

*Sławomir Antkiewicz**

EWOLUCJA REGULACJI PRAWNYCH W ZAKRESIE INSTYTUCJI ZBIOROWEGO LOKOWANIA FUNKCJONUJĄCYCH W EUROPIE

Instytucje zbiorowego lokowania (inaczej: wspólnego inwestowania) stanowią jeden z podstawowych segmentów rynku finansowego. Działalność tych podmiotów polega na gromadzeniu i dalszej alokacji rozproszonych kapitałów inwestorów. Są one jedną z najbardziej dochodowych form alokacji kapitału na rynkach kapitałowych i pieniężnych.

1. Wyzwania stojące przed europejskimi legislatorami

Zagadnienie ujednolicenia norm prawnych poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej (wówczas Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej) i wprowadzenia nowych, ponadnarodowych rozwiązań legislacyjnych pojawiło się już w połowie lat 80. XX w., kiedy to Komisja Europejska opublikowała Białą Księgę *W sprawie realizacji Rynku Wewnętrznego*¹, w której zawarte zostały propozycje działań mających przyczynić się do zniesienia istniejących w owym czasie przeszkód i nieefektywności rynkowych. Zawartość wspomnianej publikacji znacząco wpłynęła na kształt podpisanego rok później Jednolitego Aktu Europejskiego², w którym ustalone zostały etapy konieczne dla zrealizowania celu, jakim było powołanie do życia jednolitego rynku europejskiego do końca roku 1992. Kolejne dokumenty Unii, takie jak Traktat z Maastricht, poruszały temat umacniania współpracy i dalszej integracji gospodarczej, jednak dopiero przyjęta w 2000 r. Strategia Lizbońska położyła większy nacisk na problematykę gospodarczą. Istotne miejsce zajęła tu kwestia integracji i rozwoju europejskiego rynku finansowego wpisana w tzw. Plan działań w zakresie rynków finansowych³ (FSAP; ang. Financial Services Action Plan).

* Dr, adiunkt w Instytucie Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego.

¹ <http://aei.pitt.edu/1113/> (01.07.2007).

² <http://eur-lex.europa.eu/pl/treaties/dat/11986U/word/11986U.doc> (01.07.2007).

³ Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan; http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf (01.07.2007).

Celem artykułu jest przedstawienie wyzwań, jakie stały lub wciąż stoją przed europejskim ustawodawcą w zakresie uregulowań dotyczących instytucji zbiorowego lokowania. Opracowanie omawia zarówno zmiany wprowadzone, jak i planowane.

Główną hipotezę badawczą jest stwierdzenie, że dla zachowania korzystnej pozycji konkurencyjnej europejskich instytucji wspólnego inwestowania konieczne jest ciągle monitorowanie stanu regulacji wspólnotowych w tym zakresie. Przepisy nieadekwatne do uwarunkowań rynkowych muszą być zmieniane, zaś ewentualne rozbieżności w narodowych regulacjach dotyczących funduszy inwestycyjnych – usuwane. Zaniedbanie tego procesu przez organy unijne mogłoby spowodować, że na europejskim rynku najbardziej dynamicznie rozwijać się będą instytucje powiernicze zarejestrowane poza Unią Europejską.

2. Rozwój europejskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania na przełomie wieków

Do początku lat 90. XX w. odnotować można względnie stabilny rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania. Przyczyną relatywnie powolnego rozwoju było przyzwyczajenie inwestorów z krajów Europy Zachodniej do lokowania środków pieniężnych w depozytach bankowych. Sytuacja ta uległa jednak diametralnej zmianie w połowie lat 90. XX w., kiedy to nastąpił dynamiczny wzrost zainteresowania inwestorów funduszami inwestycyjnymi⁴.

Wartość zgromadzonego na świecie w funduszach inwestycyjnych kapitału na koniec 2005 r. wynosiła 17,9 bln USD⁵. Największymi rynkami instytucji wspólnego inwestowania są Stany Zjednoczone oraz kraje Unii Europejskiej, które mają odpowiednio 48% oraz 33% udział w światowym rynku funduszy inwestycyjnych⁶.

