

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej

Grzegorz Borowski

**Determinanty rozwoju funduszy inwestycyjnych
w wybranych państwach UE – 15**

Rozprawa doktorska

Promotor
Prof. zw. dr hab. Wiesława Przybylska – Kapuścińska

Poznań, 2010

Spis treści

	Strona
Wstęp	1
Rozdział I Istota i klasyfikacja instytucji wspólnego inwestowania	6
1.1. Idea wspólnego inwestowania i geneza jej rozwoju	7
1.2. Funkcje funduszy inwestycyjnych w systemie finansowym	28
1.3. Klasyfikacje funduszy inwestycyjnych na rynkach rozwiniętych	32
1.4. Klasyfikacja czynników determinujących rozwój rynku funduszy inwestycyjnych	37
Rozdział II Charakterystyka prawnych i podatkowych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	45
2.1. Regulacje prawne jako determinanty rozwoju rynku finansowego	48
2.2. Asymetria informacyjna na rynku produktów finansowych	49
2.3. Krajowe czynniki prawne	51
2.3.1. Podejście do regulacji rynku finansowego i kształt nadzoru	54
2.3.2. Regulacje dotyczące dopuszczalnych form organizacyjnych	59
2.3.3. Poziom ochrony inwestorów	63
2.3.4. Prawo do informacji	72
2.4. Ponadkrajowe czynniki prawne	76
2.4.1. Regulacje międzynarodowe	78
2.4.2. Unia Europejska	80
2.4.1.1. Dyrektywa UCITS	91
2.4.1.2. Dyrektywa ISD i Dyrektywa MiFID	104
2.5. Wielkość i przedmiot opodatkowania	106
Rozdział III	
Analiza otoczenia prawnopodatkowego determinującego rozwój wybranych rynków funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej w latach 1992 – 2007	122
3.1. Regulacje prawne poprzedzające Dyrektywę UCITS	126
3.2. Rola Dyrektywy UCITS w kształtowaniu rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1985 – 2007	129
3.3. Formy organizacyjne	138
3.4. Wielkość i przedmiot opodatkowania	141
Rozdział IV	
Charakterystyka makroekonomicznych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	148
4.1. Wzrost gospodarczy	152
4.2. Poziom zamożności i wielkość oszczędności	160
4.3. Wielkość rynku finansowego	168
4.4. Poziom inflacji i poziom stóp procentowych	177
Rozdział V	
Analiza czynników makroekonomicznych determinujących rozwój wybranych rynków funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej	183
5.1. Zmiany rozwoju badanych rynków funduszy inwestycyjnych na tle zmian czynników makroekonomicznych	184
5.2. Wpływ PKB i oszczędności na rozwój rynków funduszy inwestycyjnych	212
5.3. Wpływ ogólnej sytuacji na rynku finansowym na rozwój rynków funduszy inwestycyjnych	220
Rozdział VI Charakterystyka mikroekonomicznych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	238
6.1. Stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych	240
6.2. Zmiany wielkości i struktury krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	246
6.3. Koszty uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	271
Wnioski końcowe	277
Spis tabel	285
Spis wykresów	287
Spis schematów	289
Bibliografia	290

Wstęp

Ostatnie trzy dziesięciolecia były okresem rosnącej popularności funduszy inwestycyjnych, które stały się w państwach wysoko rozwiniętych jednym z podstawowych sposobów lokowania nadwyżek finansowych przez oszczędzających. Liczba tych instytucji funkcjonujących na dojrzałych rynkach znacząco już przewyższyła liczbę spółek publicznych¹. Pod pojęciem **funduszu inwestycyjnego** w niniejszej pracy rozumieć należy instytucję, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie zgromadzonych publicznie, dobrowolnie powierzanych przez inwestorów środków pieniężnych w instrumenty finansowe oraz inne aktywa przy założeniu dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego.

Wzrost popularności funduszy inwestycyjnych jako instrumentu alokacji kapitału powiązany jest z korzyściami, jakie ci pośrednicy finansowi oferują swoim uczestnikom. Fundusze inwestycyjne gromadząc rozproszone kapitały od wielu inwestorów, poprzez profesjonalne zarządzanie nimi w zamian za niewysokie wynagrodzenie, pozwalają na korzystanie z efektów skali, dywersyfikację lokat i w konsekwencji na osiągnięcie przez oszczędzających dochodów z powierzonych funduszom kapitałów.

Atrakcyjność funduszy inwestycyjnych przejawiająca się wzrostem wartości aktywów przez nie zarządzanych przekłada się na stopniowe zwiększanie się roli tych instytucji na rynku finansowym, jak i w gospodarce ujmowanej jako całość. Mobilizują one oszczędności i wspomagają ich efektywną alokację przyczyniając się do finansowania przedsięwzięć gospodarczych. Jednocześnie, jako profesjonalni pośrednicy finansowi przyczyniają się do poprawy efektywności funkcjonowania rynku finansowego poprzez wspomaganie przejrzystości rynku oraz wdrażanie zasad *corporate governance* w spółkach publicznych.

W Europie rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych przebiegał inaczej niż na innych dojrzałych rynkach. Charakterystycznym czynnikiem współkształtującym zmiany było wprowadzenie regulacji wspólnotowych odnoszących się do tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w celu stworzenia wspólnego rynku tych instytucji, przy zachowaniu minimalnego, jednolitego poziomu ochrony inwestorów.

Od daty wdrożenia wspomnianych regulacji wspólnotowych na krajowych rynkach funduszy inwestycyjnych można wyodrębnić **dwa segmenty**. Pierwszym z nich jest **segment funduszy zharmonizowanych**, których sposób tworzenia i zasady funkcjonowania są zgodne z regulacjami wspólnotowymi i które w konsekwencji uprawnione są do korzystania z

¹ Według *2007 Mutual Fund Fact Book*, (47th Edition, Investment Company Institute, Washington 2007) na koniec 2006 roku w USA istniało 8.120 funduszy inwestycyjnych, podczas, gdy na koniec kwietnia 2007 roku na NYSE Euronext i Nasdaq łącznie było notowanych 5.369 spółek.

możliwości sprzedaży poza krajem macierzystym. Drugim – znacząco bardziej zróżnicowanym – jest **segment funduszy niezharmonizowanych**, do którego zaliczane są instytucje, które z różnych względów nie są objęte zakresem przepisów wspólnotowych, mimo że zbierają środki w drodze oferty publicznej.

Mimo obowiązywania regulacji wspólnotowych obejmujących swoim zakresem część funduszy inwestycyjnych, rynek tego typu funduszy w poszczególnych krajach Unii Europejskiej nie rozwinął się jednorodnie. Z jednej strony, wielkość i struktura poszczególnych rynków jest różna, z drugiej zaś – różnią się one udziałem obu segmentów.

Celem niniejszej pracy jest weryfikacja następującej hipotezy: **mimo istnienia prawa wspólnotowego zapewniającego powstanie i funkcjonowanie wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych na terytorium Unii Europejskiej, tempo rozwoju i zmiany struktury krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach kształtowały się niejednorodnie.**

Dla oceny wielkości rynku funduszy inwestycyjnych i stopnia jego rozwoju służyć będą wskaźniki odnoszące się do **wielkości aktywów netto** zarządzanych Przez fundusze inwestycyjne oraz **ilości i zróżnicowania** funkcjonujących na rynku funduszy inwestycyjnych. Ponadto, badane będą formy alokacji kapitału w strukturze krajowych oszczędności, podział aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych pomiędzy fundusze zharmonizowane i niezharmonizowane, jak i struktura aktywów w ramach obu segmentów.

W niniejszej pracy przeprowadzono analizę **siedmiu największych krajowych rynków funduszy inwestycyjnych** pod względem przeciętnej wielkości aktywów netto w latach 1992 – 2007, tj. rynków w **Luksemburgu, Irlandii, Wielkiej Brytanii, Włoszech, Niemczech, Hiszpanii i Francji**. Przedmiotem badania był rynek jako całość, ze szczególnym uwzględnieniem czynników wpływających na zmiany jego struktury w odniesieniu do dwóch wyodrębnionych powyżej segmentów. Powodem, dla którego dokonano wyboru powyższych rynków i jednocześnie pominięto pozostałe rynki krajów należących do Unii Europejskiej, był zamiar skupienia się na czynnikach kształtujących już istniejące w 1992 roku i w miarę ukształtowane rynki krajowe. W pozostałych krajach członkowskim krajowe rynki funduszy inwestycyjnych znajdowały się na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku w początkowej fazie rozwoju.

Uzasadnieniem dla wyboru powyższego **okresu badawczego** jest zamiar dokonania analizy maksymalnie długiego okresu zapoczątkowanego rozpoczęciem obowiązywania regulacji wspólnotowych dotyczących funduszy inwestycyjnych, a więc w istocie rzeczy

utworzenie wspólnego rynku dla części tych instytucji obejmującego swoim zasięgiem kraje członkowskie Unii Europejskiej.

Wśród wykorzystanych do analizy krajowych rynków **metod badawczych** w pierwszym rzędzie należy wskazać na elementy statystyki opisowej, w tym w szczególności na analizę opisową oraz analizę porównawczą źródeł badawczych. Ponadto, zastosowanie znalazła także analiza zmienności zjawisk, w tym w szczególności analiza struktury i dynamiki.

Jako że niniejsza praca stanowi próbę identyfikacji czynników ekonomicznych i prawnych, które wpływały na dynamikę rozwoju w latach 1992 – 2007 wybranych krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w państwach należących do Unii Europejskiej, jej **rozdział pierwszy**, stanowiący wprowadzenie do problematyki determinant rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, poświęcony został genezie instytucji wspólnego inwestowania oraz ich historii, począwszy od pierwszych instytucji posiadających cechy współczesnych funduszy inwestycyjnych, powołanych w XVIII wieku w Holandii. W rozdziale tym wskazano także funkcje, jakie fundusze inwestycyjne pełnią na rynku finansowym oraz przedstawiono wybrane klasyfikacje funduszy inwestycyjnych oraz czynników determinujących ich rozwój.

W oparciu o klasyfikację czynników zawartą w rozdziale pierwszym, w **rozdziale drugim** scharakteryzowano istniejące czynniki prawnopodatkowe, dzieląc je według zasięgu oddziaływania na czynniki krajowe i ponadkrajowe. Zarysowano także wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku finansowego jako całości i rodowód tych regulacji, których wprowadzanie ma służyć ograniczeniu asymetrii informacyjnej pomiędzy uczestnikami rynku. W ostatniej części rozdziału drugiego przedstawiono charakterystykę wielkości i przedmiotu opodatkowania jako czynnika determinującego zmiany rynku funduszy inwestycyjnych.

Rozdział trzeci zawiera analizę otoczenia prawnego i jego zmian w badanych krajach w analizowanym okresie, ze szczególnym uwzględnieniem regulacji wspólnotowych oraz ich wpływu na regulacje krajowe dotyczące tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. W rozdziale tym rozwinięto zasygnalizowaną wcześniej problematykę różnorodności form organizacyjnych prowadzonej działalności odnosząc ją do badanych krajów, podkreślając, że różnorodność ta kształtuje maksymalny popyt na usługi oferowane przez fundusze inwestycyjne. W końcowej części tego rozdziału przeprowadzono analizę zasad opodatkowania dochodów z funduszy inwestycyjnych oraz zmian odnoszących się do opodatkowania dochodów osób fizycznych i prawnych w badanym okresie.

W **rozdziale czwartym** podjęto problematykę czynników makroekonomicznych oddziaływujących na rynek funduszy inwestycyjnych. W rozdziale tym, posiłkując się literaturą badającą wpływ czynników makroekonomicznych na rozwój rynku finansowego, dokonana została próba identyfikacji determinant rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych wraz z przedstawieniem ich charakterystyki.

Rozdział piąty zawiera rozważania o oddziaływaniu czynników makroekonomicznych zidentyfikowanych w poprzedzającym rozdziale na badanych rynkach, ze szczególnym uwzględnieniem zmian wielkości rynków i ich struktury. W celu przeprowadzenia analizy dokonano podziału badanego okresu pod kątem ogólnej koniunktury gospodarczej oraz koniunktury na rynku akcji oraz – w ustalonych podokresach – dokonano weryfikacji, czy i w jaki sposób czynniki makroekonomiczne zidentyfikowane w rozdziale czwartym kształtowały krajowe rynki funduszy inwestycyjnych.

W ostatnim, **szóstym rozdziale** scharakteryzowano czynniki mikroekonomiczne determinujące zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem dwóch kluczowych czynników kreujących popyt na fundusze inwestycyjne. Pierwszym z nich są stopy zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa poszczególnych kategorii funduszy inwestycyjnych determinujące ich atrakcyjność w odniesieniu do alternatywnych sposobów oszczędzania. Drugim są koszty związane z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych, które wpływają na decyzje oszczędzających co do wyboru tej formy alokacji środków wobec substytucyjnych produktów służących długoterminowemu oszczędzaniu.

Realizacja głównego celu pracy została przeprowadzona w oparciu o literaturę zwartą i inne pozycje literaturowe, zarówno wydane w kraju, jak i zagranicą. Ważnymi **źródłami badawczymi** były publikacje statystyczne organów nadzoru nad rynkami kapitałowymi poszczególnych państw europejskich, publikacje statystyczne organizacji międzynarodowych, a nadto opracowania dotyczące rynków funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach publikowane przez krajowe i ponadnarodowe stowarzyszenia takich instytucji, w tym w szczególności Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Aktywami (*European Fund and Asset Management Association – EFAMA*).

Istotnymi źródłami badawczymi, które posłużyły do analizy zmian otoczenia prawnego były także dostępne akty prawa wewnętrznego i wspólnotowego bezpośrednio regulujące tworzenie i funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach Unii Europejskiej, a także akty normatywne, dotyczące działalności tych instytucji, w szczególności w zakresie opodatkowania dochodów, uzyskanych dzięki lokowaniu środków

za ich pośrednictwem oraz dokumenty wspólnotowe i przyjmowane przez organizacje ponadnarodowe dotyczące rynków finansowych ze szczególnym uwzględnieniem profesjonalnych pośredników finansowych operujących na tych rynkach. Dodatkowym źródłem były dokumenty Wspólnot Europejskich oraz dokumenty przygotowywane przez organy nadzoru nad poszczególnymi rynkami finansowymi, a nadto dokumenty tworzone przez organizacje grupujące fundusze inwestycyjne i spółki nimi zarządzające.

Źródłami badawczymi w odniesieniu do wskaźników makroekonomicznych były dostępne dane Eurostatu, OECD, Banku Światowego oraz krajowych instytucji statystycznych.

Rozdział I

Istota i klasyfikacja instytucji wspólnego inwestowania

Niniejszy rozdział stanowi wprowadzenie do problematyki funduszy inwestycyjnych jako instytucji finansowych działających na rynkach finansowych i składa się z czterech części.

W części pierwszej dokonano prezentacji historii idei wspólnego inwestowania od jej początków sięgających XVIII wieku do czasów współczesnych, ze szczególnym uwzględnieniem rynków krajowych, na których fundusze te w danym okresie dynamicznie się rozwijały. Pierwsze instytucje posiadające cechy współczesnych funduszy inwestycyjnych zostały założone w Holandii w XVIII wieku. Następnie, poprzez wzrost i upadek rynku instytucji wspólnego inwestowania w Wielkiej Brytanii na przełomie XIX i XX wieku, wskazano przyczyny i tendencje rozwoju na rynku funduszy inwestycyjnych w USA od lat dwudziestych XX wieku do czasów współczesnych. Szczególną uwagę zwrócono na analizę poszczególnych etapów rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w USA, bowiem rynek ten jest obecnie najbardziej rozwiniętym i zróżnicowanym rynkiem na świecie, a do niedawna był także rynkiem o najwyższej dynamice rozwoju.

W drugiej części rozdziału zdefiniowano pojęcie rynku finansowego oraz jego znaczenie dla gospodarki, a następnie – przez pryzmat wypełnianych funkcji – przedstawiono rolę pośredników finansowych w systemie finansowym. Wśród ról odgrywanych na rynku finansowym przez fundusze inwestycyjne uwypuklono funkcję mobilizacji oszczędności w celu ich alokacji w sposób zapewniający transfer zasobów w ujęciu makroekonomicznym i dywersyfikację inwestycji z punktu widzenia uczestników funduszy.

Trzecia część rozdziału zawiera typologię funduszy inwestycyjnych i przedstawia funkcjonujące na świecie ich klasyfikacje. Podziały funduszy dokonywane są w oparciu o kryteria ekonomiczne, w szczególności uwzględniają przedmiot lokat funduszy i prowadzoną przez nie politykę inwestycyjną oraz charakterystykę funduszy z punktu widzenia uzyskiwanych dochodów i ich przeznaczenia. Istotnymi kryteriami dalszego podziału funduszy inwestycyjnych są także kryteria prawne, odnoszące się do formy prawnej instytucji i ich dostępności dla inwestorów.

W ostatniej części rozdziału pierwszego przedstawiono systematykę klasyfikacji czynników determinujących wielkość i tempo rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. Zasadniczy podział czynników kształtujących rynki funduszy inwestycyjnych to podział na czynniki ekonomiczne, w tym makro- i mikroekonomiczne,

prawno-podatkowe oraz socjologiczno-psychologiczne. W tej części rozdziału uzasadniono wybór czynników do dalszych rozważań, jakim zostaną poddane w kolejnych rozdziałach oraz wskazano czynniki, których analiza zostanie pominięta.

1.1. Idea wspólnego inwestowania i geneza jej rozwoju

Powszechnie przyjęło się sądzić¹, iż historia instytucji wspólnego inwestowania rozpoczęła się w roku 1868, kiedy w Londynie powołany został *The Foreign and Colonial Government Trust*. W rzeczywistości, instytucje wspólnego inwestowania powstawały w Europie już wcześniej. W 1774 roku holenderski kupiec Abraham van Ketwich zgromadził od inwestorów środki, by powołać fundusz nazwany przez niego *Eendragt Maakt Magt*². Bezpośrednią przyczyną założenia funduszu był krach na giełdzie w Amsterdamie i głęboka bessa lat 1772 – 1773, a zamiarem inicjatora funduszu było umożliwienie drobnym inwestorom, dysponującym niewielkimi środkami, nabywania niedostępnych z uwagi na wysoki nominal papierów wartościowych i w konsekwencji dywersyfikowania swoich inwestycji. Fundusz ten inwestował w Austrii, Niemczech, Holandii, Hiszpanii, Szwecji, Rosji, a także w koloniach w Ameryce Południowej i Centralnej³.

Zanim jednak został utworzony podmiot, charakteryzujący się cechami współczesnych instytucji wspólnego inwestowania, wykształciły się dwie instytucje, które można uznać za ich protoplastów. Były to **renty dożywotnie (tontyny)** oraz **pożyczki kolonialne**⁴.

Pierwszą z nich można zdefiniować jako umowę, na mocy której inicjator (początkowo z reguły panujący, później także inne podmioty) zobowiązywał się w zamian za udostępnione przez dożywotnika⁵ środki pieniężne, do wypłacania mu albo wskazanej osobie trzeciej przez całe jej życie określonej sumy pieniężnej. Tego typu kontrakty były już znane w II wieku p.n.e., a szczyt ich popularności przypadł na średniowieczną Francję⁶, bowiem służyły do finansowania wojen prowadzonych przez panującego, a wypłaty były gwarantowane przez przyszłe dochody skarbu, w szczególności podatki.

Nazwa instytucji (**tontyny**) pochodzi od nazwiska neapolitańskiego bankiera Lorenzo Tontiego, który w 1652 roku zaproponował kardynałowi Julesowi Mazarinowi ten sposób

¹ Por. A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 13.

² Tłum z holenderskiego: „Jedność daje siłę”.

³ K. Geert Rouwenhorst, *The Origins of mutual funds*, w: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, *The Origins of value: The Financial innovations that created modern capital markets*, Oxford University Press, New York 2005, s. 249.

⁴ A. Lange, J. A. List, M. K. Price, *A fundraising mechanism inspired by historical tontines: Theory and experimental evidence*, *Journal of Public Economics*, September 2007, Vol. 91, Issue 9, s. 1750.

⁵ Podmiotowi, któremu dożywotnio przysługuje określone roszczenie o charakterze cywilnym.

⁶ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 250.

finansowania wydatków budżetowych Ludwika XIV⁷, choć historycznie pierwsze tontyny zostały ustanowione przez Karola V w 1542 roku. Zabezpieczone były one dochodami płynącymi z zamorskich prowincji holenderskich⁸.

Począwszy od średniowiecza pojawiały się także tontyny prywatne, które bazowały na gromadzeniu przez jedną osobę wpłat innych osób i corocznej wypłacie określonej z góry puli środków na rzecz dożywcotników pozostających przy życiu w dacie wypłaty. Ponieważ – odmiennie niż w przypadku tontyn państwowych – tontyny prywatne nie mogły korzystać z gwarancji, jaką daje fiskalny aparat państwa i generowane przez niego przychody z poboru podatków, pojawiała konieczność zabezpieczenia przyszłych wypłat. Środki na te wypłaty były najczęściej uzyskiwane poprzez inwestowanie całości zebranej od dożywcotników sumy pieniężnej w przedsięwzięcia gospodarcze albo w dłużne lub w udziałowe papiery wartościowe. Powstawał w ten sposób portfel papierów wartościowych budowany przy założeniu, że dochody z niego winny wystarczać na zaspokojenie corocznych płatności na rzecz dożywcotników⁹.

Tontyny przypominały instytucje wspólnego inwestowania tym, że w istocie były wehikułem do wspólnego inwestowania w papiery wartościowe. Istniały jednak między tontynami a instytucjami wspólnego inwestowania dwie podstawowe różnice. Po pierwsze, w przeciwieństwie do tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, udział w tontynie był przypisany do konkretnej osoby fizycznej i był niezbywalny. Po drugie, podstawowym motywem działania tontyn było uzyskiwanie corocznego dochodu w takiej wysokości, by możliwa była coroczna wypłata na rzecz dożywcotników – dzięki tej cesze tontyny zbliżają się charakterem do współczesnych funduszy dystrybucyjnych, tj. wypłacających uczestnikom całość uzyskanych dochodów. Tontyny nie gwarantowały ani aktywnego zarządzania inwestycjami, ani ich dywersyfikacji.

Drugą z instytucji, które można uznać za pierwowzór funduszy inwestycyjnych, były **pożyczki kolonialne**. Pożyczki te były papierami wartościowymi inkorporującymi prawa do wierzytelności wobec plantatorów w Indiach Zachodnich. Pionierem przekształcania prywatnych pożyczek w notowane papiery wartościowe była spółka *Deutz & Co*, która była zarówno finansującym, jak i pośrednikiem na giełdzie towarowej w Amsterdamie. W 1753

⁷ M. Rubinstein, *Great moments in financial economics*, Journal of Investment Management, 2003, Vol. 1, No. 1, s. 56.

⁸ L. Neal, *The Rise of financial capitalism: International capital markets in the age of reason*, Cambridge University Press, Cambridge 1990, s. 8.

⁹ J. M. Poterba, *Annuities in early modern Europe*, w: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit. s. 208.

roku wyemitowała obligacje na giełdzie amsterdamskiej, a uzyskane w ten sposób środki przeznaczyła na finansowanie zakupów ziemi przez plantatorów w Surinamie.

W zamian za pożyczki, plantatorzy byli zobowiązani do przesyłania do *Deutz & Co* wszelkich uzyskanych plonów, które były następnie sprzedawane na giełdzie towarowej. Dochody z tytułu sprzedaży plonów były rozdzielane pomiędzy plantatorów i posiadaczy obligacji, a prawa własności plantacji stanowiły zabezpieczenie tychże. Pomiędzy 1753 a 1776 rokiem przeprowadzono ponad dwieście podobnych emisji na giełdzie w Amsterdamie¹⁰.

Pożyczki kolonialne charakteryzowały się kilkoma cechami zbliżającymi je do funduszy inwestycyjnych, ale przedmiot ich inwestycji (pożyczki dla plantatorów) nie miał charakteru papierów wartościowych. Ponadto, ich podstawowym zadaniem było – przy użyciu swojej renomy i bez angażowania własnych kapitałów – zdobywanie przez pośredników w handlu towarami kolonialnymi środków pieniężnych na zakładanie nowych plantacji i w konsekwencji zwiększanie skali prowadzonej działalności. Niezależnie od powyższego, pożyczki kolonialne dały początek instrumentom finansowym opartym na wierzytelnościach hipotecznych, bowiem zabezpieczeniem pożyczek udzielanych plantatorom były ich posiadłości ziemskie w koloniach.

Miejsce powstawania powyższych instrumentów nie było przypadkowe – giełda w Amsterdamie u schyłku XVIII wieku była najbardziej rozwiniętym i przejrzystym rynkiem papierów wartościowych na świecie. Zapewniała regularne notowania ponad stu spółkom, których ceny akcji i nowe ich oferty były podawane do publicznej wiadomości w cyklicznych publikacjach. Na powyższym rynku notowane były także obligacje skarbowe emitowane m. in. przez Austrię, Niemcy, Holandię, Anglię i Rosję¹¹. Nie można zapominać, że Holandia była kolebką współczesnych spółek akcyjnych – to tam w 1602 roku powstała Kampania Wschodnioindyjska, która łączyła aktywa licznych drobnych inwestorów dla prowadzenia działalności w zakresie wymiany handlowej z koloniami. Giełda w Amsterdamie rozpoczęła działalność jako giełda towarowa w 1530 roku. Od 1602 roku dokonywany był na niej także obrót akcjami Kampanii Wschodnioindyjskiej. W ciągu następnych kilkudziesięciu lat, na giełdzie tej pojawiło się wiele nowych spółek, a także instrumenty dotychczas znane z giełdy towarowej: krótka sprzedaż, kontrakty *forward* i opcje¹².

¹⁰ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 253.

¹¹ L. Neal, op. cit., s. 80.

¹² E. Stringham, *The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2003, Vol. 43, s. 321.

