestycyjnych strefy euro mogą mieć również czynniki polityczne. Decyzje polityczne – jak można było się przekonać wielokrotnie w ostatnich latach – mogą rzutować na nastroje panujące na rynkach finansowych państw należących do unii gospodarczo-walutowej. W szczególności należy rozważyć wpływ możliwych decyzji o znaczeniu systemowym – zarówno dotyczących funkcjonowania Unii Europejskiej, jak i strefy euro (włącznie z wyjściem niektórych państw z tej strefy) – które mogą zmienić nie tylko ustrój polityczny Starego Kontynentu, ale także wpłynąć na dynamikę rozwoju gospodarczego.

4. PODSUMOWANIE

Rynek funduszy inwestycyjnych strefy euro w latach 1999–2010, mimo wielu problemów i zawirowań jakie w tym okresie dotknęły sferę realną oraz rynki finansowe w państwach należących do unii gospodarczo-walutowej, rozwijał się dynamicznie, biorąc pod uwagę zarówno wartość aktywów ulokowanych w funduszach, jak też liczbę oferowanych produktów finansowych. Sprzyjały temu także przyjmowane w tym okresie regulacje prawne, których zadaniem było stworzenie optymalnych warunków do rozwoju rynku zarządzania aktywami. Jednak wydarzenia ostatnich lat – kryzys gospodarczy, pogarszająca się sytuacja finansów publicznych wielu krajów strefy euro, zmienne nastroje na rynkach finansowych – każą z pewnym niepokojem patrzeć na przyszłość tego segmentu rynku finansowego. Wydaje się, że bez gruntownych zmian w funkcjonowaniu samej strefy euro jak też bez reform gospodarczych w należących do niej krajach, nie będzie możliwe utrzymanie dotychczasowego tempa jego rozwoju.

*Tomasz Miziołek***INVESTMENT FUND MARKET IN THE EURO AREA**

The main legislation defining the conditions for the operation of investment funds in euro area are two directives: *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities* (UCITS IV Directive) and *Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers* (AIFMs Directive). At the end of 2010 45 121 investment funds registered in 14 euro zone countries (no data on Cyprus and Malta) managed total 6.51 trillion euros, including 4.75 trillion euro in UCITS funds (funds established in accordance with UCITS Directive). The largest markets for euro area investment funds are: Luxembourg (2.20 trillion euros), France (1.40 trillion euros) and Germany (1.13 trillion euros). The most important factors determining development of this market are economic, legal, fiscal and political factors.