Zarejestrowane w Europie fundusze inwestycyjne są monitorowane i wspierane przez wyspecjalizowaną organizację – The European Funds and Asset Management Association (EFAMA)⁷. Misją, mającej siedzibę w Brukseli, EFAMA jest utrzymywanie wysokiego poziomu ochrony inwestorów, ochrona integralności rynku instytucji zbiorowego inwestowania w Europie oraz wspieranie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. EFAMA jest partnerem dla regulatorów rynków finansowych oraz mediów w Europie i poza jej granicami. Głównym zadaniem realizowanym przez organizację jest monitorowanie rozwoju rynku instytucji wspólnego inwestowania.

Członkami organizacji są narodowe stowarzyszenia funduszy inwestycyjnych z 23 państw: Austrii, Belgii, Czech, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Grecji, Węgier,

⁴ Por. S. Antkiewicz, *The evolution of investment funds in Poland*, [w:] *Polish Transformation Experience*, ed. J. Pietrzak, Working Papers Institute of International Business University of Gdańsk, No. 21, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2006, s. 124.

⁵ *2006 Investment Company Fact Book*, Investment Company Institute, Washington 2006, s. 114.

⁶ *Worldwide Investment Fund Assets and Flows – Trends in the First Quarter 2006*, EFAMA, Brussels, 3 August 2006, s. 5.

⁷ Podmiot ten do 2005 r. nosił nazwę FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) – Europejskie Stowarzyszenie Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych.

Irlandii, Włoch, Lichtensteinu, Luksemburga, Holandii, Norwegii, Polski, Portugalii, Słowacji, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii, Turcji i Wielkiej Brytanii⁸.

Najważniejszym segmentem rynku instytucji wspólnego inwestowania w Europie są fundusze zgodne z dyrektywą UCITS⁹. Fundusze inwestycyjne tego rodzaju mają konstrukcję funduszu otwartego bowiem lokują aktywa w zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego oraz zbywają i odkupują emitowane tytuły uczestnictwa na każde żądanie uczestników funduszy¹⁰. Wartość aktywów netto funduszy UCITS na koniec 2005 r. wynosiła 5169 mld EUR, co stanowiło 78,8% wartości aktywów rynku funduszy inwestycyjnych. Pozostałe 21,2% rynku należało do funduszy niezgodnych z dyrektywą UCITS (non-UCITS), które zgromadziły kapitał w wysokości 1397 mld EUR¹¹.

Wartość aktywów funduszy UCITS w latach 1999–2005 zwiększyła się o 61,7% – z 3196 do 5169 mld EUR. W analizowanym okresie aktywa funduszy non-UCITS wzrosły o 45,2% – z 962 do 1397 mld EUR. Największy wzrost odnotowano na koniec 2005 r. – fundusze UCITS wzrosły o 23,3%, a fundusze non-UCITS o 20,7% (w porównaniu z 2004 r.). Jedynie w 2002 r. nastąpił spadek wartości aktywów netto funduszy – w przypadku UCITS o 7,6%, a w przypadku non-UCITS o 5,1%¹².

W latach 1999–2005 liczba funduszy inwestycyjnych w krajach zrzeszonych w EFAMA wzrosła z 20 079 do 29 773, co stanowiło 48% przyrost liczby instytucji wspólnego inwestowania¹³. W analizowanym okresie fundusze dynamicznie powstawały do końca 2002 r. W kolejnych latach można zaobserwować pewną stabilizację w przyroście liczby funduszy.

Analizując wartość aktywów netto oraz liczbę funduszy, należy zauważyć, że w porównaniu z amerykańskimi funduszami inwestycyjnym instytucje zbiorowego inwestowania w Europie gromadzą jednostkowo znacznie mniejszą ilość kapitału (wartość aktywów netto pojedynczego funduszu UCITS jest średnio pięciokrotnie mniejsza w porównaniu z funduszem działającym na rynku amerykańskim).

⁸ EFAMA Corporate Members, <http://www.efama.org/05Home/10AboutFEFSI/corporatemembers> (01.07.2007.)

⁹ Dyrektywa nr 2001/108/EC z 21.01.2002 r. zmieniająca dyrektywę nr 85/611/EEC w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS – Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 amending Council Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with regard to investments of UCITS.

¹⁰ Por. K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2006, s. 107.

¹¹ *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2005*, EFAMA, Brussels, March 2006, s. 2.