Rozwój giełdy w Amsterdamie nie odbywał się jednak bez wstrząsów, do których zaliczyć należy kryzys lat 1772 – 1773 wywołany licznymi bankructwami angielskich banków, notowanych w Amsterdamie, wywołanymi nadmierną ekspozycją kredytową na upadłą Angielską Kampanię Wschodnioindyjską.

Prekursorzy idei wspólnego inwestowania – XVIII-wieczna Holandia

W takim otoczeniu ekonomicznym w 1774 roku amsterdamski kupiec i pośrednik Abraham van Ketwich odpowiadając na powstające wśród swoich klientów zainteresowanie podniesieniem bezpieczeństwa dokonywanych inwestycji, wystosował zaproszenie dla potencjalnych inwestorów, oferując im udział w organizowanym przez siebie funduszu nazwanym przez niego *Eendragt Maakt Magt*. Do dzisiejszych czasów zachował się dokument ofertowy¹³, w którym wskazano, że inwestorzy będą otrzymywać coroczną wypłatę z funduszu, a ten będzie lokował środki pozyskane z emisji 2.000 akcji wyłącznie we wskazane papiery wartościowe, w tym w obligacje emitowane przez Rosję i Szwecję, obligacje emitowane przez banki, a także pożyczki kolonialne zabezpieczone posiadłościami w Indiach Zachodnich.

Inwestorzy, którzy objęli akcje funduszu, mogli dokonywać nieograniczonego obrotu nimi, a van Ketwich zobowiązał się do dostarczania im rocznego bilansu funduszu oraz zestawienia jego lokat, za co pobierał wynagrodzenie określone w dokumencie ofertowym.

Wyżej opisany fundusz posiadał podstawową cechę instytucji wspólnego inwestowania – zapewniał dywersyfikację lokat i w konsekwencji ograniczał ryzyko inwestorów. Ponadto, swym charakterem zbliżał się do współczesnych instytucji wspólnego inwestowania o charakterze zamkniętym.

Sukces funduszu założonego przez van Ketwicha szybko znalazł naśladowców. Już w dwa lata później, w 1776 roku z inicjatywy bankierów z Utrechtu powstał fundusz o nazwie *Voordelig en Voorsigtig*¹⁴. Jego dokument ofertowy był oparty na ofercie van Ketwicha, jednakże w porównaniu do poprzednika, zamierzał prowadzić bardziej liberalną politykę inwestycyjną. Ciekawostką jest także to, że dopuszczał także lokaty w akcje funduszu *Eendragt Maakt Magt*¹⁵.

¹³ Znajduje się w archiwach miejskich w Amsterdamie, za: K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 255.

¹⁴ Tłum z holenderskiego: „Dochodowy i Roztropny”.

¹⁵ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 259.

W 1779 roku Abraham van Ketwich stworzył kolejny fundusz pod nazwą *Concordia Res Parvae Crescunt*¹⁶. Fundusz ten miał w zamiarze prowadzenie liberalnej polityki lokowania środków pozyskanych od inwestorów. Dokument ofertowy stanowił bowiem, iż fundusz będzie lokował w *solidne papiery wartościowe, których bieżący spadek wartości wynika ze spekulacji i które mogą być nabyte poniżej ich prawdziwej wartości*¹⁷.

Niestety, żadna z wymienionych powyżej instytucji nie spełniła nadziei pokładanych w niej przez inwestorów. Częściowo dlatego, że ich inwestycje zbyt silnie były związane z holenderskimi koloniami, które po Rewolucji Francuskiej zostały w znacznej części przejęte przez inne państwa, wskutek czego fundusze traciły źródło środków pozwalające im na coroczne wypłaty dywidend¹⁸. *Eendragt Maakt Magt* został zamknięty po pięćdziesięciu latach działalności – po jego likwidacji wypłacono 561 guldenów na akcję, podczas gdy cena jej zakupu wyniosła 500 guldenów. *Concordia Res Parvae Crescunt* został zamknięty po stu czterech latach nieprzerwanej działalności (w 1893 roku) i wypłacił inwestorom jedynie 87% pierwotnie zainwestowanej kwoty¹⁹.

Pomimo niespełnienia pokładanych przez inwestorów nadziei w pierwszych funduszach, fundusze te nadal rozwijały się w Holandii. Drugim ważnym etapem ich rozwoju były lata 1788 – 1804, kiedy powstało około trzydziestu instytucji operujących na rynku długu.

Oprócz Hiszpanii i Francji, Holandia była podmiotem najbardziej zaangażowanym w finansowanie rewolucji amerykańskiej. Pomiędzy 1782 a 1791 rokiem pozyskano celem finansowania wojny około 32 miliony guldenów. Kwota ta powiększała wydatki wojenne podejmowane przez Kongres i poszczególne stany, co przy ograniczonych z powodu wojny domowej dochodach z podatku oraz wypłatach żołdu na rzecz walczących w formie gwarantowanych przez rząd certyfikatów powodowało postępującą deprecjację waluty amerykańskiej oraz spadek wartości amerykańskiego długu do poziomu 30 – 40 centów za jednego dolara.

Pierwszym z funduszy operujących na rynku amerykańskiego długu był fundusz założony w 1788 roku przez amsterdamskich bankierów Pietra Stadnitskiego oraz Hendrika van Vollenhoven. Dokument ofertowy zaoferowanego przez nich funduszu wskazywał na

¹⁶ Nazwa instytucji wywodzi się od pierwszej części maksymy rzymskiego historyka Caiusa Sallustiusa Crispusa *Concordia res parvae crescunt, discordia maximae dilabuntur* (W zgodzie nawet najmniejsze rzeczy wzrastają, w niezgodzie nawet największe upadają).

¹⁷ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 261.

¹⁸ M. Den Otter, *Anlagefonds – Geschichten*, Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich, <http://www.isb.unizh.ch>, s. 10.

¹⁹ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 262.

zamiar czerpania dochodów z tytułu różnicy pomiędzy skupowanymi wierzytelnościami wobec Kongresu oraz poszczególnych stanów a faktycznie otrzymanymi płatnościami. Fundusz ten pozwalał indywidualnym, drobnym inwestorom na udział w zyskach z tytułu skupu długu. W latach 1788 – 1804 zaoferowano inwestorom akcje dalszych dwudziestu dziewięciu funduszy, których celem inwestycyjnym było skupowanie amerykańskich zobowiązań²⁰.

Instytucje wspólnego inwestowania w XIX-wiecznej Wielkiej Brytanii

W dziewiętnastym stuleciu w Wielkiej Brytanii jednocześnie występowało kilka czynników sprzyjających powstawaniu instytucji o charakterze zbliżonym do współczesnych funduszy inwestycyjnych. Warto o nich wspomnieć, bowiem czynniki te kształtują także wielkość i tempo rozwoju współczesnych rynków instytucji wspólnego inwestowania.

Wielka Brytania w dziewiętnastym wieku była mocarstwem o silnej gospodarce opartej na koloniach i rodzącym się przemyśle. Gospodarka pozwalała na bieżące finansowanie przemysłu oraz infrastruktury, w tym kolejowej, co pozwoliło na jej rozwój na miarę ówczesnej myśli technicznej. Z drugiej strony, istniała znaczna liczba osób należących do klasy średniej i wyższej, która finansowała swoje potrzeby konsumpcyjne z dochodów z odziedziczonego majątku. Kapitał ten w głównej mierze inwestowany był w emitowane przez rząd dłużne papiery wartościowe, które były głównym przedmiotem obrotu na giełdzie w Londynie. Znaczący udział w obrotach tej giełdy miały też instrumenty dłużne emitowane przez obce rządy. Szacuje się, że w połowie XIX wieku w instrumenty notowane na giełdzie w Londynie ulokowana została trzecia część światowych oszczędności²¹.

Dodatkowo, w świetle ówczesnie obowiązującego prawa, istniały ograniczone możliwości lokowania oszczędności. Prowadzenie działalności gospodarczej przez osoby fizyczne nawet w formie spółek wiązało się z koniecznością ponoszenia ryzyka gospodarczego wynikającego z braku ograniczenia odpowiedzialności majątkowej wspólników spółek, którzy całym swoim majątkiem odpowiadali za rezultaty gospodarcze przedsięwzięcia. W powyższym ujęciu przełomowe były lata 1856 oraz 1862, kiedy przyjęto akty prawne liberalizujące zasady tworzenia i funkcjonowania spółek²². Powołanie spółek nie wymagało już nadania jej statutu przez parlament, a najważniejszą zachętą do ich tworzenia

²⁰ Ibidem, s. 265.

²¹ L. Neal, *The London Stock Exchange in the first age of globalization, 1801 – 1914*, EHES Conference, Istanbul 2005, <http://www.ata.boun.edu.tr>, s. 3.

²² Pierwszym z nich, który umożliwił co najmniej siedmiu osobom utworzenie spółki o ograniczonej wobec wierzycieli odpowiedzialności i wyłączał możliwość zaspokajania się z majątków założycieli był *The Joint Stock Companies Act 1856*, za: P. Barnes, *The Origins of limited liability in Great Britain, the first panic, and their implications for limited liability and corporate governance today*, December 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=488703.

było wprowadzenie zasady wyłączenia odpowiedzialności akcjonariuszy za zobowiązania spółki²³. To był znaczący impuls do wykorzystywania formy prawnej spółki kapitałowej do finansowania przedsięwzięć, które z uwagi na swój rozmiar lub ryzyko gospodarcze nie mogły być finansowane przez jedną osobę.

Skutkiem stale spadającej rentowności rządowych instrumentów dłużnych w drugiej połowie XIX wieku był spadek dochodów osób pokrywających swoje wydatki z uzyskanego oprocentowania tych instrumentów. Osoby te poszukiwały sposobu utrzymania swoich dochodów na dotychczasowym poziomie, jednakże brak było innych atrakcyjnych możliwości alokacji oszczędności zapewniających jednocześnie stały dochód²⁴.

Wykreowanie ram prawnych do tworzenia spółek kapitałowych, spowodowało, że na szerszą skalę możliwe było wykorzystywanie konstrukcji spółki akcyjnej do publicznego zbierania środków na prowadzenie działalności gospodarczej oraz na dokonywanie inwestycji.

Te dwa czynniki spowodowały, że w roku 1863 utworzono w Londynie dwie instytucje *The International Financial Society* oraz *The London Financial Association*²⁵. Publicznie zebrane środki przeznaczały one na zakup dłużnych instrumentów finansowych od spółek kolejowych, ale z uwagi na brak rozproszenia inwestycji nie mogą być one uznane za instytucje wspólnego inwestowania w dzisiejszym rozumieniu tego pojęcia.

Powszechnie przyjmuje się, choć nie bez wyjątków²⁶, że pierwszą instytucją wspólnego inwestowania był założony w Londynie przez adwokata Philippa Rose'a, Samuela Lainga oraz Jamesa Thompsona MacKenziego z inicjatywy lorda Westbury'ego 19 marca 1868 roku *The Foreign and Colonial Government Trust*. Obiecywał on *inwestorom o skromnych środkach te same korzyści jak wielkim kapitalistom (...) poprzez rozłożenie inwestycji na większą liczbę akcji*²⁷. Bezpośrednią przyczyną powołania funduszu (trustu) był zamiar zachowania pełnej kontroli nad inwestycjami, co nie było możliwe na gruncie obowiązującego wówczas prawa, regulującego powstawanie i działalność spółek akcyjnych

²³ E. Hutson, *The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain*, International Review of Financial Analysis, 2005, Vol. 14, Issue 4, s. 439.

²⁴ Stopy zwrotu z obligacji rządowych Wielkiej Brytanii spadły z poziomu 4% rocznie w 1850 roku do niecałych 2% w 1890 roku – za: Hudson E., op. cit., s. 445.

²⁵ B. R. Chabot, Ch. Kurz, *Trust me with your money: English investors and the precursor of the modern mutual fund*, s. 2, http://icf.som.yale.edu/pdf/hist_conference/Ben_Chabot.pdf.

²⁶ Por. N. Belfer, R. Weinberg, *Recent developments in the investment trust field*, Southern Economic Journal, April 1950, Vol. 16, No 4, s. 448, którzy wskazują, że pierwszą instytucją tego typu był *Société Générale de Belgique* powołany w Brukseli w roku 1822; por. także: M. den Otter, op. cit., s. 36, który wskazuje na powstały w marcu 1849 roku w Szwajcarii *Omnium, Société Générale Gènoise d'emploi de Fonds*.

²⁷ za: *1997 Mutual Fund Fact Book*, Investment Company Institute, New York 1998, s. 16.

*Companies Act 1862*²⁸. Przedmiotem inwestycji tego funduszu były obligacje, głównie rządowe inne niż brytyjskie, a odpowiednie zróżnicowanie portfela zapewniało ograniczenie do 10% aktywów możliwości lokowania w jeden rodzaj instrumentu finansowego. W istocie rzeczy dywersyfikacja następowała na dwóch poziomach. Po pierwsze, inwestor, nabywając akcje funduszu, nabywał jednocześnie prawo do części jego portfela składającego się z licznych papierów wartościowych. Po drugie, fundusz kupując emitowane przez rządy papiery wartościowe, charakteryzujące się z reguły niską płynnością i emitując wysoce płynne akcje stawał się idealną możliwością zapewnienia nawet znacznym inwestorom dywersyfikacji międzynarodowej.

W ciągu kolejnych dziesięciu lat utworzono w Londynie dziesięć dalszych funduszy inwestycyjnych. Najbardziej znanym z nich był *First Scottish American Investment Trust*, założony w 1873 roku przez Roberta Fleminga, którego celem inwestycyjnym było lokowanie środków inwestorów w dłużne papiery wartościowe emitowane przez amerykańskie przedsiębiorstwa kolejowe²⁹. Ten fundusz winien być uznany za pierwowzór funduszy wyspecjalizowanych w inwestycjach w określone branże³⁰.

Pierwszy silny okres rozwoju instytucji wspólnego inwestowania przypadł na lata 1880 – 1890. W tym okresie powstało według różnych źródeł od 55 do blisko 100 takich instytucji³¹. Czas *prosperity* zakończył się w 1890 roku, wraz z załamaniem na londyńskiej giełdzie, zwanym *kryzysem Barings*. Wskutek przewrotu politycznego w Afryce Południowej i niewypłacalności Argentyny, kraje te zaprzestały obsługi swego długu, co w odniesieniu do nadmiernie eksponowanego na powyższe rynki banku *Barings Brothers* spowodowało jego niewypłacalność³². *Barings* został dofinansowany przez Bank Anglii, natomiast niewypłacalność emitentów instrumentów dłużnych kupowanych przez instytucje wspólnego inwestowania wpłynęła negatywnie na ich notowania oraz możliwości wypłacania corocznej dywidendy, co znacząco i na wiele lat obniżyło zaufanie do tych instytucji.

Fundusze powstałe w drugiej połowie XIX wieku adresowane były do *inwestorów, którzy wymagają zwrotu z powierzonego kapitału wyższego niż 4 procent, ale dla których praktycznie pewny dochód jest najwyższą koniecznością. Inwestycje, które można obecnie zakupić, dające 5 czy 6 procent rocznie, mają już inny charakter niż ten, jaki żądany jest przez osoby wymagające absolutnego bezpieczeństwa i wyższego zwrotu niż ten, który są w stanie*

²⁸ M. den Otter, op cit., s. 12.

²⁹ C. Swan, *Female investors within the Scottish investment trust movement: Independent women or desperate housewives ?*, XIV International Economic History Congress – Session 83, Helsinki 2006.

³⁰ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 269.

³¹ E. Hudson, op. cit., s. 449.

³² Ibidem, s. 450.

*samodzielnie osiągnąć*³³. Fundusze te były jednym ze sposobów bezprecedensowego w swej wielkości eksportu kapitału z Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec, jaki dokonał się w drugiej połowie XIX wieku i w pierwszych trzynastu latach XX wieku. Różniły się one zasadniczo od współczesnych funduszy inwestycyjnych, mimo że podobnie, jak ma to miejsce dzisiaj, podstawową zasadą ich działalności było minimalizowanie ryzyka dokonywanych inwestycji przez ich dywersyfikację.

Podstawową cechą różniącą dziewiętnastowieczne fundusze od dzisiejszych była względna niezmiennosc ich portfela inwestycyjnego. Fundusze te były zarządzane pasywnie, a ich planowane lokaty wraz z wielkościami inwestycji zazwyczaj wskazywane były w dokumentach ofertowych. Także w trakcie istnienia funduszu, zmiana instrumentów wchodzących w skład jego portfela możliwa była tylko w wyniku zaistnienia wyjątkowych okoliczności.

Po drugie, fundusze te z zasady wypłacały coroczną dywidendę w stałej wysokości. Wypłata dywidendy związana była ze wspomnianym powyżej faktem, iż akcjonariuszami funduszy były osoby, które traktowały je nie jako sposób oszczędzania, lecz jako sposób zapewnienia z posiadanego przez nie majątku strumienia bieżących dochodów służących pokrywaniu potrzeb konsumpcyjnych. Konieczność wypłacania okresowej dywidendy, przy założeniu niepewności co do wypłacalności emitentów instrumentów wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszu, powodowała potrzebę posiadania przez fundusz relatywnie dużego zapasu nieulokowanych środków w gotówce.

Trzecią istotną cechą charakterystyczną dla instytucji wspólnego inwestowania tamtej epoki był określony okres, na jaki zostały utworzone oraz sposób, w jaki odkupywały wyemitowane przez siebie akcje. Fundusze te tworzone były zazwyczaj na okres 20 – 30 lat. W trakcie ich istnienia systematycznie odkupywały część wyemitowanych akcji. Posiadacze akcji do umorzenia wybierano w drodze losowania – było to konsekwencją faktu, iż akcje zazwyczaj sprzedawane były inwestorom poniżej ich wartości nominalnej, a odkupywane po wartości księgowej, co powodowało, że najwyższą stopę zwrotu z tych inwestycji osiągnęli inwestorzy, których akcje odkupione zostały najwcześniej.

Czwartą cechą, charakterystyczną dla dziewiętnastowiecznych funduszy, było emitowanie przez nie różnych klas instrumentów finansowych. Fundusze te emitowały akcje zwykłe, akcje uprzywilejowane (w różny sposób – począwszy od wielkości przypadającej na nie dywidendy do wielkości środków, jakie przysługiwały na te akcje po likwidacji funduszu),

³³ A. Scratchley, *On average investment trusts*, Shaw and Sons, London 1875, s. 6, za: Hudson E., op. cit., s. 446.

akcje założycielskie, ale także instrumenty dłużne. To właśnie emisja instrumentów dłużnych, czyli finansowanie inwestycji funduszy długiem jest cechą charakterystyczną różniącą je od współczesnych instytucji typu otwartego.

Wszystkie opisane powyżej przedsięwzięcia wspólnego inwestowania miały charakter instytucji zamkniętych – przeprowadzały jedną (lub kilka) emisji akcji, które następnie były przedmiotem obrotu. Pierwszym funduszem, który zbliżał się swoją charakterystyką do cieszących się obecnie największą popularnością funduszy otwartych, był utworzony w 1924 roku w Bostonie *The Massachusetts Investors Trust*, który w sposób ciągły sprzedawał nowym inwestorom oraz odkupywał od dotychczasowych akcje po cenie wynikającej z przypadającej na nie wartości aktywów znajdujących się w portfelu funduszu³⁴.

Rozwój rynków funduszy inwestycyjnych od lat dwudziestych do lat siedemdziesiątych XX wieku

Lata dwudzieste XX wieku były okresem *prosperity* dla instytucji wspólnego inwestowania. Na rynku amerykańskim instytucje te zdobyły znaczącą popularność, a w skutek długotrwałej hossy na rynkach akcji, dodatkowo przyciągały nowych inwestorów dobrymi wynikami inwestycyjnymi. To właśnie konkurowanie o osiąganie coraz lepszych wyników zarządzania powierzonymi środkami stało się pośrednią przyczyną utraty zaufania do instytucji wspólnego inwestowania.

Sposób funkcjonowania wskazanych wyżej instytucji wspólnego inwestowania działających w oparciu o zasadę dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego osiąganęj poprzez lokowanie aktywów w różne instrumenty finansowe, zbliża je do funduszy inwestycyjnych we współczesnym rozumieniu. Pod pojęciem **funduszu inwestycyjnego** rozumieć należy wyodrębnioną masę majątkową pochodzącą z dobrowolnych wpłat inwestorów, które lokowane są w różne instrumenty finansowe przy zachowaniu zasady ograniczenia ryzyka inwestycyjnego w celu umożliwienia inwestorom korzystania ze wzrostu wartości tych instrumentów.

Na rynku amerykańskim pierwsze ważniejsze instytucje typu zamkniętego i otwartego powstały w roku 1924 (*Dillon, Read & Co* zaferowało znajdujące się w publicznym obrocie akcje funduszu zamkniętego *the U.S. & Foreign Securities Corporation*, w tym samym roku utworzony został wspomniany wyżej *the Massachusetts Investors Trust*). W ciągu kolejnych trzech lat powstało 56 nowych funduszy zamkniętych i 13 otwartych. W 1929 roku prowadziło działalność 89 instytucji zamkniętych, w których 533 tysiące inwestorów

³⁴ K. Geert Rouwenhorst, W. N. Goetzmann, op. cit., s. 269.

zgrupowało 95,4% aktywów szacowanego wówczas na nieco ponad 3 miliardy dolarów rynku. Dla porównania, funduszy otwartych istniało w tym okresie 19, a ulokowało w nich środki zaledwie 49 tysięcy inwestorów³⁵.

Mając na względzie wieloletnią hossę, walcząc o oszczędności oraz będąc przekonanym o trwałości wzrostów kursów akcji zarządzający funduszami zaczęli prowadzić coraz bardziej agresywną politykę inwestycyjną, opierającą się w znacznej mierze na finansowaniu inwestycji nie tylko środkami pozyskanymi od uczestników, ale także kredytami³⁶. Taka strategia w połączeniu z gwałtownym zwrotem trendu na amerykańskiej giełdzie w październiku 1929 roku spowodowała masowe bankructwa instytucji wspólnego inwestowania na początku lat trzydziestych XX wieku, nadszarpnięcie ich reputacji oraz utratę zaufania inwestorów na kolejnych prawie czterdzieści lat.

Czynnikiem dodatkowo pogłębiającym kryzys zaufania był fakt, że większość instytucji wspólnego inwestowania powstawała w latach 1927 – 1929 i konstruowała swoje portfele inwestycyjne w oparciu o znacznie przewartościowane już wtedy akcje³⁷. Tytułem przykładu można podać, że w samym sierpniu i wrześniu 1929 roku zaoferowano akcje nowych funduszy zamkniętych warte 1 mld dolarów – uplasowano je na rynku w całości, bowiem premie wycen akcji istniejących już funduszy w stosunku do przypadającej na nie wartości aktywów netto sięgały 50 procent – liczby te potwierdzają, jak wielki był optymizm inwestorów i jednocześnie, jak wielkie musiało być ich rozczarowanie Czarnym Wtorkiem³⁸.

Wielki Kryzys przełomu lat dwudziestych i trzydziestych skłonił rząd USA, a później także rządy innych krajów do bliższego przyjrzenia się zasadom funkcjonowania rynku kapitałowego jako będącego coraz bardziej istotnym dostarczycielem kapitału dla gospodarki.

Działania miały na celu uregulowanie statusu samych giełd, jak i podmiotów na nich funkcjonujących. Główną dyrektywą podejmowanych działań było zapewnienie bezpieczeństwa i otoczenie ochroną inwestorów, których kapitały były lokowane na rynku finansowym. Dodatkowo, w odniesieniu do instytucji wspólnego inwestowania, przesłankami wprowadzenia regulacji prawnych był zamiar ochrony inwestorów przed nadmiernymi opłatami pobieranymi przez zarządzających funduszami oraz innymi zachowaniami wykorzystującymi przewagę informacyjną zarządzających nad inwestorami, przy istniejącej

³⁵ W. J. Baumol, S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, M. F. Koehn, *The economics of mutual fund markets: Competition versus regulation*, Kluwer Academic Publishers, New York 1990, s. 27.

³⁶ A. Chróścicki, op. cit., s. 14.

³⁷ D. L. Kremmerer, *American financial institutions: the marketing of securities 1930 – 1952*, Journal of Economic History, 1952, Vol. 12, No. 4, s. 454.

³⁸ A. Shleifer, J. Bradford De Long, *The bubble of 1929; Evidence from closed – end funds*, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 3523, 1990, s. 3.

wówczas strukturze rynku, którego przeważającą część stanowiły instytucje typu zamkniętego, których udziały mogły być zbywane przez inwestorów tylko innym podmiotom i w związku z tym możliwe do zbycia po cenie nieodzwoiercedlającej wartości rynkowej³⁹.

Efektom powyższych działań były pionierskie regulacje prawne odnoszące się do sposobu oferowania instrumentów finansowych zawarte w *Securities Act 1933* oraz regulacje dotyczące zinstytucjonalizowanego obrotu tymi instrumentami znajdujące się w *Securities Exchange Act 1934*. Z punktu widzenia przyszłości instytucji wspólnego inwestowania kluczowe znaczenie miały dwie ustawy wydane w roku 1940. Pierwszą z nich była *Investment Company Act 1940* wprowadzający fundamentalne dla bezpieczeństwa inwestorów zasady: (1) dostępu do odpowiednich informacji związanych z oferowanymi akcjami instytucji wspólnego inwestowania, (2) codziennej wyceny aktywów instytucji w oparciu o ich wartość rynkową oraz (3) możliwość żądania odkupienia akcji instytucji typu otwartego w każdym czasie i obowiązek dokonania takiego odkupienia w ciągu siedmiu dni. Wprowadził także (4) bezwzględny zakaz transakcji pomiędzy zarządzającymi a zarządzaną instytucją, wreszcie (5) powoływał statutowy organ: radę dyrektorów działającą niezależnie od zarządzających instytucją wspólnego inwestowania. Przełomem w zakresie kształtowania ram polityki inwestycyjnej instytucji było wprowadzenie limitów inwestycyjnych wymuszających dywersyfikację portfela inwestycyjnego i w konsekwencji mających na celu ograniczenie ryzyka inwestycyjnego podejmowanego w imieniu inwestorów. Drugim z fundamentów rynku tych instytucji była ustawa o doradztwie inwestycyjnym *Investment Advisory Act 1940*, która swoim zakresem obejmowała pośrednictwo i doradztwo świadczone przez jakiekolwiek podmioty, z wyjątkiem banków.