¹² *Ibidem*, s. 3. Por. też T. Miziołek, *Najlepszy rok w historii, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006*, nr 4, s. 80 oraz *idem*, *Rozpędzona lokomotywa nie zwalnia tempa, ibidem*, nr 7–8, s. 74.

¹³ *2006 Investment Company Fact Book*, Investment Company Institute, Washington 2006, s. 115.

3. Pierwsze próby tworzenia ponadnarodowych regulacji dotyczących instytucji zbiorowego lokowania – UCITS I i UCITS II

W roku 1985 po opublikowaniu Białej Księgi doprowadzenie do powstania i efektywnego działania rynku wewnętrznego Wspólnoty stało się priorytetem działań organów rządzących. Prace nad regulacjami dotyczącymi poszczególnych części rynku zostały rozpoczęte. Jedną z dziedzin do uregulowania były instytucje zbiorowego lokowania, które w każdym kraju członkowskim działały na podstawie innych norm.

Najważniejszym założeniem pierwotnej dyrektywy UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) było poddanie krajowych przedsiębiorstw wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe jednolitym regulacjom prawnym, by w ten sposób zniwelować różnice występujące w ustawodawstwach krajowych. Wpłynęłoby to na poprawę konkurencyjności tychże podmiotów oraz zapewniłoby jednolite prawa dla posiadaczy jednostek uczestnictwa i zwiększyło bezpieczeństwo ich inwestycji. Celem pośrednim było umożliwienie funduszom posiadającym zgodę na działalność w jednym z krajów Unii na sprzedaż swoich jednostek w każdym innym kraju Unii bez potrzeby uzyskiwania innych pozwoleń, jedynie z koniecznością notyfikacji zamiaru u właściwych władz. Liberalizacja miała w założeniu pomóc w stworzeniu i działaniu europejskiego rynku kapitałowego i pieniężnego.

Do kluczowych uregulowań zawartych w dyrektywie należało zaliczyć: zezwolenie na działanie we wszystkich państwach członkowskich po uzyskaniu zgody na prowadzenie działalności w kraju, w którym UCITS ma siedzibę (tzw. jednolity paszport europejski); określenie wymogów dotyczących udostępnianych informacji oraz określenie obowiązków UCITS.

Z kolei w art. 19 dyrektywy europejski ustawodawca określił instrumenty, w które analizowane instytucje mogą inwestować¹⁴:

- zbywalne papiery wartościowe, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego na giełdzie papierów wartościowych w Państwie Członkowskim;
- zbywalne papiery wartościowe będące w obrocie na innym uregulowanym rynku w Państwie Członkowskim, pod warunkiem, że jest to uznany rynek funkcjonujący regularnie i jest on otwarty dla ogółu obywateli;
- zbywalne papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego na giełdzie papierów wartościowych w państwie trzecim lub będące w obrocie na innym uregulowanym, funkcjonującym regularnie, uznanym i otwartym dla ogółu obywateli rynku w państwie trzecim, o ile wybór owej giełdy lub owego rynku został zatwierdzony przez właściwe władze i jest odnotowany w odpowiednich dokumentach.

Dyrektywa miała wejść w życie w każdym z krajów do 1 października 1989 r., z wyjątkiem Grecji i Portugalii, które na wprowadzenie dyrektywy otrzymały czas do 1 kwietnia 1992 r. Rozpatrując skutki, jakie pociągnęło za sobą wprowadzenie w życie postanowień UCITS I można stwierdzić, iż dyrektywa nie do końca osiągnęła założone w swojej treści cele. Stało się tak m. in. z powodu stworzonych przez państwa człon-

¹⁴ Tekst Dyrektywy dostępny na: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/pl/dd/06/01/31985L0611PL.pdf> (01.07.2007).

kowskie utrudnień dotyczących sprzedaży jednostek za granicą oraz ze względu na dość ograniczone możliwości inwestycyjne funduszy, które musiały stosować zachowawczą politykę alokacyjną. Jednak z drugiej strony, wprowadzenie jednolitego paszportu europejskiego przyczyniło się do znacznego ożywienia na rynku, czego przykładem może być znaczny wzrost aktywów i znaczenia funduszy inwestycyjnych z siedzibą w Luksemburgu¹⁵.

Istotnym problemem pierwszej dyrektywy UCITS była zróżnicowana wykładnia przepisów. Przykładem na to może być interpretacja art. 19 w różnych państwach oraz brak określenia wymaganej częstotliwości przeprowadzania umorzeń jednostek uczestnictwa oraz brak określonego ogólnie okresu, w jakim środki z umorzenia powinny zostać oddane inwestorowi¹⁶.

Niedociągnięcia dyrektywy szybko zostały ujawnione i już na początku lat 90. XX w. przedstawiono propozycje zmian, które po wprowadzeniu miały lepiej zharmonizować regulacje odnoszące się do ogółu państw członkowskich. Dyskusje ich dotyczące doprowadziły do stworzenia projektu Dyrektywy UCITS II. Jednak prace nad projektem zostały dość szybko zarzucone w związku z brakiem porozumienia w Radzie Unii Europejskiej.

4. FSAP – Plan działań w zakresie rynków finansowych

Plan działań w zakresie rynków finansowych (Financial Services Action Plan) stworzony został w roku 1999 i do końca 2004 r., który był z góry założoną datą końcową, udało się w jego ramach wprowadzić 39 z 42 założeń, co w raporcie końcowym FSAP zostało przez Komisję Europejską ocenione bardzo korzystnie¹⁷.

Podstawowym założeniem FSAP było przezwycięzenie przeszkód stojących na drodze rozwoju europejskiego rynku kapitałowego. Zalecane działania skupiały się przede wszystkim na znoszeniu barier między poszczególnymi rynkami narodowymi oraz na promowaniu konkurencji w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych. FSAP oparty był na kilku celach strategicznych, jednak z punktu widzenia niniejszego opracowania fundamentalne znaczenie ma jeden z nich – stworzenie hurtowego rynku przepływów kapitałowych¹⁸. Ta część planu miała na celu ułatwienie i umożliwienie pozyskiwania kapitału w całej Unii Europejskiej, wypracowanie jednolitych regulacji dla rynku papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, zapewnienie sprzyjających, jasnych i bezpiecznych warunków dla ponadnarodowych fuzji oraz wprowadzenie regulacji dotyczących działalności funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

¹⁵ Association of the Luxembourg Fund Industry; <http://www.alfi.lu> (01.07.2007).

¹⁶ A. K o v a s, *UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing Product Diversity*, Institute for Law and Finance, Universitat Frankfurt, Working Papers No.44, http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_044.pdf (01.07.2007).

¹⁷ FSAP Evaluation, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm (01.07.2007); M. D z i e r ż a n o w s k i, *Integracja europejskiego rynku kapitałowego*, www.pfsl.pl/pdf.php?id=77 (01.07.2007).

¹⁸ L. P a w ł o w i c z, *Strategia Lizbońska a rynki finansowe*, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, www.pfsl.pl/news.php?id=174 (01.07.2007).

jest doprowadzenie do ostatecznego ujednolicenia przepisów we wszystkich krajach członkowskich. Za działania priorytetowe na kolejne dwa lata uznano²¹:

- usunięcie niepewności dotyczącej uznawania funduszy w związku z przejściem z przepisów UCITS I na przepisy UCITS III;
- uproszczenie procedur notyfikacyjnych dla funduszy starających się o uzyskanie europejskiego paszportu;
- promowanie wprowadzania w życie zaleceń Komisji dotyczących korzystania z instrumentów pochodnych i uproszczonego prospektu.

Ponadto w opinii Komisji istotnym warunkiem niezbędnym dla długoterminowego rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych jest redukcja kosztów ich działalności. W związku z rozproszeniem rynku, uznano, że konsolidacja sektora pozwoliłaby mu stać się bardziej konkurencyjnym i w większym stopniu wykorzystywać korzyści płynące z ekonomii skali.

W Zielonej Księdze odnaleźć można następujące propozycje dotyczące sposobów konsolidacji²²:

- przeprowadzanie transgranicznych fuzji funduszy;
- łączenie funduszy pod zbiorowym zarządzaniem;
- poprawę organizacji europejskiej infrastruktury przetwarzania zleceń subskrypcji i wykupu²³;
- racjonalizację działania administracji funduszy, ich deponowania i powiernictwa poprzez rozdzielenie spółki zarządzającej od depozytariusza.