Wprowadzone w latach trzydziestych XX wieku do amerykańskiego systemu prawnego ramy podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania mające na celu przede wszystkim ochronę inwestorów, wyprzedzały o całą epokę tendencje, które ujawniły się na innych rynkach począwszy od lat pięćdziesiątych XX wieku. Stopniowo, pojawiały się regulacje dotyczące samych rynków kapitałowych oraz – w dalszej kolejności – podmiotów na nich działających, w tym instytucji wspólnego inwestowania. Regulacje te zostały wprowadzone w Belgii (1947), Niemczech (1949), Austrii (1958), Hiszpanii (1958), Luksemburgu (1959), Danii (1962) i Francji (1964).

³⁹ W. J. Baumol, S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, M. F. Koehn, op. cit., s. 47.

Rozwój rynków funduszy inwestycyjnych od lat siedemdziesiątych XX wieku

Minęło jednak jeszcze ponad trzydzieści lat, w których instytucje wspólnego inwestowania stopniowo odzyskiwały nadszarpnięte zaufanie inwestorów i rozpoczęły odzyskiwanie popularności. Proces ten na rynku amerykańskim rozpoczął się na początku lat siedemdziesiątych XX wieku.

Jego bezpośrednim katalizatorem było jednoczesne wystąpienie dwóch niżej wskazanych czynników. Pierwszym z nich było nienadążające za zmianami na rynkach finansowych **amerykańskie prawo regulujące działalność nadzoru bankowego 1913 Federal Reserve Act**, w tym w szczególności wprowadzona wskutek Wielkiego Kryzysu tzw. Regulacja Q⁴⁰ (*Regulation Q*) ograniczająca do 5 i ¼ procenta oprocentowanie depozytów bankowych oraz jakichkolwiek świadczeń wypłacanych na rzecz deponentów z tytułu powierzenia instytucji bankowej środków pieniężnych. Dopóki inflacja pozostawała na niskim poziomie, co miało miejsce w zasadzie przez cały okres obowiązywania Regulacji Q, regulacja ta miała relatywnie niewielki wpływ na działalność banków i atrakcyjność oferowanych przez nie produktów depozytowych. Od 1973 roku inflacja zaczęła regularnie przekraczać poziom maksymalnych odsetek, do jakich wypłacania były uprawnione banki.

Wzrost inflacji był drugim czynnikiem, który przyczynił się do zwrotu inwestorów w kierunku funduszy inwestycyjnych, które nie posiadały ograniczenia zmian wartości powierzonych im środków pieniężnych. Taka sytuacja powodowała, że środki zdeponowane na rachunkach bankowych w ujęciu realnym traciły na wartości, podczas gdy rynkowe stopy procentowe przekraczające granicę 5 i ¼ procenta powodowały wzrost stóp zwrotu osiąganym przez fundusze inwestujące w dłużne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego.

Dodatkowo, w latach sześćdziesiątych XX wieku Kongres USA dokonał przeglądu funkcjonowania ustaw regulujących rynek kapitałowy. Rezultatem tego przeglądu w odniesieniu do instytucji wspólnego inwestowania były: pochodzący z 1962 roku *Raport Wharton (A Study of Mutual Funds Prepared for the Securities and Exchange Commission by the Wharton School of Finance and Commerce)*⁴¹ oraz raport amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych *Public Policy Implications of Investment Company Growth*⁴². Oba te raporty wskazywały na potencjalne konflikty interesów pomiędzy uczestnikami funduszy a

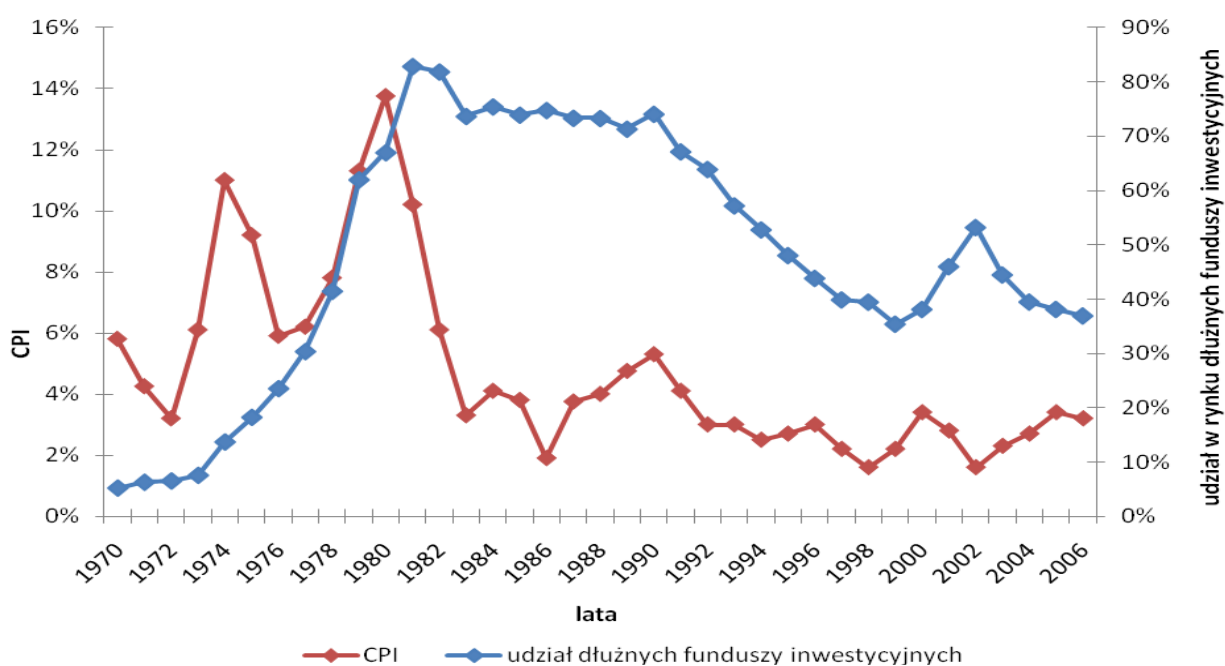
⁴⁰ Regulacja Q została wydana w 1929 roku podczas Wielkiego Kryzysu, a jej restrykcyjność została ograniczona począwszy od 1986 roku na mocy *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 1980*.

⁴¹ http://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1962_0801_Wharton/index.php.

⁴² http://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1966_InvestCoGrowth/FRONTMatter.PDF.

zarządzającymi, na brak instrumentów sprawowania przez uczestników funduszy efektywnej kontroli nad zarządzającymi oraz na brak konkurencyjności tego rynku wyrażający się utrzymywaniem stałego poziomu opłat mimo wzrostu wielkości zarządzanych aktywów⁴³. Kwestie te w 1970 roku stały się przedmiotem obszernej nowelizacji *Investment Company Act*, w sposób znaczący poprawiając poziom ochrony inwestorów przed nadużyciami zarządzających funduszami.

Ponadto, wskutek niesprzyjającej koniunktury panującej na rynkach akcji i wzrostu inflacji, aktywa instytucji wspólnego inwestowania znacząco spadły do roku 1974. Wtedy właśnie – celem zatrzymania inwestorów wycofujących środki z funduszy – utworzono pierwszy fundusz, którego przedmiotem lokat były instrumenty rynku pieniężnego. Powstanie takiego funduszu nie byłoby możliwe bez uprzedniego rozwoju finansowania przedsiębiorstw krótkoterminowym długiem (*commercial papers*) i rozwoju rynku instrumentów pieniężnych⁴⁴.



Wykres 1. Indeks cen dóbr konsumpcyjnych a udział funduszy inwestycyjnych lokujących środki w dłużne instrumenty finansowe w aktywach ogółem powierzonych instytucjom wspólnego inwestowania w USA w latach 1970 – 2007

Źródło: Investment Company Institute oraz Federal Reserve Board

⁴³ W. J. Baumol, S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, M. F. Koehn, op. cit., s. 55.

⁴⁴ R. C. Merton, Z. Bodie, *A Conceptual framework for analyzing the financial environment*, w: D. B. Crane (red.), *The Global financial system. A functional perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995, s. 20.

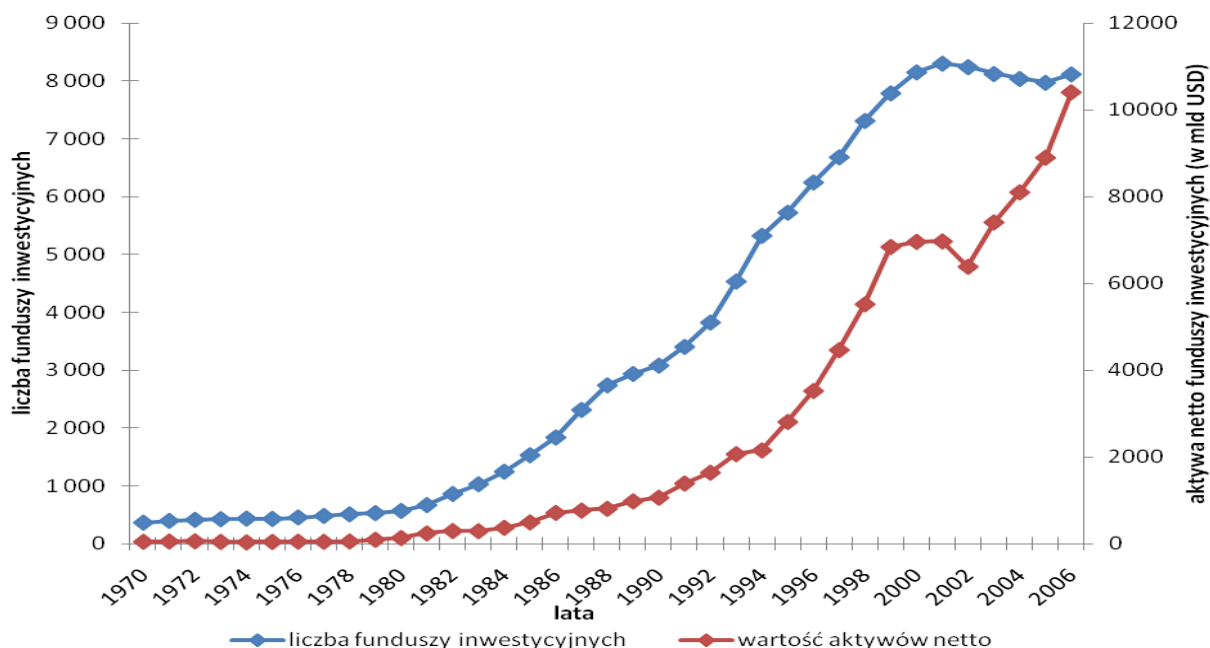
W 1974 roku *spread* pomiędzy maksymalnym oprocentowaniem, jakie mogły zaoferować banki a stopami zwrotu osiąganymi przez fundusze rynku pieniężnego, osiągnął 4 punkty procentowe. Do 1981 roku różnica ta sięgnęła 12 punktów procentowych⁴⁵. Powyższe oznaczało zasadniczą zmianę w percepcji ryzyka inwestycyjnego: inwestorzy ponosili znacznie wyższe ryzyko uzyskania ujemnej realnej stopy zwrotu z inwestycji w przypadku powierzania środków bankom, niż miało to miejsce w przypadku ulokowania ich w funduszach inwestycyjnych – nawet tych alokujących aktywa w możliwie najbardziej bezpieczne instrumenty⁴⁶. Zależność pomiędzy poziomem indeksu cen dóbr konsumpcyjnych (CPI) w latach 1970 – 2007 a wielkością udziału w rynku funduszy inwestycyjnych podmiotów, lokujących środki pieniężne w dłużne instrumenty finansowe, w tym w obligacje oraz w instrumenty rynku pieniężnego przedstawia wykres 1.

Powyższy proces skutkowało dwoma istotnymi konsekwencjami dla przyszłości funduszy inwestycyjnych w USA. Po pierwsze, inwestorzy stracili zaufanie do banków i skarbowych instrumentów dłużnych (także objętych Regulacją Q) jako do instytucji chroniących realną wartość powierzonego im kapitału. Po drugie, gdy inflacja zaczęła spadać poniżej 5 procent, co w konsekwencji spowodowało także spadek stóp zwrotu osiąganym przez fundusze inwestycyjne prowadzące bezpieczną politykę, inwestorzy zaczęli wycofywać środki z tych instytucji i – zamiast powierzać je z powrotem bankom – rozpoczęli proces przenoszenia inwestycji w kierunku udziałowych papierów wartościowych, notowanych na giełdach oraz w kierunku funduszy inwestycyjnych lokujących, choćby część środków w takie instrumenty.

Przed inwestorami dysponującymi mniejszymi środkami pojawiły się w związku z powyższym dwa problemy. Jeden, związany z niewielkim kapitałem, uniemożliwiającym zbudowanie – przy zachowaniu niewysokich kosztów transakcji – zdywersyfikowanego portfela pozwalającego na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego i drugi – powiązany z rozwojem amerykańskich giełd jako miejsc pozyskiwania kapitału, co w konsekwencji powodowało znaczący wzrost liczby notowanych papierów wartościowych i utrudniało ich racjonalny dobór.

⁴⁵ J. Nocera, *A Piece of the action: How the middle class joined the money class*, Simon & Schuster, New York 1994, s. 197

⁴⁶ J. Santon, *The Roots of broadened stock ownership*, Joint Economic Committee of US Congress 2000, <http://www.house.gov>



Wykres 2. Aktywa netto i liczba funduszy inwestycyjnych w USA w latach 1970 – 2007 (dane na koniec roku)

Źródło: Investment Company Institute

Lokowanie aktywów w funduszach inwestycyjnych stanowiło rozwiązanie dla obu tych dylematów. Stąd począwszy od końca lat siedemdziesiątych XX wieku rynek amerykański nieustannie się rozwijał, zarówno pod względem wielkości mierzonej sumą aktywów netto powierzonych instytucjom, jak i pod względem ilości instytucji i ich różnorodności. Wykres 2 przedstawia wielkości aktywów netto funduszy inwestycyjnych w USA w latach 1970 – 2007 oraz ich ilość w tym okresie.

W parze ze wzrostem oferty instytucji, w tym w szczególności kreowaniu nowych produktów, następował wzrost liczby uczestników (mierzony liczbą otwartych przez nich rachunków w instytucjach) oraz udział funduszy inwestycyjnych w aktywach gospodarstw domowych. Dwoma najistotniejszymi czynnikami powodującymi stopniowe przesuwanie oszczędności z bezpośrednich lokat na rynku kapitałowym na rzecz powierzania ich funduszom inwestycyjnym były:

- stopniowe, wynikające z ekonomii skali w działalności tychże funduszy, obniżanie opłat obciążających inwestorów oraz
- wzrost zaufania, jakim inwestorzy darzą fundusze inwestycyjne⁴⁷.

⁴⁷ J. V. Duca, *Why have U.S. households increasingly relief on mutual funds to own equity?*, The Review of Income and Wealth, September 2005, Vol. 51, No 3, s. 375.

Dodatkowo, znaczący udział w aktywach powierzonych funduszom przez gospodarstwa domowe stanowiły środki przeznaczone na zabezpieczenie emerytalne. Przyczyną tego stanu rzeczy jest rozbudowany system zachęt do oszczędzania z myślą o emeryturze składający się z trzech elementów:

- *Social Security* – ubezpieczenia obowiązkowego,
- *Individual Retirement Arrangement* – dobrowolnych, utworzonych na mocy *Individual Retirement Arrangement Act* z 1973 roku indywidualnych kont emerytalnych, na które składki – do pewnej wysokości – są zwolnione od opodatkowania,
- *401 (k)* – pracowniczych planów emerytalnych, na które składki są współfinansowane przez pracownika i pracodawcę, a ten ostatni jest zobowiązany do zarządzania nimi⁴⁸.

Zwolnienia podatkowe istniejące od wprowadzenia indywidualnych kont emerytalnych (IRA) spowodowały w USA znaczną popularność długoterminowego gromadzenia środków przeznaczonych na cele emerytalne. Według danych na koniec 2005 roku umowę o prowadzenie IRA zawarło 41,4% gospodarstw domowych⁴⁹.

Równoległe do rynku amerykańskiego – instytucje wspólnego inwestowania rozwijały się w **Wielkiej Brytanii**. Wobec braku w Europie, analogicznych do Regulacji Q, czynników stymulujących, rynek ten pozostawał w uśpieniu. Innym rynkom regionu, a także rynkowi japońskiemu (pierwsza instytucja powstała tam w 1965 roku) trudno było przekonać inwestorów do zalet lokowania oszczędności w funduszach inwestycyjnych wobec ich przyzwyczajień związanych z przechowywaniem środków w bankach.

W Europie kontynentalnej krajowe rynki instytucji wspólnego inwestowania rozwijały się w różnym tempie, co wynikało z działania charakterystycznych dla nich czynników. W konsekwencji, obecnie rynki te znacząco różnią się między sobą: wielkością, różnorodnością i stopniem rozwoju. Ich szczegółowa analiza zawarta została w kolejnych rozdziałach.

Zauważalny wzrost wartości aktywów powierzanych instytucjom wspólnego inwestowania z siedzibą na terytorium państw należących do Unii Europejskiej notuje się od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Powyższe było konsekwencją łącznego zaistnienia wielu czynników, w tym stabilnego, wieloletniego wzrostu gospodarczego,

⁴⁸ Z. Zawadzka, *Oszczędzanie w ramach planów emerytalnych w Stanach Zjednoczonych*, w: D. Dziawgo (red.), *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 211.

⁴⁹ *The role of IRA's in Americans' retirement preparedness*, Research Fundamentals, Investment Company Institute, January 2006, Vol. 15, No 1.

stopniowego wzrostu zamożności społeczeństw, a także dobrej kondycji rynków finansowych.

Nie bez znaczenia było też stopniowe ujednocianie – przy pomocy narzędzi prawa wspólnotowego – **ram prawnych** podejmowania i prowadzenia działalności przez wybrane kategorie instytucji wspólnego inwestowania, o czym szersze rozważania znajdują się w rozdziale drugim i trzecim.

Od momentu wprowadzenia do ustawodawstw państw członkowskich Unii Europejskiej regulacji pierwotnej wersji Dyrektywy UCITS⁵⁰ można – w odniesieniu do instytucji wspólnego inwestowania, objętych jej regulacjami i w konsekwencji uprawnionych do korzystania z jednolitej licencji – przyjąć, że powstał jeden paneuropejski rynek tych instytucji. Jednocześnie, instytucje wspólnego inwestowania, nieobjęte zakresem Dyrektywy UCITS, dalej tworzyły rynki krajowe, bowiem w odniesieniu do nich nie uległy likwidacji bariery prawne do szerszego oferowania tytułów uczestnictwa⁵¹. Konsekwencją takiego podziału europejskich instytucji wspólnego inwestowania jest z jednej strony przyjęcie, że instytucje z siedzibą na terytorium jednego państwa mogą być zarówno częścią krajowego rynku instytucji wspólnego inwestowania (jak to się ma w przypadku instytucji niepodlegających Dyrektywie UCITS), jak i częścią rynku o zasięgu ponadkrajowym (tak jest w przypadku instytucji działających zgodnie z Dyrektywą UCITS).

Mimo że w latach dziewięćdziesiątych XX wieku krajowe rynki instytucji wspólnego inwestowania w państwach należących do Unii Europejskiej przeżywały okres szczególnie silnego rozwoju, rynki te nadal nie mogą być uznane za rozwinięte, w podobnym stopniu jak rynek amerykański. Istnieje wiele różnic pomiędzy rynkiem europejskim a amerykańskim, wśród których wymienić należy przede wszystkim różnice w **strukturze rynku**. Na rynku amerykańskim dominują fundusze zorientowane na inwestycje w udziałowe papiery wartościowe, podczas gdy w Europie fundusze te zarządzają mniej więcej trzecią częścią aktywów. Jak się wydaje, powyższe wynika z różnic kulturowych w odniesieniu do sposobów oszczędzania, a także z silnej pozycji banków w Europie oraz z różnic w ukształtowaniu systemów emerytalnych⁵² i stopniowym starzeniu się społeczeństw.

⁵⁰ Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, s.3).

⁵¹ Obecnie (czerwiec 2010) trwają prace nad rozszerzeniem zakresu normowania Dyrektywy UCITS o inne typy funduszy oferowanych inwestorom indywidualnym.

⁵² J. M., Poterba, S. F. Venti, D. A. Wise, *401(k) Plans and future patterns of retirement saving*, American Economic Review, May 1998, Vol. 88, No. 2, s. 179.

Inną, istotną różnicą jest **stopień koncentracji na rynku**. Rynki amerykański i brytyjski są rynkami, na których działają liczne spółki zarządzające o relatywnie niewielkim udziale w rynku (pięć największych podmiotów posiada łącznie mniej niż piątą część udziału w rynku)⁵³. Rynki pozostałych państw europejskich są w mniejszym lub w większym stopniu zdominowane przez podmioty z jednej lub kilku grup kapitałowych. Taka dominacja negatywnie wpływa na konkurencyjność podmiotów działających na rynku, nie przyczynia się do zmniejszenia kosztów, przez co obniża stopy zwrotu i w konsekwencji nie przyciąga nowych inwestorów na rynek.

Rynek instytucji wspólnego inwestowania nie może rozwijać się samodzielnie. Do jego intensywnego rozwoju wymagany jest **odpowiedni poziom rozwoju rynków finansowych**, na których zgodnie z regulacjami wewnętrznymi instytucje mogą lokować środki, a także konieczne jest **istnienie** odpowiednich i efektywnych **regulacji prawnych**, w szczególności zapobiegających defraudacjom środków i nadużyciom ze strony zarządzających instytucjami. Nie bez znaczenia jest także **sposób sprawowania nadzoru** nad licencjonowaniem nowych i funkcjonowaniem istniejących funduszy wykonywany przez aparat państwowy. Niezbędne są nadto liberalne przepisy dotyczące inwestycji zagranicznych oraz rozwinięty rynek finansowy oferujący szeroką gamę instrumentów mogących stać się częścią portfela inwestycyjnego instytucji wspólnego inwestowania. Rynek ten powinien charakteryzować się także płynnością i przejrzystością⁵⁴.

Wielkość i stopień rozwoju światowego rynku funduszy inwestycyjnych w 2007 roku

Wzrost popularności instytucji wspólnego inwestowania jest tendencją występującą na wielu rynkach. Do najważniejszych determinant kształtujących wielkość rynku⁵⁵ należą te dotyczące otoczenia ekonomicznego, w jakim rynek instytucji jest osadzony. W ostatecznym kształcie, wielkość rynku jest bezpośrednią pochodną stopnia zamożności społeczeństwa oraz stopnia rozwoju gospodarki.

Jednak oprócz zmiennych w czasie warunków makroekonomicznych, charakterystycznych dla poszczególnych rynków, istnieją pewne czynniki, których wpływ na rozwój i wielkość danego rynku może być precyzyjnie określony.

⁵³ R. Otten, M. Schweitzer, *A Comparison between the European and the U.S. mutual fund industry*, Managerial Finance, 2002, Vol. 28, Issue 1, s. 14.

⁵⁴ L. Klapper, V. Sulla, D. Vittas, *The development of mutual funds around the World*, Emerging Market Review, March 2004, Vol. 5, No. 1, s. 1.

⁵⁵ Wielkość rynku będzie rozumiana jako łączna wartość aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne, a także liczba funduszy obecnych na danym rynku. Ten sposób wydaje się najbardziej adekwatny dla mierzenia znaczenia funduszy inwestycyjnych na rynkach finansowych i w gospodarce.

W literaturze przedmiotu podnosi się, że dodatnio na rozwój rynku instytucji wspólnego inwestowania wpływają **restrykcyjne regulacje prawne**, w tym w szczególności odnoszące się do ochrony inwestorów⁵⁶. Im silniej w systemie prawnym chronione jest prawo własności i im większą wagę państwo przykłada do swobody kontraktowania i jej sądowej i egzekucyjnej ochrony, tym chętniej inwestorzy lokują środki na rynku finansowym, który w ten sposób zyskuje znaczący bodziec do rozwoju⁵⁷.

Dodatnia korelacja zachodzi także pomiędzy wielkością rynku a długością istnienia tego rynku i w konsekwencji **stopniem edukacji społeczeństwa** w odniesieniu do zasad funkcjonowania takich instytucji. Instytucje wspólnego inwestowania odgrywają znaczącą rolę na rynkach finansowych w niektórych państwach. Generalnie, im wyższy udział aktywów instytucji w sumie wartości wyemitowanych przez podmioty w danym kraju papierów wartościowych i udzielonych przez banki kredytów, tym instytucje te mają silniejszy wpływ na gospodarkę.

Istotne znaczenie też panująca na rynku **konkurencja**. Im większa konkurencja oraz im niższe są bariery wejścia na rynek, co w konsekwencji powoduje niższe koszty działania instytucji wspólnego inwestowania, tym rynek ten jest większy⁵⁸.

Identyfikacja czynników ekonomicznych kształtujących obecny stan wybranych rynków państw należących do Unii Europejskiej zostanie przeprowadzona w rozdziałach czwartym, piątym i szóstym.

Warto zwrócić uwagę, że dane dotyczące wielkości krajowych rynków funduszy inwestycyjnych nie obejmują – dozwolonych przecież – inwestycji w zagraniczne instrumenty udziałowe i obligacje. Instytucje wspólnego inwestowania w niektórych krajach dysponują na tyle znacznymi środkami pieniężnymi, że stają się „eksporterami” kapitału, lokując go na rynkach finansowych w innych krajach. Powyższe uwagi dotyczą z całą pewnością Luksemburga i Irlandii. Wykres 3 przedstawia średni udział w latach 1990 – 2006 pierwszych dziesięciu największych pod względem aktywów powierzonych instytucjom wspólnego inwestowania rynków krajowych tych instytucji w rynku światowym.

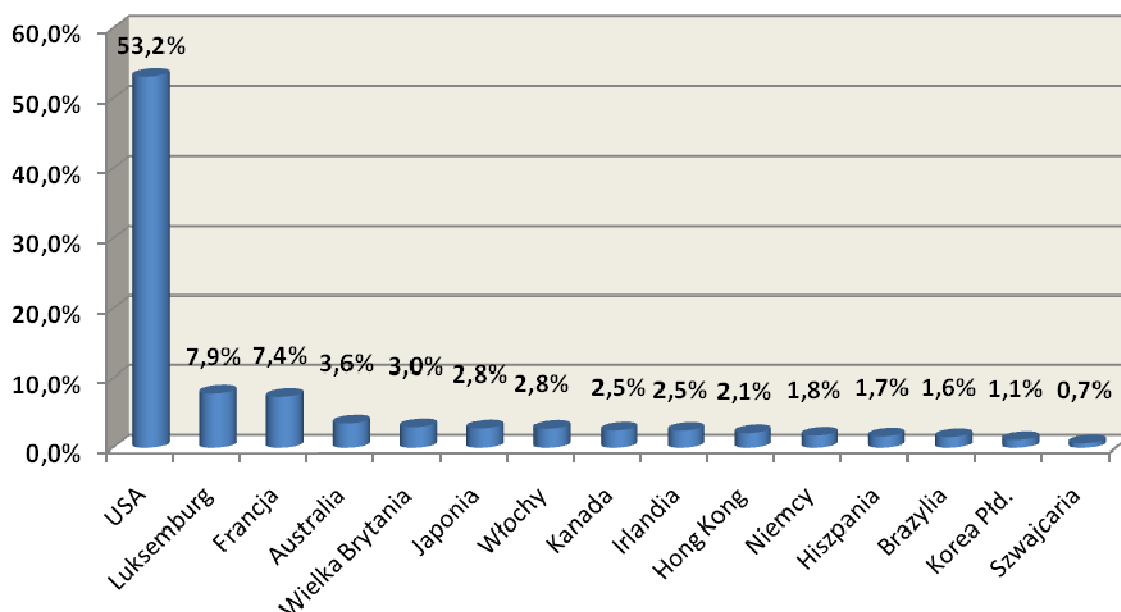
Wielkość aktywów powierzonych funduszom inwestycyjnym nie jest jednak jedynym możliwym do zastosowania miernikiem wielkości rynku tych instytucji. Wielkość tę można mierzyć na wiele innych sposobów, z których najbardziej użytecznym jest określanie

⁵⁶ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and finance*, Journal of Political Economy, 1998, Vol. 106, No 6, s. 1113.

⁵⁷ T. Beck, R. Levine, *Legal institutions and financial development* w: C. Ménard, M. Shirley (eds.) *Handbook of new institutional economics*, Springer, New York 2005, s. 251.

⁵⁸ A. Khorana, H. Servaes, P. Trufano, *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*, Journal of Financial Economics, October 2005, Vol. 78, Issue 1, s. 145.

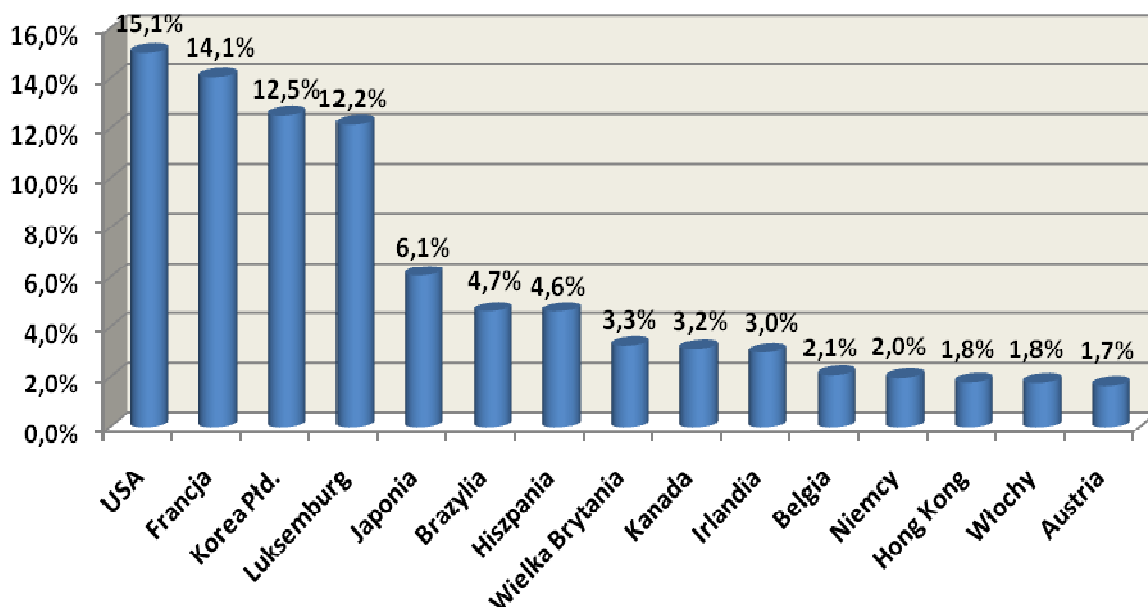
wielkości rynku krajowego poprzez liczbę funduszy zarejestrowanych na terytorium danego kraju.



Wykres 3. Średnioroczny udział wybranych rynków krajowych pod względem aktywów netto w światowym rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1997 - 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2007, Investment Company Fact Book 2001, Investment Company Fact Book 2007.

Spośród innych sposobów mierzenia wielkości rynku funduszy inwestycyjnych należy wskazać dwa, które wydają się istotne. Pierwszym z nich jest **wielkość środków powierzonych** tym instytucjom przez inwestorów. Ten sposób będzie w dalszej części pracy używany wyłącznie w przypadku badania zachowania się inwestorów przez pryzmat salda środków napływających do funduszy na działanie określonych czynników. Podejście to pomija wpływ stóp zwrotu, osiąganych przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi. Jak się jednak wydaje, charakteryzuje się ono niewielką użytecznością w przypadku badania wpływu tych instytucji na rynek finansowy i gospodarkę. Istotna jest w przypadku takiego badania **bieżąca wielkość zarządzanych aktywów** (drugi sposób mierzenia wielkości rynku funduszy inwestycyjnych), a nie to, czy pochodzą one z wpłat inwestorów, czy z niezrealizowanych przez nich zysków z tytułu lokowania środków w funduszach inwestycyjnych.



Wykres 4. Średnioroczny udział wybranych rynków krajowych pod względem liczby funduszy inwestycyjnych w światowym rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1997 - 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2007, Investment Company Fact Book 2001, Investment Company Fact Book 2007.

1.2. Funkcje funduszy inwestycyjnych w systemie finansowym

System finansowy jest częścią systemu ekonomicznego, który – obok systemu prawnego i politycznego – odgrywa podstawową rolę w zaspokajaniu różnorodnych potrzeb społeczeństwa. Celem istnienia systemu finansowego jest możliwość współtworzenia pieniądza przez niefinansowe podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe) oraz możliwość przepływu strumieni pieniężnych między nimi⁵⁹.

Wiele definicji opisuje rynek finansowy. W ujęciu przedmiotowym, jest to rynek, na którym przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe⁶⁰. Z punktu widzenia celu wymiany, rynek finansowy może być określony jako miejsce, gdzie zawierane są różnego rodzaju umowy pożyczkowe, kredytowe lub inne służące finansowaniu działalności gospodarczej⁶¹.

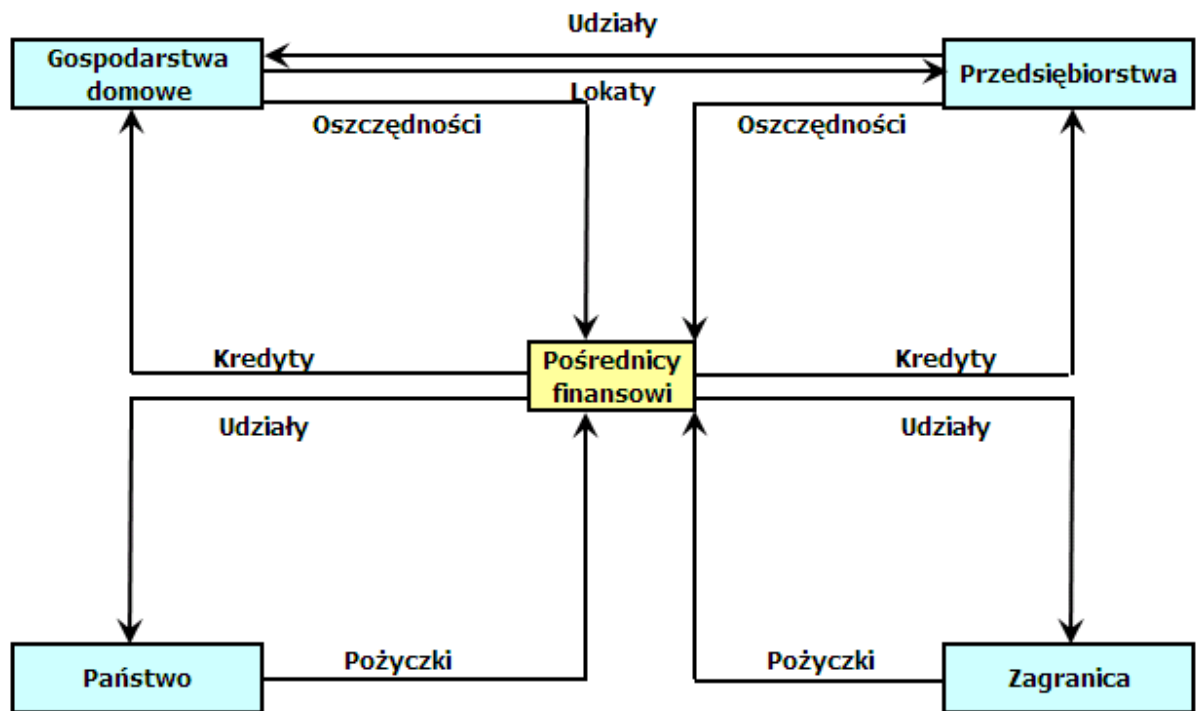
Na rynku finansowym dokonują się przepływy finansowe od podmiotów posiadających nadwyżki środków pieniężnych i zamierzających czerpać z nich korzyści w kierunku podmiotów posiadających ich niedobór, chcących je odpłatnie pozyskać i

⁵⁹ *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 17.

⁶⁰ *Ibidem*, s. 27.

⁶¹ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 15

zamierzających je zagospodarować, czyli zamienić w aktywa realne. Potwierdzeniem zaistniałego przepływu środków pieniężnych, a jednocześnie dokumentem potwierdzającym istnienie zobowiązania do ich zwrotu są instrumenty finansowe, w tym w szczególności papiery wartościowe. Współcześnie, ów przepływ odbywa się w sposób usystematyzowany przez określone kanały. Kanały i tytuły przepływów pieniężnych na rynku finansowym wskazuje schemat 1.



Schemat 1. Przebieg powiązań na rynku finansowym

Źródło: W. Dębski, op. cit., s. 15

Każdy instrument finansowy inkorporuje co najmniej jedno z poniższych uprawnień dla jego posiadacza:

- prawo do współwłasności majątku (akcje, udziały i instrumenty finansowe o podobnym charakterze),
- prawo do określonego świadczenia ze strony zobowiązanego (np. odsetki od dłużnych papierów wartościowych),
- prawo do otrzymania w przyszłości określonych aktywów albo do rozliczenia pieniężnego (instrumenty pochodne)⁶².

Instytucje finansowe (czyli pośrednicy finansowi) to podmioty ekonomiczne (przedsiębiorstwa), które charakteryzują się tym, że:

⁶² W. Dębski, op. cit., s. 17

- głównym przedmiotem ich działalności (a tym samym ich podstawowym źródłem przychodów) jest utrzymywanie instrumentów finansowych i dokonywanie transakcji nimi oraz
- w efekcie instrumenty finansowe są zazwyczaj dominującym składnikiem ich majątku (aktywów)⁶³.

Bardziej użyteczne niż wyróżnianie poszczególnych kategorii instytucji jest jednak ujmowanie podmiotów działających na rynku finansowym z punktu widzenia funkcji, jakie pełnią. Po pierwsze, funkcje ekonomiczne podlegają mniejszym zmianom w czasie i nie różnią się zasadniczo pomiędzy poszczególnymi rynkami. Po drugie, forma instytucji (ich konstrukcja prawna i ekonomiczna) jest pochodną spełnianych przez instytucję funkcji, a także obowiązującego prawa oraz istniejącej na danym rynku konkurencji⁶⁴.

Wśród funkcji systemu finansowego wyróżnia się:

- zapewnienie sposobów rozliczeń płatności handlowych,
- zapewnienie mechanizmów służących gromadzeniu zasobów,
- zapewnienie mechanizmów dla transferu zasobów w czasie i przestrzeni oraz pomiędzy gałęziami przemysłu,
- zapewnienie sposobów zarządzania ryzykiem,
- dostarczanie informacji o cenach wspomagającej podejmowanie decyzji,
- niwelowanie asymetrii informacyjnej⁶⁵.

Biorąc pod uwagę funkcje, jakie pełnią pośrednicy finansowi, należy podkreślić, że ich głównym zadaniem jest pozyskiwanie środków pieniężnych od inwestorów z jednoczesnym kreowaniem wobec tych inwestorów zobowiązań⁶⁶. Odgrywają oni podstawową rolę w procesie przekształcania aktywów finansowych, które z różnych względów (płynność, nominał, dostępność) nie cieszą się szerokim zainteresowaniem, w aktywa finansowe (zobowiązania pośredników finansowych), które z uwagi na swoją konstrukcję są w stanie wzbudzić większy popyt⁶⁷.

Wśród pośredników finansowych wyróżnia się instytucje, które w procesie przepływu kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców tworzą własne instrumenty finansowe albo zmieniają charakterystykę instrumentów już istniejących oraz instytucje, które takich

⁶³ *System finansowy w Polsce*, op. cit., s. 23.

⁶⁴ R. C. Merton, Z. Bodie, op. cit., s. 4.

⁶⁵ *Ibidem*, s. 5.

⁶⁶ F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital markets. Institutions and instruments*, Prentice Hall Pearson Education International, Upper Saddle River 2003, s. 19.

⁶⁷ *Ibidem*, s. 20.

instrumentów samodzielnie nie tworzą, będąc wyłącznie dystrybutorami istniejących już instrumentów. Instytucje finansowe tworzące instrumenty lub zmieniające ich charakterystykę umożliwiają transformowanie ryzyka, wielkości oraz terminów, na jakie wypożyczane są środki pieniężne⁶⁸.

Wśród emitentów instrumentów finansowych wyróżnia się instytucje kreujące pieniądź, do których zalicza się sektor bankowy, to jest banki centralne i banki komercyjne oraz instytucje, które samodzielnie nie kreują pieniądza, a emitowane przez nie instrumenty finansowe nie są przeznaczone do dokonywania rozliczeń. Ta grupa jest zdecydowanie mniej jednolita i w jej skład wchodzi takie instytucje, jak: fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

Rolą instytucji wspólnego inwestowania jest gromadzenie oszczędności od podmiotów posiadających nadwyżki środków pieniężnych i alokowanie tych oszczędności w instrumenty finansowe. Podstawową cechą funduszy inwestycyjnych jest ich profesjonalizm w odniesieniu do przedmiotu ich inwestycji, niezależnie od tego, czy są to instytucje wyspecjalizowane w inwestycjach w instrumenty dłużne lub udziałowe, w instrumenty pochodne, czy też bezpośrednio lokujące aktywa w udziały i akcje przedsiębiorstw w celu aktywnego zarządzania nimi.

Funkcją tych instytucji jest nie tylko alokowanie powierzonych środków w sposób profesjonalny, ale także nadzór nad ich wykorzystywaniem (nadzór nad starymi, to jest wcześniej ulokowanymi środkami) poprzez stosowanie różnorodnych instrumentów prawnych począwszy od czynnego uczestnictwa w zarządzaniu podmiotem, po udział w organach nadzorujących jego działalność (rady nadzorcze). Celem sprawowania nadzoru nad sposobem wykorzystania powierzonych przez fundusz inwestycyjny środków jest zwiększenie prawdopodobieństwa odzyskania środków (w przypadku instrumentów dłużnych) lub zapewnienie powiększenia ich wartości (w przypadku instrumentów udziałowych). Tę rolę różne typy instytucji wspólnego inwestowania pełnią w różnym stopniu – mniej dotyczy ona instytucji otwartych, bardziej instytucji zamkniętych, a zwłaszcza tych, których celem inwestycyjnym jest powiększanie wartości spółek portfelowych celem ich późniejszej odsprzedaży lub przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej (IPO).

Wynagrodzenie za zarządzanie środkami pobierane przez fundusze inwestycyjne jest ekwiwalentem za dokonywanie powyższych czynności kontroli, a także za pozyskiwanie przez te fundusze informacji o otoczeniu ekonomicznym i sytuacji emitentów umożliwiających podejmowanie decyzji inwestycyjnych.

⁶⁸ W. Dębski, op. cit., s. 20.

W świetle powyższych rozważań, biorąc pod uwagę charakterystykę funduszy inwestycyjnych jako instytucji finansowych, można przyjąć, że fundusze te w różnym stopniu realizują wskazane wyżej funkcje systemu finansowego.

Pierwszorzędną funkcją funduszy inwestycyjnych jest gromadzenie zasobów pieniężnych, czyli mobilizowanie oszczędności celem ich inwestowania w sposób zapewniający ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Fundusze dokonują także transferu zasobów w czasie i przestrzeni i pomiędzy gałęziami przemysłu celem ich możliwie najbardziej efektywnej alokacji.

1.3. Klasyfikacje funduszy inwestycyjnych na rynkach rozwiniętych

Sektor funduszy inwestycyjnych jest bardzo zróżnicowany. Liczba istniejących funduszy i ich różnorodność jest przyczyną klasyfikowania funduszy dla celów ich porównywania. Układ klasyfikacji przedstawiony jest w tabeli 1.

Zasadniczo wyróżnić należy dwa rodzaje kryteriów, według których podział ten jest dokonywany: kryteria ekonomiczne i pozaekonomiczne, w tym w szczególności kryteria prawne.

Podstawowym kryterium prawnym jest dostępność podmiotowa udziału w funduszu inwestycyjnym. Dostępność ta ma dwa wymiary. Pierwszy z nich to okoliczność, czy instytucja ma charakter publiczny czy prywatny. Pod pojęciem funduszu inwestycyjnego o charakterze publicznym rozumieć należy taką instytucję, której tytuły uczestnictwa są choćby w minimalnym zakresie dostępne dla każdego podmiotu spełniającego kryteria określone w dokumencie ofertowym instytucji, o ile kryteria te mają charakter kryteriów generalnych. Powyższe oznacza w istocie twierdzącą odpowiedź na pytanie, czy instytucja zbiera środki publicznie w drodze oferty.

Z kolei prywatną instytucją wspólnego inwestowania jest podmiot, którego celem gospodarczym jest uzyskiwanie dodatniej stopy zwrotu z inwestycji dokonywanych na zasadzie rozproszenia ryzyka, ale udział w instytucji poprzez nabycie emitowanych przez nią tytułów uczestnictwa jest oferowany wyłącznie zamkniętemu kręgowi podmiotów. Tego typu instytucji nie należy traktować jako instytucji wspólnego inwestowania *sensu stricto*, a podstawowym kryterium wyróżniającym je będzie forma prawna – instytucje te są z zasady tworzone w formie spółek, głównie kapitałowych, rzadziej osobowych i przyjmują charakter funduszy *venture capital*. W gruncie rzeczy, każde porozumienie inwestorów tworzących wspólną masę majątkową, tworzone w celu inwestowania na wspólny rachunek w instrumenty rynku finansowego można określić jako prywatny fundusz inwestycyjny.

Tabela 1. Układ klasyfikacji funduszy inwestycyjnych

PODZIAŁ	KRYTERIUM PODZIAŁU	RODZAJE FUNDUSZY
podziały prawne	konstrukcja	otwarte
		zamknięte
		pozostałe
	forma prawna	statutowe
		umowne
		powiernicze
	osobowość prawna	posiadające osobowość prawną
		nie posiadające osobowości prawnej
	typ inwestorów	publiczne
		prywatne
zgodność z dyrektywą UCITS	zharmonizowane	
	niezharmonizowane	
podziały ekonomiczne	polityka inwestycyjna	akcyjne
		zrównoważone
		instrumentów dłużnych
		rynku pieniężnego
		nieruchomości
		zmiennej alokacji
	pozostałe	
	zasięg geograficzny inwestycji	krajowe
		regionalne
		globalne
		pozostałe
	zasięg branżowy inwestycji	wyspecjalizowane
		niewyspecjalizowane
	sposób zarządzania	zarządzane aktywnie
		zarządzane pasywnie
		indeksowe
	prowizje i opłaty	prowizyjne
		bezprowizyjne
	wyplata dochodów	tezauryzujące
		dystrybucyjne
		akumulacyjne

Źródło: opracowanie własne

Powyższą otwartość można określić jako otwartość uprzednią. Otwartość następcza instytucji to możliwość żądania w trakcie istnienia funduszu odkupienia od inwestora tytułów uczestnictwa i wypłacenia uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych. Stąd wśród funduszy inwestycyjnych rozróżnić należy fundusze typu otwartego zbywające i odkupujące emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa w sposób ciągły lub okresowy oraz instytucje typu zamkniętego, które co do zasady nie dokonują zbywania i odkupywania emitowanych przez siebie tytułów uczestnictwa w okresie życia instytucji.

Otwartość dwóch powyższych typów występuje rozłącznie. Wśród funduszy inwestycyjnych publicznych występują zarówno fundusze o charakterze otwartym, jak i zamkniętym. Wśród instytucji prywatnych otwartość następcza jest rzadkością.

Z powyższym podziałem wiąże się jeszcze jeden sposób kategoryzacji funduszy inwestycyjnych mających siedzibę na terytorium jednego z krajów należących do Unii Europejskiej. Otóż wśród instytucji typu otwartego dostępnych publicznie wyróżnić należy

kategorię instytucji, których sposób utworzenia, forma prawa oraz sposób funkcjonowania jest zgodny z prawem europejskim, w szczególności z Dyrektywą UCITS. Instytucje zgodne z Dyrektywą UCITS mogą korzystać z pewnych przywilejów, z których pierwszorzędym jest przywilej jednolitego paneuropejskiego paszportu.

Tabela 2. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych na rynku USA według prowadzonej polityki inwestycyjnej

TYP FUNDUSZU	PODTYP FUNDUSZU
akcyjne	agresywnego wzrostu
	rynków wschodzących
	światowe
	wzrostu i dochodu
	wzrostu
	dochodu
	międzynarodowe
	regionalne
dłużnych papierów wartościowych	sektorowe
	korporacyjne
	korporacyjne średnioterminowe
	korporacyjne krótkoterminowe
	globalne
	globalne krótkoterminowe
	skarbowe
	skarbowe średnioterminowe
	skarbowe krótkoterminowe
	<i>high – field</i>
	zabezpieczone hipotecznie
	narodowe komunalne
	narodowe komunalne krótkoterminowe
	światowe
	stanowe komunalne
stanowe komunalne krótkoterminowe	
hybrydowe	dochodowe
	alokacji aktywów
	zrównoważone
	aktywnej alokacji
rynku pieniężnego	dochodowe
	narodowe nieopodatkowane
	stanowe nieopodatkowane
	skarbowe
	nieskarbowe

Źródło: Investment Company Institute

Wśród kryteriów ekonomicznych na pierwszym miejscu należy uwzględnić podział przedmiotowy instytucji – według kryterium przedmiotu lokat. Według tego kryterium wyróżnić należy fundusze lokujące zebrane środki w:

- papiery wartościowe,
- instrumenty rynku pieniężnego,
- towary,
- nieruchomości⁶⁹.

⁶⁹ K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, s. 43.

Powyższy podział ma charakter zasadniczy – przedmiotem niniejszej pracy będą fundusze inwestycyjne skupiające się na inwestycjach w papiery wartościowe oraz w instrumenty rynku pieniężnego oraz w niewielkim zakresie – także fundusze mające nieruchomości i towary za przedmiot lokat.

W ramach dwóch pierwszych kategorii występują znacznie bardziej szczegółowe podziały. Są one dokonywane głównie na potrzeby dokonywania analiz porównawczych pomiędzy instytucjami zaliczającymi się do poszczególnych podkategorii i stąd ich kryteria są charakterystyczne dla danego rynku. W tym miejscu należy przywołać klasyfikacje przyjęte przez dwie największe organizacje skupiające instytucje wspólnego inwestowania: amerykański *Investment Companies Institute* oraz europejski *European Fund and Asset Management Association*. Przyjęte przez nie klasyfikacje przedstawiono w tabelach 2 i 3.