Autorzy Zielonej Księgi zwrócili także uwagę na rozwój alternatywnych inwestycji i zmiany w sposobach oszczędzania. Fundusze muszą coraz częściej konkurować z innymi instytucjami finansowymi o środki pieniężne prywatnych inwestorów. Można to uznać za kolejny argument przemawiający za koniecznością konsolidacji na rynku, dzięki której koszty działalności mogłyby zostać zredukowane.

8. Raporty Komisji Wspólnot Europejskich

W lipcu 2006 r. Komisja opublikowała trzy raporty dotyczące poszczególnych obszarów unijnego rynku funduszy²⁴. Raporty dotyczyły:

- efektywności rynku funduszy inwestycyjnych;
- funduszy hedgingowych;
- funduszy *private equity*.

²¹ Treść Księgi dostępna na: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index_gre-en_pl.pdf (01.07.2007).

²² Por. też T. Miziołek, *Rozbieżne stanowiska w sprawie Zielonej Księgi*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 1, s. 88.

²³ S. Antkiewicz, *Nowe technologie informatyczne w służbie towarzystw funduszy inwestycyjnych. Szanse czy zagrożenia?*, „Pieniądze i Władza. Kwartalnik Naukowy” 2007, nr 1, s. 87.

²⁴ Raporty dostępne na: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm#experts (01.07.2007).

Raport dotyczący efektywności rynku przedstawił kilka strategii zwiększenia owej efektywności oraz zwrócił uwagę na ewentualną konieczność wprowadzenia odpowiednich zmian w dyrektywach UCITS. Sugerowane zmiany powinny zostać, według autorów raportu, wprowadzone w ciągu kolejnych trzech lat. W raporcie dotyczącym funduszy hedgingowych przedstawiono kilka rozwiązań mogących ułatwić inwestorom dostęp do tego typu podmiotów bez konieczności wprowadzania jednoczesnych zmian w unijnych regulacjach prawnych²⁵. Podkreślono także konieczność stworzenia jednolitego europejskiego rynku usług pomocniczych dla funduszy hedgingowych, takich jak chociażby administrowanie funduszem. Ostatni, trzeci, z opublikowanych raportów skupił się na rynku funduszy private equity, a przede wszystkim na ich roli w tworzeniu nowych przedsięwzięć oraz restrukturyzacji i przebudowie przedsiębiorstw już istniejących²⁶. Autorzy zwrócili uwagę na potrzebę tworzenia środowiska sprzyjającego działaniu tych funduszy, zwłaszcza w sferze podatkowej, która jest w znacznej mierze w gestii państw członkowskich, a z której powinny one jak najszybciej skorzystać²⁷. Jednocześnie przedstawiono propozycje zmian na poziomie europejskim, które mogłyby przyczynić się do usprawnienia i ułatwienia inwestycji transgranicznych oraz procesu pozyskiwania kapitału przez fundusze private equity.

9. Opinie Parlamentu Europejskiego

W roku 2006 Parlament Europejski opublikował *Rezolucję w sprawie zarządzania aktywami*²⁸. W dokumencie tym zawarte zostały spostrzeżenia oraz uwagi dotyczące dyrektyw. Z ważniejszych poruszonych przez rezolucję problemów i zaleceń wymienić można:

- problemy z wprowadzeniem w życie przepisów dotyczących uproszczonego prospektu;
- zalecenie zwrócenia większej uwagi na problem zarządzania ryzykiem;
- zwrócenie uwagi na brak jednolitych interpretacji niektórych artykułów w krajach członkowskich;
- konieczność wprowadzenia uproszczeń w procedurach notyfikacyjnych;
- brak ujednolicenia krajowych przepisów dotyczących reklamy i ochrony konsumentów;
- poparcie dla transgranicznej konsolidacji;
- konieczność rozszerzenia zakresu inwestycji zaliczających się do UCITS oraz ich dostosowania do zmian i innowacji pojawiających się na rynku.

²⁵ S. Antkiewicz, M. Krzezińska, *Zmiany charakteru europejskich regulacji w zakresie funduszy hedgingowych – wnioski dla polskiego ustawodawcy*, „Prawo Bankowe” 2007, nr 2 s. 31.

²⁶ Por. S. Antkiewicz, *Fundusze private equity w Polsce – ocena funkcjonowania i bariery rozwoju*, [w:] *Finanse i rachunkowość wobec wyzwań procesów globalizacyjnych*, red. J. Gluchowski, J. Patyk, S. Sojak, Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu, Toruń 2006, s. 231.