Tabela 3. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych na rynku europejskim według prowadzonej polityki inwestycyjnej

TYP FUNDUSZU	CHARAKTERYSTYKA
akcyjny	co najmniej 85% aktywów ulokowanych w akcje
obligacji	co najmniej 90% w instrumentach dłużnych, inwestycje w instrumenty udziałowe niedozwolone
rynku pieniężnego	lokujące wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego
mieszany	lokujące w instrumenty udziałowe i dłużne
absolutnego zwrotu	zarządzane z użyciem derywatów w celu osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu, niezależnie od wahań rynku
totalnego zwrotu	zarządzane w celu maksymalizowania stopy zwrotu, niezależnie od warunków rynkowych i klas aktywów, w które inwestują
instrumentów zamiennych	min. 70% aktywów w obligacjach zamiennych
otwarty nieruchomości	lokują bezpośrednio w nieruchomości i odkupują jednostki na każde żądanie ich posiadacza
zamknięty nieruchomości	lokują bezpośrednio w nieruchomości, ale nie odkupują jednostek na każde żądanie ich posiadacza
REITS (Real Estate Investment Trust)	spółki lokujące pośrednio lub bezpośrednio w nieruchomości posiadające specjalny status podatkowy
gwarantowany	fundusze, których kapitał jest formalnie gwarantowany
ochrony kapitału	fundusze prowadzące politykę zmierzającą do ochrony kapitału, niezależnie od warunków rynkowych
o określonej zapadalności	fundusze zarządzane w celu wycofania z nich środków w danym momencie
ABS (instrumentów zabezpieczonych na aktywach)	min. 80% aktywów w instrumentach zabezpieczonych na aktywach
towarowy	fundusze lokujące w towary lub instrumenty pochodne oparte na towarach

Źródło: European Fund and Asset Management Association

Klasyfikacja przyjęta przez *EFAMA* opiera się na dwóch zasadniczych kryteriach. Pierwsze z nich to **rodzaj ryzyka rynkowego**, na jakie ekspozycja się dana instytucja (udziałowe papiery wartościowe, papiery wartościowe o stałym dochodzie, portfel zrównoważony). Drugie z nich to **rodzaj ryzyka walutowego**, które dotyczy danej instytucji (waluta krajowa, EURO, waluty europejskie, waluty światowe). W konsekwencji, przyjęta przez *EFAMA* klasyfikacja instytucji wspólnego inwestowania ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną opiera się – odmiennie niż ma to miejsce w klasyfikacji przyjętej przez *ICI* – na kryterium terytorialnym i przedstawiona została w tabeli 3.

Kolejnym podziałem, który pośrednio wynika z zaprezentowanego powyżej, jest podział według kryterium przeznaczenia dochodów osiąganych przez fundusze inwestycyjne. Biorąc pod uwagę powyższe, rozróżnia się trzy typy instytucji:

- tezauryzujące, które nie wypłacają uczestnikom żadnych dochodów bez konieczności odsprzedaży posiadanych przez nich tytułów uczestnictwa; osiągnięte dochody są w całości reinwestowane,
- dystrybucyjne, które wypłacają wszystkie osiągnięte dochody uczestnikom bez konieczności odsprzedaży posiadanych przez nich tytułów uczestnictwa,
- akumulacyjne, które wypłacają zyski osiągnięte z tytułu otrzymanych dywidend i odsetek od dłużnych papierów wartościowych; pozostałe zyski są przez te instytucje reinwestowane.

Wśród kryteriów pozaekonomicznych, na pierwszy plan wysuwają się podziały związane ze sposobem ukształtowania instytucji wspólnego inwestowania jako podmiotu prawa.

Pod pojęciem instytucji wspólnego inwestowania rozumieć należy wyodrębnioną masę majątkową, o ściśle określonym sposobie tworzenia (publiczna oferta) i przeznaczeniu (zbiorowe lokowanie). Masa ta ma szczególne przeznaczenie gospodarcze, a jest zarządzana przez fundusz inwestycyjny w znaczeniu podmiotowym⁷⁰. Sposób ukształtowania funduszy inwestycyjnych jest pochodną wynikających z tradycji uwarunkowań prawnych, w tym dopuszczalnych form funkcjonowania takich instytucji oraz ich przeznaczenia dla konkretnych grup inwestorów.

Stąd, biorąc pod uwagę kryteria prawne, wyróżnić można następujące podziały funduszy inwestycyjnych:

⁷⁰ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa 1999, s. 9.

- z uwagi na posiadanie osobowości prawnej – fundusze, którym system prawny miejsca utworzenia nadaje przymiot osobowości prawnej i takie, które tego przymiotu nie posiadają,
- z uwagi na kryterium formy prawnej:
 - fundusze statutowe, których cechą charakterystyczną jest ukonstytuowanie wzajemnych uprawnień i obowiązków funduszu, spółki zarządzającej (jeśli występuje) oraz uczestników w statucie funduszu,
 - fundusze umowne, które charakteryzują się istnieniem umowy o uczestnictwo zawieranej pomiędzy funduszem (albo spółką zarządzającą) a uczestnikiem,
 - fundusze powiernicze, które stanowią wyodrębnioną od majątku spółki zarządzającej i majątku uczestników masę majątkową.

1.4. Klasyfikacja czynników determinujących rozwój rynku funduszy inwestycyjnych

Jak wskazano w punkcie 1.1. niniejszego rozdziału krajowe rynki funduszy inwestycyjnych znacząco różnią się od siebie wielkością, strukturą i dynamiką rozwoju. W niektórych krajach fundusze inwestycyjne są podstawowym sposobem lokowania nadwyżek finansowych przez gospodarstwa domowe i jednym z najważniejszych dawców kapitału na rynku finansowym. W innych, z uwagi na niewielką wartość zarządzanych aktywów, fundusze inwestycyjne pełnią marginalną rolę na rynku finansowym i w gospodarce.

Wielkość i struktura krajowego rynku finansowego jest determinowana przez wypadkową wpływu różnorodnych czynników, która jest charakterystyczna dla danego rynku. Czynniki te są zmienne w czasie, co oznacza, że w różnych okresach działają z różnym natężeniem, hamując lub przyczyniając się do wzrostu krajowego rynku funduszy inwestycyjnych.

Brak jest w literaturze przedmiotu kompleksowej systematyki czynników determinujących rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych⁷¹, a istniejące badania koncentrują się na wpływie wywieranym przez czynniki należące do tej samej grupy.

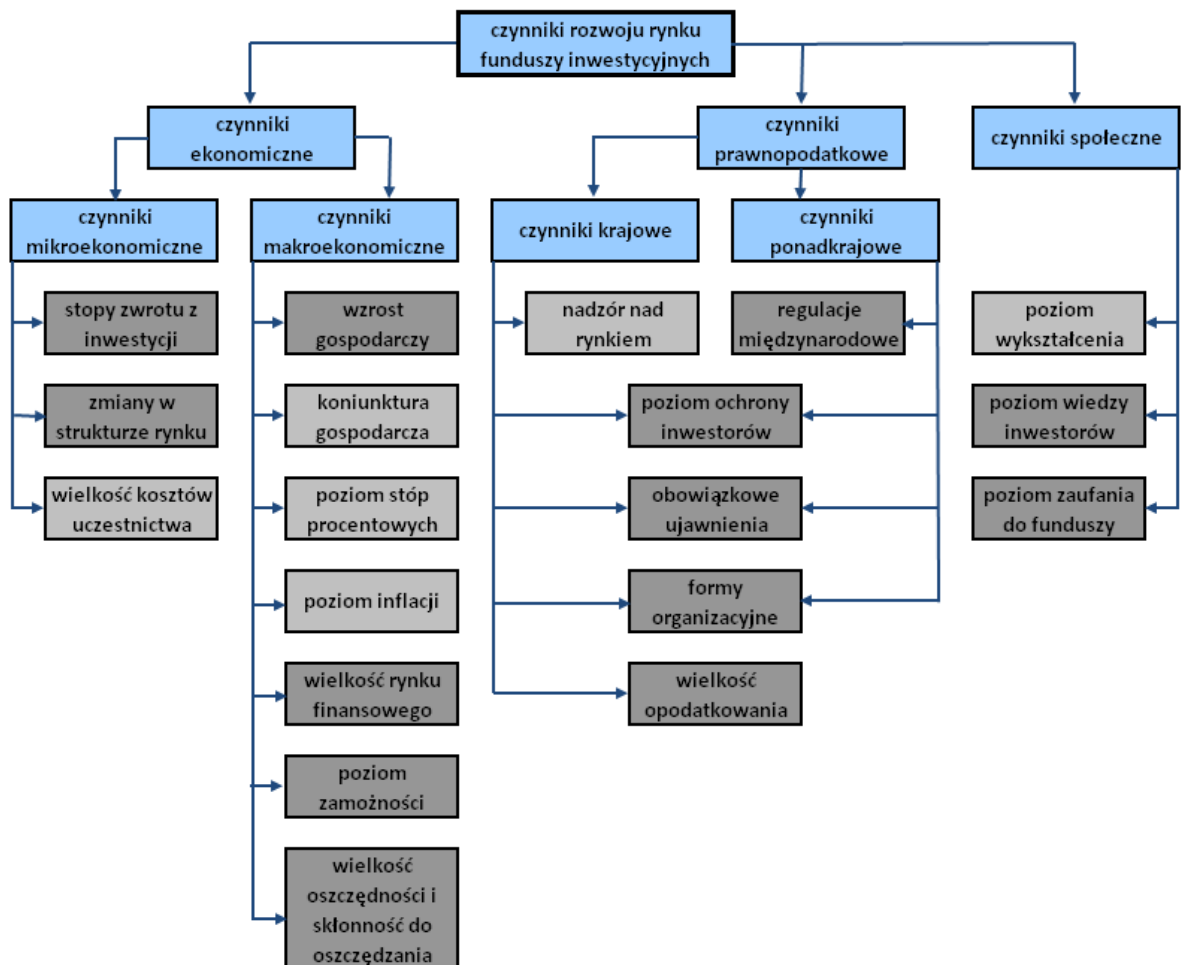
Wśród grup czynników wzrostu rynków funduszy inwestycyjnych należy wyróżnić trzy podstawowe grupy:

- czynniki ekonomiczne,
- czynniki prawnopodatkowe,
- czynniki społeczno-psychologiczne.

⁷¹ Por. K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 205.

Wśród **czynników ekonomicznych** wyróżnić należy czynniki o charakterze mikro- i makroekonomicznym. Czynniki o charakterze prawnym dzielą się na te o zasięgu krajowym oraz wynikające z regulacji międzynarodowych organizacji, których dane państwo jest członkiem. Czynniki socjologiczne także nie mają jednorodnego charakteru, a ich wpływ na wielkość rynku związany jest z poziomem edukacji oszczędzających, ich wiedzą o rynku finansowym i działających na nim podmiotach oraz zaufaniem, jakim darzą te instytucje.

Systematyka czynników wpływających na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych przedstawiona została na schemacie 2, przy czym kolorem ciemnoszarym zaznaczono czynniki mające pierwszoplanowe znaczenie dla rozwoju tego rynku.



Schemat 2. Systematyka czynników determinujących rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

(kolorem ciemnoszarym wyróżniono czynniki o pierwszorzędnym znaczeniu)

Źródło: opracowanie własne

Spośród **czynników makroekonomicznych** determinujących wielkość rynku funduszy inwestycyjnych wskazać należy ich dwie grupy:

- pierwszą z nich stanowią: wzrost gospodarczy i powiązane z nim koniunktura gospodarcza, poziom stóp procentowych i poziom inflacji oraz wielkość rynku finansowego. Im wyższy wzrost gospodarczy, tym bardziej rozwinięty i większy rynek finansowy, który w długim terminie poprzez możliwość mobilizacji znacznych kapitałów wpływa dodatnio na długoterminowy wzrost gospodarczy.
- do drugiej grupy należy zaliczyć poziom zamożności oraz wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania.

Stopień rozwoju gospodarczego jest skorelowany jest z wielkością dochodów społeczeństwa i jego poziomem zamożności, a w konsekwencji, z wielkością oszczędności przez nie zgromadzonych, które potencjalnie mogą być alokowane na rynku finansowym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

Czynniki o charakterze mikroekonomicznym decydują o wyborze funduszy inwestycyjnych jako sposobu alokacji kapitału przez oszczędzających. Zaliczyć do nich należy:

- osiągnęte przez fundusze inwestycyjne stopy zwrotu. Zależność pomiędzy stopami zwrotu a napływem nowych środków do funduszy inwestycyjnych była przedmiotem licznych badań empirycznych⁷², a osiągnięcie w sposób powtarzalny ponadprzeciętnych stóp zwrotu uznawane jest za kluczowy czynnik sukcesu rynkowego funduszu inwestycyjnego. Z punktu widzenia inwestorów poszukujących dla swoich nadwyżek kapitału instrumentów zapewniających możliwie najkorzystniejszą relację pomiędzy dochodem a podejmowanym ryzykiem, stopy zwrotu osiągnęte przez fundusze inwestycyjne decydują o atrakcyjności tej formy oszczędzania. Jednocześnie, porównanie z substytucyjnymi formami oszczędzania, prowadzi do kształtowania wielkości popytu na fundusze inwestycyjne.
- zmiany w strukturze rynku funduszy inwestycyjnych odnoszące się do podaży funduszy inwestycyjnych, współkształtowane przez popyt inwestorów na poszczególne kategorie funduszy.
- wielkość i strukturę kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych. Jako że opłaty ponoszone przez uczestników obniżają stopę zwrotu osiąganą przez nich w związku z powierzeniem środków funduszowi

⁷² Wybór literatury dotyczącej wspomnianej kwestii znajduje się w W. Sharpe, G. Alexander, J. Bailey, *Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995, s. 823 i nast.

inwestycyjnemu, uznawane są za kluczowy czynnik kształtujący wielkość napływu środków na rynek funduszy inwestycyjnych.

Wśród **czynników prawnopodatkowych** kształtujących krajowe rynki funduszy inwestycyjnych wyróżnić należy czynniki krajowe i ponadkrajowe. Czynniki ponadkrajowe to czynniki działające ze zbliżonym natężeniem na więcej niż jeden rynek krajowy, w przeciwieństwie do czynników krajowych działających wyłącznie wewnątrz danego rynku krajowego.

Do tej grupy czynników zaliczono także wielkość opodatkowania inwestycji w fundusze inwestycyjne, w szczególności w odniesieniu do innych instrumentów mogących pełnić tożsame funkcje ekonomiczne (alokacja kapitału). Abstrahując od funkcji fiskalnej opodatkowania należy podkreślić, iż szczególnie istotnym bodźcem kształtującym wielkość rynku funduszy inwestycyjnych jest wprowadzanie podatków, które realizują funkcje pozafiskalne, w szczególności wpływają na alokację pomiędzy konsumpcją i inwestycje. W konsekwencji, opodatkowanie spełniające wyłącznie funkcję fiskalną powinno być zaliczone do czynników o charakterze *stricte* prawnym, zaś w sytuacji, gdy państwo w sposób zamierzony wpływa na alokację dochodów ludności pomiędzy konsumpcją a inwestycjami, to opodatkowanie powinno być uznawane za czynnik o charakterze makroekonomicznym. Biorąc jednak pod uwagę, że głównym motywem wprowadzania podatków jest motyw fiskalny, sklasyfikowano wielkość i przedmiot opodatkowania jako czynnik o charakterze prawnopodatkowym.

Najbardziej zróżnicowaną grupę czynników wpływających na rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych stanowią **czynniki społeczno-psychologiczne**. Z uwagi na stopień skomplikowania produktów inwestycyjnych, jakimi są fundusze inwestycyjne, poziom wykształcenia społeczeństwa oraz wiedzy o rynku finansowym i podmiotach na nim funkcjonujących mogą one wpływać na kształtowanie się wielkości popytu na usługi zarządzania aktywami, a w konsekwencji – na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych. Dodatkowo, istotne znaczenie dla wzrostu popularności funduszy inwestycyjnych jako sposobu gromadzenia środków mieć może poziom zaufania, jakim darzone są w danym społeczeństwie rynki finansowe i instytucje na nich działające. Wyższy poziom zaufania do rynków finansowych prowadzi do wyższego udziału oszczędności ulokowanych za pośrednictwem rynku finansowego w strukturze oszczędności. Zaufanie do instytucji zajmujących się zarządzaniem aktywami jest funkcją długości funkcjonowania rynku tych instytucji w danym kraju – najbardziej rozwinięte rynki funduszy inwestycyjnych to rynki, na których funkcjonują najstarsze fundusze inwestycyjne.

Dynamika rozwoju rynków funduszy inwestycyjnych w poszczególnych krajach Europy do początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku była nieznaczną. Podstawą rozwoju notowanego od tego momentu było wprowadzenie ponadnarodowych regulacji dotyczących tworzenia i oferowania tytułów uczestnictwa części funduszy inwestowania oraz – w konsekwencji – wprowadzenie do narodowych porządków prawnych państw należących do Unii Europejskiej odpowiednich regulacji.

Od momentu wprowadzenia Dyrektywy UCITS na rynku funduszy inwestycyjnych można wyodrębnić dwa jego segmenty. Pierwszym z nich jest segment funduszy, których forma prawna i sposób tworzenia są zgodne z Dyrektywą UCITS i które w konsekwencji mogą korzystać z przywilejów nadanych Dyrektywą UCITS, podporządkowując jednocześnie model swojego działania jej regulacjom (dalej jako **fundusze UCITS**).

W skład drugiego segmentu rynku funduszy inwestycyjnych wchodzi instytucje, które z różnych względów (głównie organizacyjnych, choć także przykładowo związanych z prowadzoną polityką inwestycyjną), nie są objęte przepisami Dyrektywy UCITS, mimo że zbierają środki w drodze oferty publicznej. Fundusze niepodlegające Dyrektywie w dalszej części pracy nazywane są **funduszami nonUCITS**. Ten segment rynku jest zdecydowanie bardziej zróżnicowany i w jego skład wchodzi tak różne typy funduszy inwestycyjnych, jak fundusze: lokujące w nieruchomości, fundusze *private equity*, czy fundusze hedgingowe. Segment drugi jest objęty regulacją wyłącznie na poziomie prawa krajowego, choć aktualnie (czerwiec 2010) prowadzone są intensywne prace nad wprowadzeniem regulacji wspólnotowych odnoszących się do pewnych typów instytucji tego segmentu.

Dzięki możliwości prowadzenia działalności na podstawie jednolitej licencji (fundusz inwestycyjny lub spółka nim zarządzająca uzyskuje zezwolenie w macierzystym kraju i prowadzi działalność na terytorium wszystkich państw należących do Unii na podstawie tego zezwolenia) ożywieniu uległa transgraniczna konkurencja na rynku zarządzania oszczędnościami pomiędzy funduszami segmentu pierwszego (zgodnymi z Dyrektywą UCITS), która była potęgowana przez politykę rządów państw wprowadzających ulgi podatkowe od oszczędności gromadzonych na cele emerytalne oraz ulgi podatkowe związane z inwestycjami w szczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych. Konkurencja na rynku oszczędności objawiała się także stopniowym wprowadzaniem na poziomie prawa krajowego, regulacji dotyczących funduszy nonUCITS działających w ramach drugiego segmentu, zarówno dotyczących ich organizacji, jak i warunków prowadzonej działalności, w tym także aspektów podatkowych dla posiadaczy tytułów uczestnictwa.

Mimo obowiązywania od 1986 roku Dyrektywy UCITS obejmującej swoim zakresem część funduszy inwestycyjnych i zawierającej wytyczne dla ustawodawców państw członkowskich Unii Europejskiej, co do powstawania i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych, w tym wskazującej minimalny poziom ochrony inwestorów i inne warunki, po których spełnieniu możliwe jest korzystanie z przywileju jednolitej licencji, rynek tego typu funduszy w poszczególnych krajach Unii Europejskiej nie rozwinął się równomiernie. Z jednej strony, wielkość poszczególnych rynków jest różna, z drugiej zaś – różnią się one udziałem obu segmentów.

W konsekwencji, w odniesieniu do rynku funduszy UCITS obok działających z jednakowym natężeniem ponadkrajowych czynników prawnych (prawo wspólnotowe), na jego rozwój wpływają czynniki prawne krajowe.

Wobec braku regulacji ponadkrajowych dotyczących funduszy nonUCITS, rozwój i wielkość tego segmentu rynku funduszy inwestycyjnych jest determinowana wyłącznie przez charakterystyczny dla danego rynku splot czynników prawnopodatkowych i ekonomicznych o zasięgu krajowym.

Krajowe regulacje prawne dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz ich miejsce na rynku finansowym nie mogą być rozpatrywane w oderwaniu od otoczenia prawnego, w jakim działają emitenci papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem lokat funduszy inwestycyjnych. Powyższe jest konsekwencją założenia, że wielkość rynku funduszy inwestycyjnych jest skorelowana z wielkością i różnorodnością rynków finansowych, na których fundusze te mogą dokonywać lokat.

Nie jest zatem możliwe rozpatrywanie uregulowań prawnopodatkowych i otoczenia ekonomicznego funkcjonowania funduszy inwestycyjnych bez rozważenia wpływu specyficznych czynników prawnopodatkowych i ekonomicznych, które determinują stopień rozwoju rynku finansowego.

Czynniki prawne determinujące wielkość popytu na instrumenty finansowe są znacznie bardziej zróżnicowane i wyróżnić wśród nich należy dwie ich grupy. Do pierwszej należą **regulacje dotyczące zakresu i kształtu uprawnień** wobec emitentów udziałowych i dłużnych papierów wartościowych i regulacje prawne nakierowane na niwelowanie asymetrii informacyjnej pomiędzy emitentem a nabywcą instrumentu finansowego. Ich obecny kształt jest pochodną uwarunkowań historycznych, a w szczególności zakresu, w jakim państwo chroni prawa związane z prywatną własnością i w jakim przyznaje im priorytet nad własnością publiczną. Drugą grupą czynników o charakterze prawnym determinującą skłonność inwestorów do powierzania aktywów emitentom instrumentów finansowych jest

zdolność państwa do egzekwowania ich uprawnień wobec emitentów. Wśród tej grupy czynników godny wyróżnienia jest sposób zapewnienia przestrzegania warunków, na jakich inwestorzy nabywają instrumenty finansowe (nadzór nad rynkiem) oraz kształt i skuteczność egzekwowania uprawnień inwestorów w razie naruszenia tych warunków (sądownictwo i stosowanie prawa). Bez wątplenia, tylko odpowiednio skonstruowany system prawny chroniący interesy nabywców papierów wartościowych, kształtujący ich uprawnienia wobec emitentów i gwarantujący ich wykonywanie przy wsparciu przymusu państwowego jest warunkiem koniecznym tworzenia się silnych i różnorodnych rynków finansowych, których istnienie jest konieczne dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

W latach 1997 – 2007 czynniki prawnopodatkowe o charakterze ponadkrajowym, w związku z wprowadzeniem Dyrektywy UCITS i innych regulacji unijnych działały z jednakowym natężeniem na wszystkie krajowe rynki funduszy inwestycyjnych. Kwestie bezpośredniego opodatkowania dochodów (z nielicznymi wyjątkami) pozostają poza zakresem regulacji wspólnotowych. Rynki krajowe jednak nie rozwijały się w sposób równomierny. W konsekwencji, uprawnione jest przyjęcie przypuszczenia, że na ich obecną wielkość wpływ miały inne czynniki niż wynikające z prawa wspólnotowego, w szczególności czynniki prawnopodatkowe i ekonomiczne działające wyłącznie na rynku krajowym.

Identyfikacja czynników prawnopodatkowych i ekonomicznych kształtujących krajowe rynki funduszy inwestycyjnych zostanie dokonana w rozdziałach drugim, czwartym i szóstym. Jednocześnie, pominięte zostaną skutki występowania czynników o charakterze socjologiczno-psychologicznym oraz szczegółowa analiza czynników o charakterze mikroekonomicznym. Pominięcie analizy tych grup czynników uzasadnione jest tezą i zakresem pracy, a także faktem, że wobec liberalizacji przepływów inwestycji portfelowych w ramach Unii Europejskiej oraz postępu technologicznego umożliwiającego uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych z siedzibą na terytorium innych państw, wpływ czynników mikroekonomicznych na kształtowanie się krajowego rynku funduszy inwestycyjnych maleje, a wpływ czynników socjologiczno-psychologicznych, w szczególności odnoszących się do poziomu wykształcenia i świadomości inwestorów – jest zbliżony w poszczególnych państwach Unii Europejskiej i zasadne jest przyjęcie, że o ile wywiera pewien wpływ na wielkość europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, o tyle jego znaczenie jest znikome przy analizie tempa rozwoju poszczególnych rynków.

Jako że istnienie ram prawnych jest warunkiem koniecznym dla umożliwienia rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, natomiast szybkość rozwoju rynku, wzrost jego

zróźnicowania oraz ilości aktywów i liczby funduszy na nim działających, są pochodną czynników o charakterze ekonomicznym, w pierwszej kolejności – w rozdziale drugim – dokonana zostanie identyfikacja i analiza czynników o charakterze prawnopodatkowym.

Rozdział II

Charakterystyka prawnych i podatkowych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

Rozwój rynku finansowego i działających na nim pośredników finansowych ma w długim okresie pierwszoplanowy wpływ na wzrost gospodarczy¹. Teoria bez odpowiedzi pozostawia jednak pytanie, dlaczego w niektórych krajach rynki finansowe rozwinęły się w znacznym stopniu, podczas gdy w innych nie. W literaturze podejmowano liczne próby znalezienia odpowiedzi na nie, wiążąc rozwój rynków z niskim popytem na kapitał związanym z niewysokim stopniem rozwoju gospodarczego, w szczególności z niewielkim uprzemysłowieniem, z poziomem swobody przepływu kapitałów i otwartości gospodarki danego kraju².

Jedną z koncepcji dotyczących przyczyn zróżnicowanego rozwoju rynków finansowych jest teoria prawa i finansów (*law and finance theory*), której przedmiotem zainteresowania jest wzajemna relacja pomiędzy rolą, jaką odgrywają normy prawne wpływające na działalność podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym a różnicami w stopniu rozwoju rynków finansowych poszczególnych krajów. Podstawowe koncepcje wskazujące na rozwój instytucji prawnych jako czynnika determinującego rozwój rynków finansowych pochodzą z prac R. La Porty, A. Shleiflera, R. W. Vishny'ego i F. Lopez – de – Silanesa³.