²⁷ M. Panfil, *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 236.

²⁸ Tekst rezolucji dostępny na: <http://www.europarl.europa.eu/sides/01.07.2007>.

Na temat dyrektywy UCITS opinię wydał również Europejski Bank Centralny. Przedstawił on propozycje zmian w samej treści dyrektywy. Zmiany te miały przede wszystkim dotyczyć uściślenia terminologii²⁹.

10. Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych

Pod koniec 2006 r. Komisja Europejska wydała Białą Księgę³⁰ dotyczącą unijnego rynku instytucji zbiorowego lokowania. Autorzy dokumentu podkreślili dynamiczny rozwój rynku funduszy na przełomie wieków oraz zwrócili uwagę na dalszy prognozowany rozwój tej części rynku finansowego³¹. Podobnie jak w innych dokumentach, tak i tu postanowiono przedstawić możliwości uproszczenia regulacji unijnych bez czynienia szkody dla bezpieczeństwa inwestorów.

Biała Księga zawiera szczegółowy opis wyzwań legislacyjnych, z jakimi będzie trzeba się zmierzyć w latach 2007–2010, aby rynek funduszy zachował swoją konkurencyjność w obliczu stale wzrastającej liczby produktów alternatywnych wobec tych oferowanych przez powierników oraz w obliczu powstawiania konkurencyjnych jurysdykcji, w których mogą działać fundusze. Za główne cele działań uznano:

- podjęcie decyzji, odnoszącej się do tworzenia ewentualnych regulacji dotyczących niektórych funduszy nieharmonizowanych;
- dalsze prace nad wzmocnianiem swobód wynikających z jednolitego rynku;
- rozpoczęcie prac nad ponadnarodowym systemem prywatnego plasowania;
- zapewnienie warunków, w których inwestorzy detaliczni będą w stanie podejmować świadome decyzje inwestycyjne.

Mimo, iż konkretne sugestie, co do koniecznych zmian w dyrektywie Komisja przedstawi prawdopodobnie dopiero pod koniec 2007 r., w Białej Księdze zamieszczone zostały proponowane zmiany, które mają przede wszystkim uprościć procedury dotyczące notyfikacji, pozwolić na ponadnarodowe łączenie funduszy oraz umożliwić zarządzanie funduszami zarejestrowanymi w innych państwach członkowskich.

11. Wnioski dla Polski

24 października 2006 r. Komisja Wspólnot Europejskich opublikowała *Program legislacyjny i program prac Komisji na 2007 rok*³². W komunikacie tym za jedno z zadań priorytetowych uznano stworzenie wniosku dotyczącego potrzebnych zmian w dyrektywie UCITS. Określono następujące cele operacyjne:

- zniwelowanie barier hamujących integrację europejskiego rynku funduszy europejskich;

²⁹ Opinia dostępna na: www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_03120070213pl00010006.pdf (01.07.2007).

³⁰ Tekst białej księgi dostępny na stronie: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm#061116 (01.07.2007).

³¹ Por. też T. M i z i o ł e k, *Rekomendacje ekspertów. Fundusze inwestycyjne w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 11, s. 81, oraz i d e m, *Biała Księga poprawi efektywność*, *ibidem*, 2007, nr 2, s. 81.

³² Program dostępny na: http://ec.europa.eu/atwork/programmes/docs/clwp2007_pl.pdf (01.07.2007).

- tworzenie warunków umożliwiających redukcję kosztów we wszystkich podmiotach obsługujących fundusze, a także zapewnienie przeniesienia oszczędności w ten sposób powstałych – na inwestorów;

- dalsze prace nad zapewnieniem inwestorom dostępu do informacji, które pozwolą im na podejmowanie świadomych decyzji inwestycyjnych.

Nie można jednak zapominać, że powyższe aspekty zostały już objęte regulacjami wspólnotowymi, natomiast istnieją obszary rynku funduszy pozostające poza takowymi regulacjami. Wcześniej czy później konieczne będzie wprowadzenie na poziomie europejskim jednolitych regulacji dotyczących funduszy nieharmonizowanych, czyli między innymi funduszy nieruchomości, hedgingowych³³ oraz private equity. Konieczność ta wiąże się z coraz większą ich popularnością wśród inwestorów oraz wzrostem ich znaczenia na rynku³⁴. Stworzenie jednolitego prawa ułatwiłoby ponadnarodową działalność takich podmiotów, a także wpłynęłoby korzystnie na ich pozycję konkurencyjną.