Do prawnych determinant rozwoju rynku finansowego zaliczono:

- pochodzenie systemu prawnego,

¹ Po raz pierwszy teza ta została sformułowana przez J. A. Schumpetera w 1911 roku w jego pracy *The theory of economic development*. Potwierdzeniem powyższej tezy były liczne badania empiryczne: wskazujące na istnienie silnej korelacji pomiędzy relatywną wielkością rynku pośredników finansowych a przyszłym wzrostem gospodarczym wykonane na podstawie analizy przeprowadzonej na podstawie danych z 80 państw w latach 1960 – 1989 zawarte w: R. G. King, R. Levine, *Finance and growth. Schumpeter might be right*, World Bank, Policy Research Working Paper WPS 1083, February 1993 i cytowana tam literatura, badania dotyczące wpływu banków na akumulację kapitału, produktywność i alokację zasobów zawarte w T. Beck, R. Levine, N. Loayza, *Finance and the sources of growth*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2057, February 1999. Por. badania wskazujące na silną korelację pomiędzy płynnością rynku akcji i wielkością sektora bankowego a wzrostem gospodarczym zawarte w: R. Levine, S. Zervos, *Stock markets, banks and economic growth*, *The American Economic Review*, June 1998, Vol. 88, No. 3, s. 537 i cytowana tam literatura oraz model wpływu wielkości rynku pośredników finansowych na mobilizację oszczędności i ich efektywną alokację zawarty w: P. S. Amaral, E. Quintin, *Financial intermediation and economic development: A quantitative assessment*, Working Paper, Federal Reserve Bank of Dallas, 2005.

² Brak barier w handlu powoduje napływ obcych podmiotów oraz wzrost konkurencji i w konsekwencji spadek dochodów krajowych podmiotów, które są bardziej zależne od zewnętrznego finansowania i skłonne do poszukiwania możliwie najtańszych jego źródeł por. R. G. Rajan, L. Zingales, *The great reversals: The politics of financial development in the 20th century*, National Bureau of Economics Research, Working Paper 8178, March 2001, s. 17.

³ R. La Porta, A. Shleifer, R. W. Vishny, F. Lopez – de – Silanes, *Law and finance*, *Journal of Political Economy*, December 1998, Vol. 106, No. 6, s. 1113.

- poziom ochrony inwestorów,
- zakres uprawnień nadanych posiadaczom określonych klas instrumentów finansowych,
- skuteczność egzekwowalności tych uprawnień przez aparat państwowy,
- standardy rachunkowości.

Konkluzją powyższych badań było stwierdzenie, że poziom ochrony inwestorów rozumiany jako zakres uprawnień przyznanych inwestorom oraz skuteczność ich egzekwowania mają kluczowe znaczenie dla rozwoju rynku finansowego. Rynek ten nie może rozwijać się bez szerokiego katalogu uprawnień, które przysługują posiadaczom instrumentów finansowych i umożliwiają dostęp do informacji o emitencie instrumentu, pozwalają na wpływanie na kierunek jego działalności operacyjnej oraz – w przypadku niepowodzenia tej działalności – umożliwiają odzyskanie zainwestowanych środków.

Jednocześnie, wskazano na istotne, uwarunkowane historycznie, różnice pomiędzy systemami prawa cywilnego, wywodzącego się z tradycji rzymskiej oraz systemu *common law* stworzonego w krajach anglosaskich i ich wpływ na zakres uprawnień przyznawanych inwestorom przez krajowe porządki prawne.

Czynniki, wspomagające rozwój rynku finansowego, co do zasady działają także stymulująco na rozwój rynku pośredników finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych. Jednakże, rozwinięty rynek finansowy oparty na prawidłowo sformułowanych i skutecznie egzekwowanych podstawach prawnych jest warunkiem koniecznym, lecz niewystarczającym do rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Czynnikiem wspomagającym zarówno rozwój rynku finansowego, jak i rynku funduszy jest poziom ochrony inwestorów rozumiany w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych jako poziom ochrony posiadaczy tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze.

Ponadto, na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych wspomagająco działają także inne czynniki o charakterze prawnym. Należą do nich:

- kształt nadzoru nad rynkiem i jego skuteczność,
- zakres dopuszczalnych form organizacyjnych,
- zakres obowiązków informacyjnych funduszy.

Rynek funduszy inwestycyjnych wobec jego znaczenia dla rynku finansowego i gospodarki jest rynkiem reglamentowanym. Reglamentacja dotyczy zarówno ustanawiania przez ustawodawcę barier wejścia na rynek dla nowych podmiotów zamierzających świadczyć usługi zarządzania aktywami, jak i stałego nadzoru nad działalnością spółek

zarządzających. Kształt nadzoru nad rynkiem funduszy oraz skuteczność tego nadzoru w zapobieganiu nadużyciom na rynku funduszy wpływają na podnoszenie zaufania inwestorów do rynku i w konsekwencji współkształtują zmiany wielkości środków powierzanych funduszom inwestycyjnym.

Szeroki zakres możliwości w zakresie dopuszczalnych form prawnych, w jakich mogą podejmować działalność fundusze inwestycyjne i spółki zarządzające, umożliwia odpowiedni dobór formy prawnej pozwalający w możliwie najwyższym stopniu zaspokoić oczekiwania potencjalnych inwestorów. Jednakże, nie tylko liczba dopuszczalnych konstrukcji prawnych ma znaczenie. Istotne jest także, na ile są one elastyczne oraz jak szybko podmiot uprawniony do wprowadzania do porządku prawnego nowych form organizacyjnych i ich modyfikacji reaguje na zmiany preferencji spółek zarządzających i inwestorów.

Skłonność inwestorów do bezpośredniego finansowania działalności gospodarczej poprzez obejmowanie dłużnych i udziałowych instrumentów finansowych jest zależna między innymi od przejrzystości informacyjnej emitenta. Wydaje się, że czynnik ten ma zbliżone znaczenie w przypadku pośredniego, dokonywanego za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, udzielania środków pieniężnych podmiotom gospodarczym, stąd w dalszej części zostanie on poddany bardziej szczegółowej analizie.

Z uwagi na fakt, że przedmiotem niniejszej pracy są czynniki kształtujące rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w państwach należących do organizacji ponadnarodowej, jaką jest Unia Europejska, uprawnione jest dokonanie ich podziału ze względu na zakres oddziaływania. Czynnikiemami działającymi ze zbliżonym natężeniem na wszystkie analizowane rynki są regulacje prawne wprowadzane na poziomie wspólnotowym. Jednakże, działanie to nie jest identyczne w odniesieniu do każdego z analizowanych rynków. Państwom członkowskim pozostawiony został bowiem pewien zakres swobody we wdrażaniu regulacji wspólnotowych (dyrektyw), które są wiążące co do ich celu, nie zaś co do sposobu jego realizacji. Oprócz czynników ponadkrajowych, na poszczególne rynki funduszy inwestycyjnych działają także czynniki prawne o zasięgu lokalnym nazywane w dalszej części czynnikami krajowymi.

Charakterystyka czynników prawnych i podatkowych zawarta w niniejszym rozdziale służyć ma wprowadzeniu do zawartej w rozdziale trzecim ich analizy w odniesieniu do wybranych rynków. Skupiono się w niej na wyborze czynników do dalszego badania oraz przedstawieniu wpływu, jaki wywierają na rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. W celu prezentacji wpływu danego czynnika o charakterze prawnopodatkowym na krajowy rynek funduszy inwestycyjnych użyto szerszego spektrum

terytorialnego, tj. większości krajów europejskich, niezależnie od tego, czy i od kiedy są członkami Unii Europejskiej, w tym także tych krajów, w których rynek funduszy inwestycyjnych znajduje się w początkowej fazie rozwoju.

2.1. Regulacje prawne jako determinanty rozwoju rynku finansowego

Analiza zmian w zakresie obowiązujących regulacji prawnych i ich wpływu na pojawianie się i zmianę charakteru zjawisk ekonomicznych jest znacznie starsza⁴ od teorii prawa i finansów.

Osobą, która wywarła największy wpływ na rozwój kierunku, był R. Posner. To on wychodząc z założenia, że prawo jako gałąź nauki nie wytworzyło wystarczających instrumentów (metodologii), by przyczynić się do rozwoju nauk ekonomicznych, wskazał trzy podstawowe pola wzajemnej interakcji obu tych dyscyplin nauki:

- studia nad wpływem wywieranym przez prawo na gospodarkę,
- studia nad wpływem gospodarki na zmiany prawa oraz
- zastosowanie metodologii ekonomicznej do analizy prawa⁵.

R. Posner zakładał, że zmiany w amerykańskim systemie *common law* były podyktowane dążeniem do jego maksymalnej efektywności w ujęciu ekonomicznym. Jego założenie bazowało na historycznej analizie orzecznictwa i prawodawstwa w kilku dziedzinach: odpowiedzialności za produkt niebezpieczny, odpowiedzialności za wypadki przy pracy, odpowiedzialności za szkody kolejowe oraz doktryny niemożliwego świadczenia w prawie zobowiązań⁶. Współcześnie przyjmuje się, że zakres poszukiwań przy wykorzystaniu ekonomicznej analizy prawa prowadzony jest na dwóch obszarach:

- znajdowania odpowiedzi na pytanie, jak istnienie i treść normy prawnej wpływa na zachowanie jej adresata oraz
- czy to zachowanie jest społecznie pożądane⁷.

Oddziaływanie regulacji prawnych na otoczenie ekonomiczne jest wielokanałowe i winno być oceniane z perspektywy wpływu prawa na optymalizację procesów zachodzących

⁴ Niektórzy wywodzą początki tego kierunku z ekonomii instytucjonalnej (*institutional economics*) i prawniczego realizmu (*legal realism*) por. H. Hovenkamp, *The first great law & economics movement*, Stanford Law Review, 1990, Vol. 42, No. 4, s. 993, Inni upatrują jego kolebki w chicagowskiej szkole ekonomii neoklasycznej wskazując jako jego założycieli G. Stiglera i M. Friedmana w: R. Harris, *The uses of history in law and economics*, Theoretical Inquires in Law, 2003, Vol. 4, No. 2, s. 662. Najczęściej jako ojców dyscypliny wskazuje się jednak na R. Coase i G. Beckera, a na czas jej powstania – początek lat sześćdziesiątych XX wieku R. Harris, op. cit., s. 662 oraz cytowana tam literatura. Wtedy Ronald Coase opublikował pracę o kosztach transakcyjnych, w której bezpośrednio odnosił się do prawnych regulacji dotyczących zobowiązań; R. Coase, *The problem of a social cost*, 1960, Journal of Law and Economics, No. 3, s.1

⁵ R. Harris, op. cit. s. 664.

⁶ R. Posner, *Economic analysis of law*, s. 98 za: R. Harris, op. cit. s. 669.

⁷ L. Kaplow, S. Shavell, *Economic analysis of law*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6960, 1999.

w gospodarce i służenia jej rozwojowi. Dodać należy, że badanie zależności pomiędzy regulacjami prawa a ich wpływem na rozwój gospodarczy winno uwzględniać podstawowy podział prawa na:

- prawo materialne, regulujące relacje pomiędzy podmiotami oraz
- prawo procesowe, wprowadzające tryb i zasady dochodzenia roszczeń.

Stąd, przyjmuje się, że ekonomiczna analiza prawa sprowadza się do wykorzystania teorii ekonomii i narzędzi ekonometrycznych do badania kształtowania się, struktury, procesów oraz wpływu prawa i instytucji prawnych na gospodarkę⁸. W konsekwencji, analiza ta traktuje prawo nie jako daną zewnętrzną wobec systemu ekonomicznego, ale jako jego zmienną, dokonując oceny, jak zmiany prawa oddziałują na inne elementy systemu.

2.2. Asymetria informacyjna na rynku produktów finansowych

Produkty i usługi finansowe różnią się swoją charakterystyką od innych dóbr i usług⁹. W swojej istocie są kontraktami, na mocy których inwestorzy delegują zarządzanie swoimi aktywami finansowymi innym podmiotom. Powierzenie aktywów instytucjom wspólnego inwestowania jest klasycznym przykładem takiej delegacji. W przypadku innych instrumentów finansowych inwestorzy w zamian za powierzone aktywa otrzymują różne, co do zakresu, uprawnienia sprowadzające się do kontroli nad wykorzystywaniem ich środków.

Pomiędzy nabywcą usługi finansowej a jej dostawcą istnieje znacząca dysproporcja w zasobie informacji jej dotyczącej. Model rynku w ujęciu Arrow – Debreu¹⁰ charakteryzuje się pełną transparentnością informacyjną. Każdy z uczestników rynku posiada taki sam zasób informacji, w szczególności przyjmuje z takim samym prawdopodobieństwem, że dany stan natury wystąpi w przyszłości¹¹.

Taki model rynku może dotyczyć rynków, na których przedmiotem obrotu są rzeczy zaliczane do kategorii dóbr poszukiwanych (*search goods*)¹², tj. takich dóbr, których jakość

⁸ Ch. K. Rowley, *Rent – seeking versus directly unproductive profit – seeking activities*, w: K. Charles, D. Robert, *The political economy of rent seeking*, Kluwer, Boston 1989, s. 15 za; E. Mackaay, op. cit., s. 65.

⁹ Poglębioną charakterystykę usług finansowych zawiera B. Żurawik, W. Żurawik, *Marketing usług finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 28.

¹⁰ Podstawowym założeniem idealnego modelu rynku w ujęciu Arrow – Debreu jest to, że jego uczestnicy posiadają pełną informację zarówno o rynku, jak i o innych jego uczestnikach. Dodatkowo, generują oni zbyt niewielki jednostkowy popyt / jednostkową podaż, by wpływać na cenę, a na samym rynku nie występują inne czynniki (*externalities*). Na takim rynku istnieje jeden stan równowagi. W konsekwencji, na takim rynku nie są potrzebne regulacje prawne dotyczące ram jego funkcjonowania, lecz wyłącznie takie, które zapewniają *ex post* wykonanie zawartych umów.

¹¹ P. D. Spencer, *The structure and regulation of financial markets*, Oxford University Press, New York 2000, s. 6.

¹² Podział dóbr na dobra podstawowe (*ordinary goods*), poszukiwane (*search goods*) i doświadczalne (*experience goods*) został zaproponowany przez P. Nelsona w: P. Nelson, *Information and consumer behavior*, *Journal of Economic Theory*, March – April 1970, Vol. 78, No. 2, s. 93. Czwartą kategorię dóbr (dobra zaufania

jest znana przed ich zakupem, bowiem w ramach swojej kategorii są one homogeniczne. W konsekwencji, głównym kryterium wyboru konsumentów jest cena dobra oferowanego przez danego producenta.

Pozostałe dwie kategorie dóbr: dobra doświadczalne (*experience goods*) oraz dobra zaufania (*credence goods*) są heterogeniczne. Powyższe oznacza, że w ramach tej samej klasy dóbr, występują dobra różniące się między sobą istotnymi parametrami, a cena nie jest jedyną determinantą wielkości popytu na dobro oferowane przez dostawcę¹³. Ocena jakości dóbr w ramach dwóch powyższych kategorii jest możliwa dopiero po dokonaniu ich nabycia. Dobra doświadczalne różnią się od dóbr zaufania tym, że w odniesieniu do dóbr doświadczalnych nabywca po dokonaniu zakupu na podstawie posiadanej przez siebie wiedzy jest w stanie ocenić ich jakość i w konsekwencji dokonać oceny, czy cena zapłacona za dane dobro była adekwatna do jego jakości i czy na rynku istniała możliwość zawarcia bardziej korzystnej dla niego transakcji.

W przypadku dóbr zaufania ich jakość nie jest możliwa do stwierdzenia przez nabywcę, nawet po dokonaniu zakupu, bowiem dysponuje on zbyt małym zasobem wiedzy dla dokonania takiej oceny. Klasycznym przykładem dóbr tej kategorii są usługi profesjonalne.

W przypadku dóbr doświadczalnych i dóbr zaufania występuje znaczna dysproporcja pomiędzy zasobem informacji o danym dobrze, jaki posiada jego sprzedawca, a tym, co o danym dobrze wie (lub może się dowiedzieć) potencjalny jego nabywca. W konsekwencji powyższego oraz niemożności oceny jakości dobra nawet po zawarciu transakcji jego nabycia, nabywcy dóbr doświadczalnych i dóbr zaufania winni podlegać szczególnej ochronie przez nadużyciami ze strony podmiotów je oferujących.

Przenosząc rozważania na grunt usług finansowych należy wskazać, że należą one do kategorii dóbr zaufania, bowiem nawet po zawarciu kontraktu nabywca usługi finansowej nie może określić jakości usługi oraz adekwatności zapłaconej ceny.

Należy jednak zachować ostrożność klasyfikując tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania do którejkolwiek z wyżej wymienionych kategorii. Tytuł uczestnictwa nie jest wyłącznie uprawnieniem o charakterze majątkowym do odpowiedniej części aktywów instytucji wspólnego inwestowania. Jest on przede wszystkim

– *credence goods*) wprowadzili M. R. Darby i E. Karni w: M. R. Darby, E. Karni, *Free competition and the optimal amount of fraud*, Journal of Law and Economics, April 1973, Vol. 16, s. 67.

¹³ J. W. Paluchowski, *Niematerialność usługi i jej psychologiczne implikacje*, w: K. Rogoziński (red.), *Materiały z trzeciej międzynarodowej konferencji Kultura organizacyjna – osobowość profesjonalisty*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2001, s. 70.

potwierdzeniem zlecenia zarządzania częścią majątku instytucji wspólnego inwestowania, wydatkowaną na jego nabycie. Oprócz uprawnień odnoszących się *stricte* do majątku instytucji, tytuł uczestnictwa niesie ze sobą inne majątkowe i niemajątkowe uprawnienia skuteczne wobec jego emitenta oraz wobec wszystkich (*erga omnes*), których katalog i kształt zależy od regulacji prawnych obowiązujących w jurysdykcji siedziby emitenta, konstrukcji instytucji prawnych służących wykonywaniu uprawnień przewidzianych przez prawo, a także sprawności sądów i innych organów przewidzianych do stosowania prawa. Ważnym elementem ceny tytułu uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania jest także jakość zarządzania daną instytucją, która jest istotnym składnikiem racjonalnej ceny rynkowej tytułu uczestnictwa. Składnik ten jest szczególnie widoczny w przypadku tytułów uczestnictwa znajdujących się w obrocie wtórnym, bowiem pomimo niskiej płynności tych instrumentów, która winna kształtować ich notowania poniżej wartości aktywów netto przypadającej w danym momencie na jeden tytuł uczestnictwa, istnieją emitenci, których tytuły uczestnictwa notowane są z premią w stosunku do wartości aktywów netto, która może być postrzegana jako element ceny, dyskontujący przyszłą jakość zarządzania daną instytucją.

Z punktu widzenia informacji, istnieje znacząca rozbieżność pomiędzy zasobem informacji, którym dysponują potencjalni nabywcy tytułów uczestnictwa, a tym, jaki jest znany emitentowi lub spółce nim zarządzającej. Co więcej, jakość świadczonej usługi zarządzania majątkiem, wykonywanej przez instytucję wspólnego inwestowania, jest niemożliwa do oceny w krótkim i średnim terminie. Przyjmuje się bowiem, że dla celów oceny jakości zarządzania potrzebny jest okres co najmniej dwudziestu lat i co najmniej osiemdziesiąt kwartalnych stóp zwrotu¹⁴. Dotychczasosiągane przez nią stopy zwrotu na tle konkurencji nie są także wyznacznikiem przyszłej jakości zarządzania daną instytucją wspólnego inwestowania. W szczególności ponadprzeciętne historyczne stopy zwrotu zazwyczaj nie mają związku ze zwrotem z inwestycji w kolejnych okresach¹⁵.

2.3. Krajowe czynniki prawne

Przy założeniu istnienia silnej asymetrii informacyjnej pomiędzy inwestorem a dostawcą usługi finansowej, z punktu widzenia teorii agencji można wyróżnić następujące rodzaje ryzyk, które uzasadniają interwencję na rynku usług finansowych (w relacji pryncypał/inwestor – agent/zarządzający):

¹⁴ R. A. Brealey, S. D. Hodges, *Portfolio selection in a dynamic and uncertain world*, Financial Analysts Journal, March – April 1973, Vol. 29, No. 2, s. 58.

¹⁵ M. M. Carhart, *On the persistence of mutual fund performance*, Journal of Finance, March 1997, Vol. LII, No. 1, s. 57.

- ryzyko negatywnej selekcji (*adverse selection*), które wiąże się z posiadaniem przez dostawcę usługi istotnych z punktu widzenia przyszłego kontraktu informacji, które jednak są niedostępne dla inwestora,
- ryzyko pokusy nadużycia (*moral hazard*), które wiąże się z niemożnością prawidłowej obserwacji zarządzającego (agenta) przez pryncypała (inwestora), z uwagi na nadmierne koszty takiego monitoringu¹⁶.

Ryzyka te mogą być ograniczane przez różnorakie działania dostawców usług i państwa. Działania podejmowane przez dostawców usług mogą zmierzać do:

- budowania dobrej reputacji dostawcy lub związku dostawców¹⁷,
- utrzymywania długoterminowych relacji z odbiorcami usług,
- dodawania usług lub produktów o stosunkowo niewysokim koszcie podkreślających jakość głównego produktu lub usługi¹⁸,
- współdziałania z wyspecjalizowanymi pośrednikami, posiadającymi wystarczający zasób wiedzy do prawidłowej oceny jakości produktów¹⁹.

Na nieuregulowanym w jakikolwiek sposób rynku dóbr zaufania będą pojawiali się dostawcy oferujący produkty niskiej jakości, o niewielkim koszcie wytworzenia. Ponieważ potencjalni inwestorzy z uwagi na istnienie asymetrii informacyjnej nie są w stanie zweryfikować jakości produktów poszczególnych dostawców, przeciętna cena dóbr zaufania będzie spadać, w skrajnym przypadku prowadząc do zamknięcia rynku wskutek opuszczenia go przez wszystkich dostawców²⁰.

W konsekwencji, eliminowanie dostawców dóbr zaufania o niskiej jakości leży w interesie wszystkich pozostałych dostawców²¹. Oprócz budowania relacji z odbiorcami dóbr i wykorzystywania instrumentów wskazanych powyżej, dostawcy ci mają silną motywację do tworzenia związków dostawców, w ramach których możliwe jest wprowadzenie:

- minimalnych standardów odnoszących się do jakości produktów,

¹⁶ I. Macho – Stadler, J. D. Pérez – Castrillo, *An introduction to the economics of information. Incentives and contracts*, Oxford University Press, New York 2001, s. 7.

¹⁷ Budowanie reputacji ma szczególne znaczenie na *czarnym rynku*, na którym nabywcy są pozbawieni jakichkolwiek instrumentów prawnych chroniących ich interesy.

¹⁸ Do takich środków można zaliczyć np. długoterminowe gwarancje na samochody lub ich podzespoły.

¹⁹ P. D. Spencer, op. cit., s. 33.

²⁰ Opis takiego rynku wraz ze wskazaniem skutków braku minimalnych standardów zawarty jest w G. Akerlof, *Market for lemons: Quantitative uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, August 1970, Vol. 84, No. 3, s. 488.

²¹ Por. badania wielkości umorzeń w amerykańskich funduszach inwestycyjnych wskutek wykrycia nieprawidłowości, zawarte w: S. J. Choi, M. Kahan, *The market penalty for mutual fund scandals*, Law&Economics Reseach Paper Series, Working Paper No. 06-07, 2006, <http://ssrn.com/abstract=877896>. Odpyły aktywów dotykał w największym stopniu funduszu, którego dotyczyły nieprawidłowości, ale dotyczył także grupy funduszy zarządzanych przez tę samą spółkę zarządzającą, jak i całego rynku.

- ograniczeń w dostępie do rynku dla nowych podmiotów poprzez wprowadzanie procesu weryfikacji,
- monitoringu i audytu dostawców należących do związku,
- ubezpieczeń wzajemnych i systemów rekompensat dla inwestorów.

Jednakże, powyższe środki winny być traktowane jako uzupełniające wobec ingerencji państwa dokonującej się na rynkach dóbr zaufania, w tym rynkach usług finansowych. Ingerencja taka jest uzasadniona przynajmniej z trzech powodów. Po pierwsze, jest znacznie bardziej efektywna kosztowo z punktu widzenia nabywców produktów, bowiem koszty nadzoru pokrywane są przez państwo, nie przez związki dostawców, które przerzucałyby je na nabywców. Po drugie, państwo dysponuje środkami przymusu, które są pożądane do eliminowania patologicznych zachowań na rynku (defraudacji, kradzieży aktywów). Po trzecie, w przypadku pozostawienia związkom dostawców kompetencji do samoregulacji, istnieje znaczące ryzyko ograniczania dostępu do rynku celem maksymalizacji dochodów członków związku (*regulatory capture*)²².

Pod pojęciem regulacji rozumieć należy rodzaj aktywności państwa, inny od tego związanego z jego obecnością w sferze realnej i wykorzystywany w gospodarce, gdy mechanizmy rynkowe zawodzą²³. Z ekonomicznego punktu widzenia regulacja jest zatem formą wywierania zinstytucjonalizowanego wpływu na gospodarkę²⁴. Choć system prawny i system gospodarczy zachowują daleko idącą autonomię, to zmiany w sferze gospodarczej wymuszają także podejmowanie działań dostosowawczych w odniesieniu do systemu prawnego²⁵.

Wyzwaniem, jakie stoi przed państwem, jest sposób prowadzenia ingerencji na rynkach dóbr zaufania, przy założeniu, że immanentną cechą wprowadzanych standardów (regulacji prawnych) jest ich niekompletność²⁶ oraz wyznaczenie sposobu rozstrzygnięcia

²² Interesującą odmianą teorii *regulatory capture* jest wskazywanie na skłonność pracowników państwowych organów nadzoru rynku do wprowadzania skomplikowanych zasad postępowania (*rules of conduct*) celem czerpania dochodów ze świadczenia usług doradczych po ustaniu członkostwa w organie nadzoru por. A. G. Heyes, *Expert advice and regulatory complexity*, *Journal of Regulatory Economics*, September 2003, Vol. 24, No. 2, s. 119.

²³ T. Nieborak, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2008, s. 20.

²⁴ A. Ogus (red.), *Regulation, economics and the law*, Edward Elgar, Cheltenham 2001, s. ix.

²⁵ A. Nowak – Far, *Ponadnarodowe ramy konstytucyjnej regulacji gospodarczej a system gospodarczy Unii Europejskiej* w: A. Nowak – Far (red.), *Konstytucja gospodarcza Unii Europejskiej. Aksjologia*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 5.

²⁶ Kompletny system prawny to system norm wskazujących jednoznaczny sposób postępowania w każdej sytuacji. Przyczyna sporów w systemach niekompletnych jest albo brak odpowiedniej normy prawnej albo możliwość jej odmiennej interpretacji por. Ch. Xu, K. Pistor, *Law enforcement under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation*, *Columbia Law and Economic Working Paper No. 222*, November 2002, <http://ssrn.com/abstract=396141>, s. 3. Szczególnie silna niekompletność występuje w

sporów powstałych na tle interpretacji norm prawnych (stosowanie prawa) oraz zapewnienie efektywności procesu legislacyjnego (uchwalanie prawa). Państwo może zachować swoje uprawnienia do uchwalania i stosowania norm prawnych lub może je w części lub w całości delegować sądom i regulatorom.

Wskazuje się, że optymalne rozłożenie uprawnień do stanowienia prawa jest zależne od poziomu standaryzacji zachowań, konsekwencji (wielkości szkody), jakie mogą być związane z naruszeniem normy prawnej oraz kosztów, jakie związane są z monitorowaniem przestrzegania prawa. Uprawnienia do stanowienia i stosowania prawa winny być pozostawione w gestii państwa, jeśli standaryzacja zachowań jest pożądana oraz jeśli z punktu widzenia fundamentów systemu prawnego nie jest pożądana, by możliwe było działanie prawa wstecz²⁷. Sądy są właściwym gestorem uprawnień prawodawczych, gdy standaryzacja zachowań nie jest możliwa, gdy wprowadzanie norm prawnych *ex post* nie pozostaje w sprzeczności z pryncypiami systemu prawnego oraz gdy zmiany otoczenia społeczno – ekonomicznego nie następują szybciej niż adaptacja norm prawnych. Regulatorzy zaś są odpowiednimi podmiotami do wyposażenia w uprawnienia legislacyjne, gdy zmiany społeczno – ekonomiczne zachodzą na tyle szybko, że z punktu widzenia ponoszonych kosztów nie jest pożądana, by ustawodawca monitorował zmiany i odpowiednio dostosowywał do nich obowiązujące prawo oraz gdy wprowadzanie norm prawnych *ex post* przez sądy nie jest wystarczające²⁸.

2.3.1. Podejście do regulacji rynku finansowego i kształt nadzoru

Przyjmuje się, że podejście do podziału kompetencji w zakresie regulacji rynków dóbr zaufania, w tym rynków finansowych, jest związane z pochodzeniem systemu prawnego danego państwa. Korzenie poszczególnych rodzin systemów prawnych sięgają dwunasto i trzynastowiecznej Francji i Anglii, a ich rozejście się spowodowane było odmiennym zapatrywaniem na kwestię niezależności sędziów²⁹. Stąd wywodzą się **system prawa**

regulacjach dotyczących dziedzin, w których zmiany następują na tyle szybko, że pojawiają się luki regulacyjne (*regulation gaps*).

²⁷ Przykładowo, zgodnie z zasadą *nulla poena sine lege* nie jest możliwe karanie sprawców czynów ocenianych negatywnie z punktu widzenia interesu społecznego, jeśli żadna norma prawa nie zakazuje dokonywania tych czynów. W przypadku, gdy system prawny opiera się na powyższej zasadzie, nie jest możliwe z punktu widzenia spójności tego systemu wprowadzanie norm penalizujących określone zachowania i zezwalających na karanie sprawców czynów popełnionych przed ich wprowadzeniem.

²⁸ K. Pistor, Ch. Xu, *Incomplete law – a conceptual and analytical framework and its application to the evolution of financial markets*, Journal of International Law and Politics, 2003, Vol. 35, No. 4, s. 931.

²⁹ M. M. Siems, *Legal origins: reconciling law & finance and comparative law*, McGill Law Review, 2007, Vol. 52, No. 1, s. 1, por. także: E. L. Glaeser, A. Shleifer, *Legal origins*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 4, November 2002, s. 1193.

cywilnego, którego kolebką była Francja i **system prawa precedensowego (*common law*)**, który wytworzył się w Anglii.

Zgodnie z literaturą przedmiotu, oba systemy prawne rozpowszechniły się na świecie poprzez podboje, kolonizację i naśladownictwo³⁰. Z systemu prawa cywilnego wykształciły się dwa nurty: niemiecki, przeszczepiany następnie do innych krajów oraz skandynawski, wykształcony w XVII i XVIII wieku, luźniej związany z tradycjami rzymskimi i w zasadzie nierozprzestrzeniający się w innych państwach. Dodatkowo, wyróżnia także system prawa socjalistycznego, którego prekursorem był Związek Radziecki, a który emanował na kraje znajdujące się pod jego wpływem³¹.

Ekspansja terytorialna państw europejskich zmierzała w dwóch kierunkach. Pierwszym z nich było podbijanie obszarów bogatych w zasoby lub ważnych strategicznie, drugim – kolonizowanie obszarów o sprzyjającym klimacie do osiedlania się. Terytoria wymienione jako pierwsze były wyłącznie źródłami surowców i taniej siły roboczej, stąd dla zachowania porządku wykształcano tam lokalne elity wyposażając je w odpowiednie instrumenty prawne, które nie chroniły własności prywatnej, a wyłącznie interesy kolonizatora³². Przykładami takich obszarów jest Afryka i Ameryka Łacińska. Na obszarach sprzyjających osiedlaniu się kolonizatorzy tak kształtowali system prawny, by był możliwie zbliżony do ich własnego, w tym chroniący prawa własności i swobody obywatelskie. Do takich terytoriów należy zaliczyć Amerykę Północną i Nową Zelandię³³.

Podkreśla się jednocześnie, że system prawa precedensowego jako silniej akcentujący sądowe dochodzenie roszczeń, mniej zaś publiczne ściganie naruszeń prawa finansowego, wpływał korzystniej na rozwiązania prawne dotyczące rynków finansowych w rezultacie umożliwiając ich bardziej dynamiczny rozwój niż w państwach, w których istniał system prawa cywilnego³⁴. Silniejsza pozycja państwa w systemach prawa cywilnego dostrzegalna jest także na gruncie innych gałęzi prawa³⁵.

³⁰ T. Beck, R. Levine, op. cit., s. 258.

³¹ S. Djankov, C. McLiesh, A. Shleifer, *Private credit in 129 countries*, Journal of Financial Economics, May 2007, Vol. 84, Issue 2, s. 299.

³² D. Acemoglu, S. Johnson, J. A. Robinson, *The colonial origins of comparative development: An empirical investigation*, American Economic Review, December 2001, Vol. 91, No. 5, s. 1369.

³³ D. Acemoglu, S. Johnson, J. A. Robinson, *Reversal of fortune: Geography and institutions in the making of the modern world income distribution*, The Quarterly Journal of Economics, November 2002, Vol. 117, No. 4, s. 1231.

³⁴ R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *What works in securities law ?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. w9882.

³⁵ Np. w prawie pracy por. J. Botero, S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *The regulation of labor*, The Quarterly Journal of Economics, November 2004, Vol. 119, No. 4, s. 1339.

Wskazuje się, że system prawa, istniejący w danym państwie, wpływa na rozwój rynku finansowego dwutorowo³⁶. Po pierwsze, poprzez mechanizmy polityczne - w systemie prawa cywilnego wpływ państwa na gospodarkę jest z zasady większy, a uprawnieniom państwa nadaje się wyższy priorytet niż uprawnieniom podmiotów prywatnych. Po drugie, poprzez mechanizmy adaptacyjne - różna jest zdolność adaptacyjna obu systemów, a z uwagi na zdecentralizowane źródła prawa w systemie *common law* uznaje się ten system za bardziej elastyczny i mniej sformalizowany³⁷.

Niezależnie od powyższego, wybór, przed jakim stoi ustawodawca przy ingerencji na rynkach dóbr zaufania, to delegowanie swoich kompetencji nadzorczych w kierunku sądów albo powierzenie ich wyspecjalizowanym organom administracyjnym.

Wskazać należy, że podstawową różnicą pomiędzy sposobem wymuszania stosowania prawa przez sąd oraz przez organ administracji jest to, że sądy działają z zasady w sposób reaktywny, w przeciwieństwie do organów administracji, które z zasady działają w sposób proaktywny. Reaktywność działania sądów wynika z faktu, że rozpoczęcie przez nie procedury stosowania prawa wymaga wniosku uprawnionego. Roszczenie o przywrócenie stanu zgodnego z prawem powstaje jednak dopiero po jego naruszeniu przez adresata normy prawnej, pod warunkiem zaopatrzenia jej w sankcję. Powyższe oznacza, że sądy wymuszają stosowanie prawa *ex post*. Proaktywność działania administracji polega na możliwości podejmowania przez nią działań zmierzających do wymuszenia stosowania prawa (w tym minimalnych standardów) bez jakiegokolwiek aktywności ze strony podmiotów, w których interesie leży utrzymanie lub powstanie stanu zgodnego z dyspozycją normy prawnej. Działalność organów administracji w powyższym zakresie ma charakter działalności prewencyjnej (*ex ante*).

Efektywne sądownictwo połączone z dolegliwymi sankcjami cywilnymi i karnymi, nakładanymi na podmioty naruszające adresowane do nich normy prawne, dotyczące prowadzonej działalności, może realizować podobne cele jak licencjonowanie ich działalności, czyli niwelować asymetrię informacyjną i zapewniać minimalne standardy w odniesieniu do produktów³⁸. Jednocześnie, sprawowanie kompetencji nadzorczych przez sądy powoduje daleko idące ograniczenia³⁹. Istnieje silna korelacja pomiędzy efektywnością

³⁶ M. Graff, *Law and finance: common law and civil law countries compared an empirical critique*, *Economica*, February 2008, Vol. 97, Issue 297, s. 60.

³⁷ T. Beck, R. Levine, op. cit., s. 261.

³⁸ S. Svorny, *Licensing, market entry regulation* w: B. Bouckaert, G. De Geest (eds.), *Encyclopedia of law and economics, Volume III. The Regulation of Contracts*, Cheltenham, Edward Elgar, 2000, s. 297.

³⁹ Historycznie sądy uprawnione były do rozstrzygania sporów dotyczących uprawnień stron wchodzących w relatywnie proste stosunki zobowiązaniowe, których przedmiotem były dobra, których jakość mogła być

sądownictwa a wielkością rynków finansowych, w tym rynków instytucji wspólnego inwestowania⁴⁰.

Tabela 4. Struktury nadzoru nad rynkiem finansowym

Typ zawodności rynku		Niestabilność	Asymetria informacyjna	Złe praktyki rynkowe	Naruszenie konkurencji
obszar regulacji		nadzór w skali makro / stabilność finansowa	nadzór w skali mikro/poszczególne instytucje	nadzór rynku/ochrona konsumentów	konkurencja
sektory	banki	bank centralny	jedna lub kilka agencji	jedna lub kilka agencji	wyodrębniona agencja odpowiedzialna za sprawy konkurencji
	zakłady ubezpieczeń				
	firmy inwestycyjne				
	inne instytucje finansowe				

Źródło: J. Carmichael, A. Fleming, D. T. Llewellyn, *Aligning financial supervisory structures with country needs*, World Bank 2004 oraz J. Kremers, D. Schoenmaker, P. J. Wierds, *Cross-sector supervision: Which model ?*, Brookings-Wharton papers on Financial Services, 2003, s. 225

Z zasady wybierany jest drugi model, czyli delegowanie państwowego władztwa w kierunku wyspecjalizowanych organów. Dwojako uzasadnia się powyższe, wskazując, że organy dysponujące specjalistyczną wiedzą oraz (formalnie) niepodlegające politycznej kontroli są gwarantem ochrony interesu publicznego, jakiemu służyć ma wprowadzanie regulacji rynku danej klasy produktów. Strukturę nadzoru nad rynkiem finansowym zawiera tabela 4.

Niezależnie od sposobu wykonywania nadzoru rynku, wskazać jednocześnie należy, że decyzje wydawane przez organy nadzoru z zasady podlegają kontroli sądowej. Kontrola ta sprowadzać się może wyłącznie do kontroli zgodności wydawanych decyzji administracyjnych z obowiązującymi normami prawnymi i uchylaniem decyzji niezgodnych z prawem (kontrola kasatoryjna) albo może obejmować kontrolę w zakresie zgodności z prawem z możliwością modyfikowania decyzji administracyjnych przez sądy (kontrola reformatoryjna).

zweryfikowana przed zawarciem umowy. Z rozstrzygania sporów powstałych na tle takich relacji wywodzi się doktryna *caveat emptor* (niech się kupujący strzeże), która jest trudna, jeśli nie niemożliwa do przyjęcia na gruncie relacji dotyczących dóbr zaufania. Istnienie rynków dóbr charakteryzujących się wysokim poziomem asymetrii informacyjnej wymaga, by ryzyko związane z niemożnością poznania jakości dobra nie obciążało wyłącznie nabywcy.

⁴⁰ A. Khorama, H. Servaes, P. Tufano, *Explaining the size of the mutual fund industry around the World*, Journal of Financial Economics, October 2005, Vol. 78, Issue 1, s. 148.

Sposób wykonywania kontroli sądowej jest zależny od ukształtowania systemu sądowego i jego zdolności do adaptacji⁴¹, przy czym w systemie prawa cywilnego jest ona niższa, bowiem sądy zwykle przy wydawaniu orzeczeń kierują się wcześniejszymi orzeczeniami sądów wyższych instancji, co powoduje, że są mniej skłonne do podejmowania rozstrzygnięć w oparciu o zmieniające się uwarunkowania ekonomiczne⁴².

Tabela 5. Typy nadzoru nad rynkiem finansowym w państwach należących do Unii Europejskiej

Kraj	Nazwa organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym	Nadzór zintegrowany (rok powołania)	Łączny nadzór nad dwoma sektorami	Nadzór rozdzielny nad poszczególnymi sektorami
Francja	Autorite des Marches Financiers	-	-	tak
Niemcy	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	tak (2002)	-	-
Włochy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	-	-	tak
Belgia	Commissie voor Het Bank-, Financie- en Assurantiewezen	tak (2004)	-	-
Holandia	De Nederlandsche Bank	tak (2004)	-	-
Luksemburg	Commission de Surveillance du Secteur Financier	-	tak	-
Wielka Brytania	Financial Services Authority	tak (1997)	-	-
Dania	Finanstilsynet	tak (1988)	-	-
Irlandia	Financial Services Authority	tak (2002)	-	-
Grecja	General Accounting Office	-	-	tak
Hiszpania	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	-	-	tak
Portugalia	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões	-	-	tak
Austria	Finanz Markt Aufsicht	tak (2002)	-	-
Finlandia	Rahoitustarkastus Finansinspektionen	-	tak	-
Szwecja	Finans Inspektionen	tak (1991)	-	-
Malta	Malta Financial Services Authority	tak (2002)	-	-
Cypr	Cyprus Securities and Exchange Commission	-	-	tak
Słowenia	Agencija za TRG Vrednostnih Papirjev	-	-	tak
Estonia	Finantsinspeksioon	tak (1999)	-	-
Litwa	Vertybinu Popieriu Komisija	-	-	tak
Łotwa	Finansu un Kapitāla Tirgus Komisija	tak (1998)	-	-
Polska	Komisja Nadzoru Finansowego	tak (2006)	-	-
Czechy	Česká Národní Banka	tak (2006)	-	-
Słowacja	Národná Banka Slovenska	tak (2006)	-	-
Węgry	Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete	tak (2000)	-	-
Rumunia	Comisia Nationala a Valorilor Mobiliare	-	-	tak
Bułgaria	Bulgarian National Securities Commission	-	tak	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Čihák, R. Podpiera, *Are more integrated prudential supervision agencies characterized by better regulation and supervision?*, International Monetary Fund, 2007

⁴¹ F. Lopez – de – Silanes, R. La Porta, A. Sheifer, *The guarantees of freedom*, Yale ICF Working Paper No. 02 – 05, s. 8.

⁴² M. Damaska, *The faces of justice and state authority: A comparative approach to the legal process*, Yale University Press, New Heaven 1986, s. 33.

Obecnie, zauważalną tendencją jest integrowanie krajowych organów nadzoru nad różnymi sektorami rynku finansowego (konsolidacja), w kierunku powoływania jednego organu nadzorującego sektor bankowy, inne instytucje finansowe oraz rynki papierów wartościowych. Pod pojęciem zintegrowanego nadzoru rozumie się nadzór obejmujący minimum trzy sektory. Katalizatorem tych zmian jest postępująca integracja rynków finansowych, wzrost stopnia skomplikowania instrumentów finansowych oraz tworzenie i wzrost konglomeratów finansowych operujących nie tylko na wielu rynkach krajowych, ale także w ramach różnych ich sektorów. Pierwszymi krajami, które zintegrowały swój nadzór nad rynkiem finansowym były Singapur (1982) i Norwegia (1986). Tabela 5 zawiera wykaz organów nadzoru rynku kapitałowego w krajach Unii Europejskiej wraz ze wskazaniem stopnia konsolidacji tego nadzoru.

2.3.2. Regulacje dotyczące dopuszczalnych form organizacyjnych

Model systemu prawnego determinuje struktury organizacyjne, w jakich prowadzona jest działalność gospodarcza. Struktury te są tak dobierane przez podmioty gospodarcze, by minimalizowane były ponoszone przez nie koszty transakcyjne i maksymalizowana efektywność prowadzonej działalności⁴³.

Praktycznie wszystkim istniejącym współcześnie systemom prawnym znana jest konstrukcja jednostek organizacyjnych, mogących być podmiotami praw i obowiązków płynących z norm prawnych, niebędących osobami fizycznymi. Część z tych jednostek organizacyjnych wyposażana jest w ustawodawcę w osobowość prawną.

Przyjmuje się, że jednostki organizacyjne, w tym takie, którym ustawodawca przyznał osobowość prawną, są w istocie rzeczy wystandaryzowanymi przez ustawodawcę kontraktami pomiędzy ich uczestnikami⁴⁴, pozwalającymi na przyznanie określonej masy majątkowej odrębnej podmiotowości prawnej i odseparowanie jej w ten sposób od mas majątkowych jej uczestników (udziałowców) i menedżerów. Koncepcja ograniczonej odpowiedzialności majątkowej ma dwa zasadnicze cele:

- ograniczając prawo wierzycieli jednostki organizacyjnej do indywidualnych majątków udziałowców zachęca udziałowców do podejmowania działalności,
- ograniczając prawo wierzycieli uczestników do majątku jednostki organizacyjnej, pozwala na ochronę majątku niezbędnego dla prowadzenia tej działalności.

⁴³ R. Coase, *The firm, the market and the law*, University of Chicago Press, Chicago 1988, s. 35.

⁴⁴ H. Hansman, R. Kraakman, *The essential role of organizational law*, New York University, Center for Law and Business, Working Paper #CLB-00-006, April 2000, s. 2.

Systemy prawne znają wiele kategorii jednostek organizacyjnych, w tym osób prawnych. Ich struktura, zakres odpowiedzialności uczestników i menedżerów oraz uprawnienia wierzycieli determinują gospodarcze wykorzystanie danej kategorii. Im większa jest w danym systemie prawnym liczba dopuszczalnych form organizacyjnych, w jakich może być podejmowana działalność gospodarcza i im bardziej elastycznie są one skonstruowane, tym większa liczba podmiotów będzie podejmowała działalność gospodarczą tworząc osoby prawne.

Wyróżnia się przynajmniej siedem obszarów, które w odniesieniu do poszczególnych kategorii jednostek organizacyjnych są normowane przez prawo.

- struktura kontroli – w jaki sposób przez uczestników (udziałowców) sprawowana jest kontrola nad działaniami jednostki organizacyjnej i jak udziałowcy mogą na te działania wpływać,
- możliwość wystąpienia – regulacje dotyczące sposobu powstania i ustania członkostwa danej jednostki organizacyjnej,
- zbywalność – regulacje określające zbywalność praw i obowiązków związanych z uczestnictwem w jednostce organizacyjnej,
- okres trwania – normy prawne określające horyzont czasowy istnienia danej jednostki organizacyjnej,
- obowiązki powiernicze – regulacje nakładające na menedżerów zarządzających w imieniu uczestników jednostką organizacyjną określone obowiązki i przyznających im określone uprawnienia,
- uczestnictwo – normy prawne regulujące dopuszczalność uczestnictwa w jednostce organizacyjnej oraz zakres tego uczestnictwa, a nadto prawa i obowiązki związane z posiadaniem przymiotu uczestnika,
- dysponowanie dochodami jednostki – reguły prawne wskazujące zasady wpływu uczestników lub menedżerów na podział dochodów z działalności jednostki⁴⁵.

W ramach powyższych obszarów występują dwojakiego rodzaju normy prawne:

- bezwzględnie obowiązujące (takie, których dyspozycja nie może być zmieniona wolą stron),
- względnie obowiązujące, które obowiązują wyłącznie wtedy, gdy strony nie postanowią inaczej.

⁴⁵ H. Hansman, R. Kraakman, op. cit. , s. 37 – 40.

Relacja pomiędzy liczbą norm bezwzględnie i względnie obowiązujących wyznacza stopień elastyczności systemu prawnego w odniesieniu do możliwych form podejmowania działalności – im więcej norm względnie obowiązujących, tym łatwiej jest podmiotom gospodarczym tak kształtować relacje wewnętrzne i zewnętrzne jednostki organizacyjnej, by odpowiadały ich potrzebom gospodarczym.

Tabela 6. Formy prawne instytucji wspólnego inwestowania w państwach należących do Unii Europejskiej (stan na 30.06.2008)

Kraj	Dopuszczalność tworzenia funduszy typu		
	Umownego	Statutowego	Powierniczego
Austria	tak	nie	nie
Belgia	tak	tak	nie
Bułgaria	bd	bd	bd
Cypr	bd	bd	bd
Czechy	tak	tak	nie
Dania	tak	nie	nie
Estonia	bd	bd	bd
Finlandia	tak	nie	nie
Francja	tak	tak	nie
Grecja	tak	tak	nie
Hiszpania	tak	tak	nie
Holandia	nie	tak	tak
Irlandia	nie	tak	tak
Litwa	bd	bd	bd
Luksemburg	tak	tak	nie
Łotwa	bd	bd	bd
Malta	bd	bd	bd
Niemcy	tak	nie	nie
Polska	tak	nie	nie
Portugalia	tak	nie	nie
Rumunia	bd	bd	bd
Słowacja	bd	bd	bd
Słowenia	bd	bd	bd
Szwecja	tak	nie	nie
Węgry	tak	nie	nie
Wielka Brytania	nie	tak	tak
Włochy	nie	tak	nie

Źródło: J. K. Thomphon, S. M. Choi, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, w: *Financial Affairs Division*, Occasional Paper, nr 1/2001, s. 63 – 64

Zasadniczy podział funduszy inwestycyjnych biorąc pod uwagę ich formę prawną ogranicza się do wyróżnienia typu umownego, typu statutowego oraz typu powierniczego. Typologia ta dotyczy charakteru aktu regulującego relacje pomiędzy funduszem w ujęciu podmiotowym a jego uczestnikami. Dla typu umownego podstawa relacji określającą wzajemne uprawnienia i obowiązki stron jest umowa, dla typu statutowego – statut albo inny akt wewnętrzny o zbliżonym charakterze uzupełniany następnie przez umowę o uczestnictwo normującą jednak wyłącznie aspekty techniczne uczestnictwa w funduszu. Dla typu powierniczego charakterystyczne jest wykorzystanie znanej systemowi *common law* instytucji

własności powierniczej – na okres pozostawania środków inwestora w takim funduszu, inwestor dokonuje powierniczego przeniesienia własności środków na spółkę zarządzającą, która tworzy z tych środków fundusz (*unit trust*). Pomiędzy uczestnikami takiego funduszu nie nawiązują się jakiegokolwiek stosunki prawne⁴⁶.

Słabość powyższego podziału ujawnia się jednak, gdy wziąć pod uwagę poglądy literatury dotyczące charakteru prawnego takich aktów wewnętrznych osoby prawnej jak jej statut. Statut jest także aktem o charakterze kontraktowym; stanowiącym swoistą konstytucję osoby prawnej i będącym w istocie rzeczą umową pomiędzy spółką a jej współwłaścicielami⁴⁷.

Z powyższych względów podział na typ umowny i typ statutowy w zależności od tego, w jakiego charakteru akcie unormowane są wzajemne prawa i obowiązki funduszu i jego uczestnika winien zostać odrzucony. Podział ten byłby prawidłowy, gdyby przyjąć, że jego kryterium jest nie sposób regulacji uprawnień i obowiązków, lecz forma prawna instytucji wspólnego inwestowania. Typ statutowy należałoby w konsekwencji wiązać z instytucjami funkcjonującymi w formie spółki, typ umowny z innymi modelami funduszy⁴⁸. Typy instytucji wspólnego inwestowania, których tworzenie jest dopuszczalne przez obowiązujący porządek prawny wybranych krajów prezentuje tabela 6. Rozwój form prawnych funduszy inwestycyjnych na rynkach funduszy inwestycyjnych będących przedmiotem niniejszej pracy zostanie przedstawiony w rozdziale trzecim.