1 lipca 2004 r. weszła w życie czwarta ustawa regulująca działalność funduszy inwestycyjnych w Polsce (Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych)³⁵. Regulacje zawarte w ustawie uzupełnione o rozporządzenia Ministra Finansów i Radę Ministrów obowiązują do dnia dzisiejszego (lipiec 2007)³⁶. Nowy akt okazał się przełomową regulacją dla funduszy inwestycyjnych działających w Polsce. Ustawa wprowadziła wiele innowacyjnych zmian w funkcjonowaniu funduszy zbiorowego inwestowania, dostosowujących polskie prawo do dyrektyw UCITS III³⁷.

Przyznać jednak należy, że środowisko zainteresowane funkcjonowaniem powierniczego rynku w Polsce (Komisja Nadzoru Finansowego, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, banki depozytariusze, agenci transferowi) dostrzega niedoskonałości obowiązujących regulacji³⁸. Jego przedstawiciele pracują nad tworzeniem ulepszonych rozwiązań³⁹. Można się spodziewać, że znowelizowana ustawa o funduszach inwestycyjnych zostanie uchwalona pod koniec obecnego lub w kolejnym – 2008 r. Powstanie

³³ S. Antkiewicz, *Fundusze hedgingowe jako nowoczesna forma lokowania nadwyżek finansowych przedsiębiorstw i zamożnych osób fizycznych*, [w:] *Controlling – wiedza i narzędzia praktyczne*, red. M. Panfil, Wydawnictwo Forum, Poznań 2007, *passim*.

³⁴ J. Mazurek, *Zarobić na spekulacji*, „Magazyn Finansistów” 2006, nr 5, <http://cfo.cxo.pl/artukuly/52143.html> (01.07.2007).

³⁵ Dz.U. 2004, nr 146, poz. 1546.

³⁶ S. Antkiewicz, *Innowacyjne zmiany regulacji prawnych polskiego rynku funduszy inwestycyjnych po wejściu Polski do UE*, „Prawo Bankowe” 2005, nr 10, s. 110.

³⁷ S. Antkiewicz, *Niedociągnięcia regulacyjne oraz przypadki łamania prawa na polskim rynku funduszy inwestycyjnych*, w: *Problemy współczesnej gospodarki światowej*, red. H. Treder, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego, z. 20, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2005, s. 122.

³⁸ Por. S. Antkiewicz, *Ewolucja polskich regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania – od funduszy powierniczych do funduszy inwestycyjnych dostosowanych do norm unijnych*, [w:], *Studia Europejskie. Stosunki międzynarodowe. Integracja europejska. Politologia. Prawo. Tom XIV*, red. K. Łokucijewski, L. Starosta, Instytut Studiów Europejskich, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2005, s. 112.

³⁹ Szerzej P. Pelc, *O regulacjach dotyczących funduszy inwestycyjnych. Fundamentalne zmiany – nie wskazane*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 9, s. 38 oraz M. Dyl, *Fundusze w obliczu modyfikacji*, *ibidem*, s. 41.

akt prawny będący wynikiem dwutorowej pracy – organów unijnych oraz środowiska polskiego. Stąd też sądzić można, że będzie to dopracowana ustawa, która zapewni dobrą pozycję konkurencyjną polskim funduszom inwestycyjnym.

Sławomir Antkiewicz

DEVELOPMENT OF THE LEGAL REGULATIONS CONCERNING EUROPEAN UNDERTAKINGS FOR COLLECTIVE INVESTMENT

The article presents past and current challenges connected with legal regulations concerning European undertakings for collective investment. Introduced and planned changes were presented in this article. Particular emphasis was put on foundations of Green Book and White Book connected with investment funds market. Additionally, the article presents the development of European institution of collective locating market between 1999 and 2005.

The conclusion drawn from this article is that it is necessary to observe constantly the status of communal regulations in this matter in order to maintain advantageous competitive position of European investment funds. Rules inadequate to claims of the investment market must be altered, while divergences of the national legal regulations must be eliminated.