Istnieje wiele konsekwencji przyjęcia powyższego podziału. Jedną z nich jest wyróżnienie instytucji o charakterze korporacyjnym oraz instytucji o charakterze niekorporacyjnym. Kryterium podziału jest w tym wypadku charakter uprawnień uczestnika w relacji do funduszu inwestycyjnego. W modelu korporacyjnym uczestnik – oprócz posiadania uprawnień o charakterze majątkowym, takich jak prawo do żądania odkupienia posiadanych przez niego tytułów uczestnictwa, czy prawo do udziału w majątku funduszu po jego likwidacji – posiada także uprawnienia o charakterze korporacyjnym.

Korporacyjny albo niekorporacyjny charakter funduszu inwestycyjnego determinuje w szczególności sposób, w jaki chronione są prawa jego uczestników. W modelu korporacyjnym środkiem zapewnienia takiej ochrony jest wykonywanie przez uczestników uprawnień niemajątkowych w stosunku do funduszu; w typie niekorporacyjnym występuje

⁴⁶ D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2008, s. 73.

⁴⁷ S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych, Komentarz*, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa 2003, t. III, s. 63.

⁴⁸ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, CH Beck, Warszawa 1999, s.11.

natomiast sprzężenie oddziaływań depozytariusza, administracyjnego organu nadzoru i innych instytucji, zastępujące w modelu niekorporacyjnym wewnętrzną kontrolę i kształtowanie działalności funduszu typu korporacyjnego przez uczestników – udziałowców⁴⁹.

Od lat dziewięćdziesiątych XX wieku, odstępuje się od stosowania modelu korporacyjnego na rzecz modelu niekorporacyjnego, w którym decydującą rolę przy nadzorowaniu działalności instytucji wspólnego inwestowania odgrywa depozytariusz (kontrola operacyjna) i organ administracji publicznej nadzorujący instytucje wspólnego inwestowania (kontrola formalna)⁵⁰.

Ukształtowanie funduszu inwestycyjnego jako typu umownego lub statutowego determinuje także rodzaj praw uczestników do mienia funduszu. Po pierwsze, można wyróżnić instytucje, w których środki stanowią przedmiot współwłasności uczestników wyłącznie w sensie ekonomicznym, natomiast w sensie prawnym są mieniem jednego z podmiotów zaangażowanych w przedsięwzięcie wspólnego inwestowania. Po drugie, istnieją instytucje, których bezpośrednimi współwłaścicielami są ich uczestnicy, powierzający na mocy umowy uczestnictwa w funduszu zarządzanie nim wyspecjalizowanemu podmiotowi.

Konsekwencją właścicielstwa środków instytucji wspólnego inwestowania jest dostępność masy majątkowej funduszu dla wierzycieli instytucji zarządzającej funduszem w postępowaniu egzekucyjnym. W przypadku funduszy, których współwłaścicielami są bezpośrednio uczestnicy, majątek funduszu nie wchodzi w skład majątku instytucji zarządzającej i w konsekwencji jest wyłączony od egzekwowania na poczet zobowiązań tej instytucji. W przypadku funduszy, w których środki powierzone przez uczestników wchodzi bezpośrednio do majątku instytucji zarządzającej, warunkiem ich bezpieczeństwa i oddzielenia od majątku tej instytucji są odpowiednie regulacje prawne.

2.3.3. Poziom ochrony inwestorów

Przyjmuje się, że pochodzenie systemu prawnego w znacznym stopniu wpływa na sposób regulacji rynku przez państwo, w szczególności determinuje jego strukturę i przyszły rozwój. Wskazuje się, że ochrona praw inwestorów i kredytodawców jest silniejsza w państwach opierających swój porządek prawny na systemie prawa precedensowego⁵¹. Istotną różnicą jest także sposób zapewniania tej ochrony – o ile w państwach systemu prawa precedensowego przeważa ochrona *ex post* (głównie sądowa), o tyle w państwach systemu

⁴⁹ M. Michalski, L. Sobolewski, op. cit., s.13.

⁵⁰ Por. raport amerykańskiej Securities and Exchange Commission *Protecting investors: a half century of mutual fund regulation* (1992).

⁵¹ La Porta, *Law and finance*, op. cit.

prawa cywilnego dominują instytucje zapewniające tę ochronę *ex ante*⁵², w tym w szczególności w zakresie wymagań dotyczących konieczności posiadania licencji lub zezwoleń na podjęcie działalności⁵³.

Różnice pomiędzy systemem *common law* a systemem prawa cywilnego mogą być sprowadzone do dwóch aspektów. Po pierwsze, oba systemy różnią się relatywną ważnością, jaką nadają prawom własności podmiotów w stosunku do państwa. W systemie prawa cywilnego przyjmuje się, że prawom państwa przyznaje się nadrzędność nad prawami obywateli, w systemie *common law* historycznie konflikty uprawnień pomiędzy uprawnieniami państwa i obywateli były rozstrzygane na korzyść tych ostatnich⁵⁴. Po drugie, różny był i jest w obu systemach zakres ochrony uprawnień związanych z własnością. Tę cechę systemu *common law* przytacza się jako determinantę o fundamentalnym znaczeniu dla budowania rynków finansowych⁵⁵.

Normy składające się na system prawny przypisują określone uprawnienia podmiotom. Zakres i treść tych uprawnień jest kluczowa dla oceny stopnia ochrony podmiotów działających na rynku finansowym przed ryzykami związanymi z kontraktowaniem, w szczególności z asymetrią informacyjną, ryzykiem nadużycia i defraudacji. Przyjmuje się, że stopień, w jakim dany system prawny chroni podmioty przed wystąpieniem i konsekwencjami wystąpienia zawodności rynku (*market failure*), determinuje skłonność podmiotów do transferowania posiadanych przez nie kapitałów na rzecz kapitałobiorców⁵⁶.

Normy prawne o charakterze organizacyjnym kształtują katalog możliwych do wykorzystania w działalności gospodarczej form organizacyjnych. Formy te dobierane są przez podmioty zamierzające podjąć działalność gospodarczą w zależności od ich odpowiedniości do planowanej działalności, jej skali i stopnia ryzyka gospodarczego, jakie organizatorzy są skłonni ponieść. Nie bez wpływu na dobór formy organizacyjnej pozostaje planowany sposób finansowania działalności i zakres uprawnień w zakresie nadzoru działalności, jaki organizatorzy zamierzają przyznać udziałowcom. Podmioty gospodarcze generują popyt na kapitał zarówno w formie instrumentów udziałowych, jak i finansowania dłużnego. Wielkość podaży kapitału to jest skłonność posiadających nadwyżki finansowe do udostępniania ich podmiotom gospodarczym jest determinowana nie tylko przez dobór

⁵² S. Djankov, C. McLiesh, A. Shleifer, op. cit., s. 22.

⁵³ S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *The regulation of entry*, NBER Working Paper No. w7892, September 2000.

⁵⁴ R. La Porta, A. Shleifer, R. W. Vishny, F. Lopez – de – Silanes, op. cit.

⁵⁵ R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *What works in securities law?*, op. cit.

⁵⁶ M. Graff, op. cit., s. 2.

odpowiedniej formy organizacyjnej przedsięwzięcia, ale także zakres uprawnień, jakie dany system prawny przyznaje kapitałodawcom w związku z posiadaniem przez nich odpowiedniej klasy instrumentów.

Posiadacze nadwyżek finansowych finansujący działalność podmiotów gospodarczych ponoszą ryzyko związane nie tylko z dochodowością tej działalności, ale także ryzyko związane z możliwością niezyskania zwrotu przekazanych środków i odpowiedniej, oczekiwanej części pożytków z nich wynikające z nadużyć popełnianych przez zarządzających podmiotami gospodarczymi. Zjawisko to, zwane problemem agencji, związane jest z delegowaniem przez kapitałodawców zarządzania powierzonymi środkami na rzecz zarządzających podmiotami, będącymi kapitałobiorcami i immanentnym powstawianiem rozbieżności celów pomiędzy zarządzającymi a dostarczycielami kapitału w zakresie sposobów jego wykorzystania i warunków zwrotu⁵⁷. Rozbieżność celów w relacji przedsiębiorca – inwestor, sprowadzająca się do możliwości pojawienia się odmiennych interesów pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą, jest tym większa, im silniejsza jest różnica w zasobie informacji o podmiocie gospodarczym pomiędzy zarządzającymi nim a inwestorami⁵⁸.

Oczywiste jest, że na rynku kapitału występuje znaczna dysproporcja pomiędzy zakresem wiedzy o planowanym lub istniejącym przedsięwzięciu, jaki posiada organizator, a tym jaki możliwy jest do uzyskania przez potencjalnego dostawcę kapitału. Do najważniejszych przejawów tej asymetrii należy ryzyko nadużycia ze strony przedsiębiorcy, który po uzyskaniu finansowania nie jest zainteresowany dotrzymywaniem warunków, na jakich pozyskał kapitał. Inwestorzy zamierzając kontrolować sposób wykorzystania środków monitorują sposób prowadzenia działalności przez przedsiębiorcę, co związane jest z koniecznością ponoszenia przez nich kosztów monitoringu⁵⁹. Koszty te powodują obniżenie stopy zwrotu z inwestycji w instrumenty dłużne i udziałowe.

W konsekwencji, skłonność podmiotów dysponujących nadwyżkami finansowymi jest zależna od zakresu ochrony, jaki zapewnia obowiązujący system prawny kształtując uprawnienia posiadaczy instrumentów finansowych w stosunku do ich emitenta i jego majątku oraz od skuteczności egzekwowania tych uprawnień. Powyższa teza została

⁵⁷ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, Vol. 3, No. 4, s. 309.

⁵⁸ F. J. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital markets. Institutions and instruments*, Pearson Education International, Upper Saddle River 2003, s. 25.

⁵⁹ Inwestorzy monitorują działalność inwestorów różnymi sposobami – od obowiązkowego audytu poprzez formalny nadzór sprawowany przez wewnętrzne organy nadzoru po odpowiednie projektowanie kontraktów pomiędzy inwestorami a przedsiębiorcą, por. M. C. Jensen, W. H. Meckling, op. cit., s. 325.

potwierdzona badaniami, które wskazują, że w państwach o ustawodawstwach przewidujących silniejszą ochronę inwestorów istnieją większe i bardziej stabilne rynki kapitałowe⁶⁰ i rynki instrumentów dłużnych. Dodatkowo, zakres uprawnień przyznawany posiadaczom poszczególnych klas instrumentów finansowych determinuje także skłonność inwestorów do nabywania danej kategorii instrumentów⁶¹. Przyznanie przez obowiązujący system prawny inwestorom określonych uprawnień wobec przedsiębiorcy może ograniczyć ponoszone przez nich koszty monitoringu i przyczynić się do wzrostu opłacalności udostępniania nadwyżek finansowych, a w konsekwencji także do zwiększenia się skłonności do lokowania w instrumenty emitowane przez przedsiębiorców.

Oprócz norm prawnych nadających określone uprawnienia posiadaczom instrumentów finansowych wobec ich emitenta i jego aktywów, wskazać także należy na istnienie norm prawnych, których celem jest ochrona praw posiadaczy instrumentów udziałowych przed nadużywaniem pozycji przez inwestorów dominujących poprzez transfer aktywów lub dochodów emitenta na rzecz inwestorów dominujących (*tunnelling*)⁶². W skrajnym przypadku nadużycie pozycji przez inwestora dominującego prowadzi do przejęcia przez niego całkowitej kontroli nad emitentem i marginalizowania roli inwestorów mniejszościowych⁶³.

Nadużywanie pozycji przez inwestorów dominujących sprowadza się do wykorzystywania ich przewagi w organach osoby prawnej, w zakresie których leżą kompetencje do podjęcia decyzji w danej sprawie, do przyjmowania rozstrzygnięć

⁶⁰ Por. badania poziomu ochrony posiadaczy akcji w oparciu o następujące elementy: (1) dopuszczalność głosowania na walnych zgromadzeniach za pośrednictwem poczty, (2) istnienie konieczności blokowania akcji celem wzięcia udziału w walnym zgromadzeniu, (3) możliwość łączenia głosów inwestorów mniejszościowych celem wspólnego wyboru przedstawiciela w organach spółki, (4) poziom ochrony interesów inwestorów mniejszościowych przed nadużyciami inwestora większościowego, (5) część kapitału zakładowego uprawniająca do żądania zwołania walnego zgromadzenia i (6) konieczność uzyskania zgody inwestora, którego prawa w spółce mają być ograniczone por. R. La Porta, F. Lopez – de – Salinas, A. Shleifer, R. Vishny, *Legal determinants of external finance*, op cit.

⁶¹ Gdy inwestor podejmie decyzję o udostępnieniu swoich nadwyżek finansowych, będzie poszukiwał instrumentu możliwie najbardziej zbliżonego do jego preferencji w zakresie relacji ryzyka do potencjalnego zysku, opodatkowania, płynności i zakresu ochrony prawnej, w tym zakresie uprawnień wobec emitenta instrumentów por. badania dotyczące preferencji funduszy *private equity* w odniesieniu do akcji uprzywilejowanych wobec innych instrumentów dających zbliżone uprawnienia wobec emitenta, zawarte w: J. Armour, *Law, innovation and finance: A review*, Centre for Business Research Working Paper 243, 2002, s. 6.

⁶² Drenowanie spółek przybierać może dwie formy: (1) operacyjną, kiedy spółka zawiera transakcje na warunkach nierynkowych z akcjonariuszami (np. ceny transferowe) i (2) kapitałową, gdy wpływ dominującego akcjonariusza na spółkę umożliwia mu podejmowanie działań zmierzających do zwiększenia swojego udziału (np. emisje zamknięte skierowane do tego akcjonariusza). Zjawisko drenowania występuje na rynkach nierozwiniętych w formie kradzieży lub defraudacji, podczas gdy na rynkach rozwiniętych używa się w tym celu bardziej wysublimowanych konstrukcji prawnych; por. S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *Tunnelling*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Number 1887, January 2000, s. 1.

⁶³ Przykład Bułgarii, gdzie w latach 2000 – 2001 z obrotu publicznego po dokonaniu przymusowych wykupów wycofano 2/3 notowanych spółek, por. V. Atanasov, C. S. Ciccotello, S. B. Gyoshev, *How does law affect finance? An empirical examination of tunneling in an emerging market*, William Davidson Working Paper Nr 742, January 2005, s. 3.

korzystnych dla inwestorów dominujących i niekorzystnych lub neutralnych dla samej osoby prawnej i pozostałych inwestorów. Z punktu widzenia teorii organizacji wskazującej, że organizacja powstaje na mocy umowy pomiędzy jej uczestnikami, która reguluje wzajemne relacje wewnętrzne i zewnętrzne można przyjąć, że należyтым sposobem ochrony inwestorów, nabywających instrumenty finansowe, emitowane przez ten podmiot jest zapewnienie, by proces podejmowania decyzji dotyczących podmiotu w odpowiedni sposób zabezpieczał interesy inwestorów, nie zaś by sama umowa precyzowała jakie decyzje w jakich okolicznościach należy podjąć⁶⁴.

Zakres wpływu na proces podejmowania decyzji różni się w zależności od typu osoby prawnej oraz typu instrumentu posiadanego przez inwestora. Normy prawne odnoszące się do podziału kompetencji pomiędzy poszczególne organy osoby prawnej mają dwojaki charakter. Po pierwsze, istnieją normy bezwzględnie obowiązujące w zakresie kompetencji alokowanych przez ustawodawcę konkretnym organom. Po drugie, wyróżnić należy normy o brzegowym charakterze, pozwalające kształtować ten podział w odniesieniu do konkretnej osoby prawnej⁶⁵. Co do zasady⁶⁶, instrumenty o charakterze udziałowym pozwalają na bieżące wywieranie wpływu na kierunki działalności funkcjonującej osoby prawnej, zaś instrumenty o charakterze dłużnym pozwalają na wywieranie wpływu co do sposobu i zasad likwidacji osoby prawnej w przypadku zaprzestania przez nią działalności, w szczególności w przypadku jej bankructwa.

W konsekwencji, regulacje dotyczące instrumentów finansowych dotyczą trzech podstawowych pól:

- obowiązków informacyjnych nałożonych na emitentów mających na celu niwelowanie wspomnianej powyżej asymetrii informacyjnej,
- sankcji związanych z nadużyciami emitentów w postaci defraudacji lub manipulacji,
- sankcji za naruszenie wykorzystywania informacji poufnych (*insider trading*)⁶⁷.

⁶⁴ O. Hart, *Financial contracting*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No 1924, April 2001, s.10.

⁶⁵ L. Zingales, *In search of new foundations*, Journal of Finance, August 2000, Vol. LV, No. 4, s. 1623.

⁶⁶ Badania konstrukcji prawnych wykorzystywanych przez fundusze *venture capital* wskazują na umowną alokację uprawnień kontrolnych i uprawnień do majątku i dochodów pomiędzy inwestora a przedsiębiorcę w zależności od efektów działalności przedsięwzięcia (w przypadku strat inwestorzy mają szersze uprawnienia decyzyjne niż przedsiębiorca), etapu przedsięwzięcia (uprawnienia inwestorów są ograniczane wraz z rozwojem projektu) lub innych okoliczności por. S. N. Kaplan, P. Stromberg, *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, Review of Economic Studies, April 2003, Vol. 70, No. 2, s. 281.

⁶⁷ Z. Goshen, G. Parchomovsky, *The essential role of securities regulation*, Duke Law Journal, 2006, Vol. 55, s. 711.

W tradycyjnym ujęciu⁶⁸ wartość udziałowych papierów wartościowych kształtowana była przez przyszłe przepływy pieniężne, a instrumentów dłużnych – poprzez przepływy z tytułu płatności odsetek i zwrotu kapitału. Później zwrócono uwagę, na ryzyko wystąpienia odmiennych od zakładanych pierwotnie przepływów pieniężnych oraz na fakt, że zarządzający mogą zużywać środki powierzone przez inwestorów w innych celach niż inwestorzy ci zakładają. W konsekwencji, instrumenty finansowe mają charakter umów, które nadają inwestorom określone uprawnienia w odniesieniu do przyszłych przepływów pieniężnych⁶⁹.

Obecnie, w literaturze podnosi się, że wartość papieru wartościowego kształtują także prawa, jakie przysługują jego posiadaczowi⁷⁰. Udziałowe papiery wartościowe (do których zaliczyć należy także tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania) pozwalają na wywieranie wpływu na prowadzoną przez ich emitenta działalność. Dłużne papiery wartościowe pozwalają ich posiadaczom na wykonywanie określonych praw w odniesieniu do majątku emitenta, w szczególności na przejęcie aktywów finansowych będących zabezpieczeniem wywiązania się z jego zobowiązań wynikających z emisji⁷¹.

Badania systemów prawnych dowodzą, że ochrona praw inwestorów w państwach systemu prawa cywilnego jest niższa niż w systemie *common law*⁷². Powyższe skutkowało historycznie silniejszym rozwojem rynków finansowych w państwach wywodzących swój system prawny z systemu *common law*⁷³. Silniejszy rozwój rynków finansowych w państwach systemu *common law* jest uzasadniany dwojako. Po pierwsze, rolę sędziów w kształtowaniu uprawnień inwestorów i wzmacnianiu ich ochrony poprzez prawo precedensowe (*case law*). Po drugie, wskazuje się, że obecny zakres ochrony własności prywatnej może być łączony z historycznymi uwarunkowaniami relacji pomiędzy panującym a prywatnymi właścicielami⁷⁴. Także i kodeksy cywilne i regulujące działalność handlową przyjęte w XIX wieku przez Bismarcka w Niemczech i Napoleona we Francji miały

⁶⁸ M. Modigliani, M. Miller, *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, American Economic Review, June 1958, Vol. 48, No. 3, s. 261.

⁶⁹ M. C. Jensen, W. H. Meckling, op. cit., s. 325 i nast.

⁷⁰ O. Hart, *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford University Press, London 1995, s. 29.

⁷¹ R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Law and finance*, op. cit.

⁷² Ibidem.

⁷³ R. La Porta, F. Lopez – de – Salinas, A. Shleifer, R. Vishny, *Legal determinants of external finance*, op. cit. por. także R. Levine, *Bank – based or market – based financial systems. Which is better?*, Journal of Financial Intermediation, 2003, Vol. 11, s. 398.

⁷⁴ W Anglii od XVII wieku panujący utracił praktycznie kontrolę nad sądownictwem, która przeszła w ręce parlamentu, w skład którego wchodziłi głównie właściciele ziemscy. W konsekwencji, system sądowniczy chronił silniej interesy prywatnych właścicieli niż panującego. W Niemczech i Francji sądownictwo pozostawało pod kontrolą panującego i w przypadku zaistnienia konfliktu pomiędzy uprawnieniami panującego a uprawnieniami prywatnych właścicieli sądy stawały w obronie tych pierwszych.

umożliwić państwu silniejszą kontrolę nad podejmowaniem i prowadzeniem działalności gospodarczej. W konsekwencji szerokiego wpływu państwa na działalność gospodarczą, działalność ta była prowadzona w znacznej części przez politycznych sojuszników panującego, co wraz z ewolucją prawa spowodowało słabszą ochronę praw mniejszościowych akcjonariuszy, a wzięwszy pod uwagę silniejszą zależność sądownictwa od panującego, także i sądy nie były skłonne do udzielania ochrony interesom mniejszościowych udziałowców w przypadku ich konfliktu z udziałowcem dominującym⁷⁵.

W najnowszej literaturze pogląd ten został zakwestionowany z uwagi fakt, że badania poziomu ochrony praw inwestorów sprowadzały się do weryfikowania nieznaczącej liczby zmiennych charakterystycznych dla uprawnień inwestorów wobec spółki, zarządzających nią oraz innych inwestorów. W rzeczywistości, zakres uprawnień inwestorów jest znacznie szerszy, a jego porównywanie pomiędzy systemami prawnymi nie może sprowadzać się do porównywania występowania wybranych uprawnień i zakresu ich stosowania, a powinno być poprzedzone staranną i dokładną analizą prawa zobowiązań, procedury dochodzenia roszczeń (prawa postępowania cywilnego) z punktu widzenia jej efektywności dokonywaną na gruncie społecznych, ekonomicznych i kulturowych różnic⁷⁶. Prawo jest zjawiskiem społecznym o charakterze jakościowym i mierzenie jego efektywności z punktu widzenia ochrony inwestorów za pomocą wybranych cech ilościowych jest trudne i może prowadzić do odmiennych wniosków zależnych od ilości i sposobu doboru zmiennych⁷⁷. Dodatkowo, porównywanie uprawnień inwestorów w systemie prawa cywilnego z systemem *common law* winno uwzględniać różnice pomiędzy tymi systemami, w tym w szczególności różnice pomiędzy formami organizacyjnymi przybieranymi przez emitentów, a dopuszczonymi przez porządek prawny danego państwa (normy organizacyjne)⁷⁸.

⁷⁵ R. La Porta, F Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Investor protection: Origins, consequences, reform*, NBER Working Paper W7428, December 1999, s. 11. Powyższe powoduje wyższą koncentrację akcjonariatu w krajach systemu prawa cywilnego i większe jego rozproszenie w krajach *common law*. Por. wyniki badań koncentracji akcjonariatu zawarte w R. La Porta, F Lopez – de – Silanes, R. W. Vishny, *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, 1999, Vol. 54, s. 471 oraz *The separation of ownership and control: A survey of 7 European countries preliminary report to the European Commission*. European Corporate Governance Network, Brussels 1997.

⁷⁶ P. P. Lele, M. M. Siems, *Shareholder protection: A leximatic approach*, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 324, June 2006, s. 4.

⁷⁷ P. P. Lele, M. M. Siems, op. cit., s. 6 oraz U. C. Braendle, *Shareholder protection in the USA and Germany – “law and finance” theory revisited*, German Law Journal, March 2006, Vol. 7, No. 3. s. 257.

⁷⁸ Zasady dotyczące dystrybucji uprawnień pomiędzy organami spółek są diametralnie różne: w USA *board of directors* posiada szerokie uprawnienia, podczas gdy w Europie kompetencje pomiędzy organem zarządzającym a zgromadzeniem wspólników są bardziej równomiernie rozłożone. Powyższe może być uzasadnieniem dla większej koncentracji akcjonariatu europejskich spółek por. S. Cools, *The Real difference in corporate law between the United States and continental Europe: Distribution of powers*, Delaware Journal of Corporate Law, 2005, Vol. 30, Nr. 3, s. 738.

Ponadto, pożądany zakres ochrony praw inwestorów winien zmierzać raczej do poziomu optymalnego z punktu widzenia równoważenia interesów spółek, zarządzających i inwestorów, a nie do maksymalizacji uprawnień tych ostatnich⁷⁹. Generalnie wskazuje się, że istnieje powszechna tendencja do podnoszenia poziomu ochrony praw inwestorów, która nasila się w okresach szczególnych zawirowań na rynkach związanych z naruszaniem praw inwestorów przez emitentów⁸⁰. Uzasadniając systematyczne podnoszenie poziomu ochrony inwestorów, poprzez wyposażanie ich w nowe instrumenty kontroli nad zarządzającymi emitentem, wskazuje się na fakt, że wraz z rozszerzeniem się liczby inwestorów wskutek zwiększania się roli rynków finansowych jako absorbenta nadwyżek finansowych rośnie polityczna presja na rządzących w kierunku wprowadzania odpowiednich regulacji prawnych⁸¹.

Wskazuje się ponadto na korelację poziomu ochrony inwestorów z wielkością rynków kapitałowych⁸², wysokością dywidend wypłacanych przez emitentów⁸³, wyceną emitentów i dostępnością zewnętrznego finansowania kapitałem⁸⁴, bardziej efektywną alokacją zasobów kapitału⁸⁵ i słabszą reakcją rynku na kryzysy finansowe⁸⁶.

Abstrahując od szerszych rozważań co do istnienia korelacji pomiędzy poziomem ochrony inwestorów a wielkością rynku finansowego należy jedynie wskazać, że odpowiedni poziom ochrony praw kapitałodawców w trójnasób wpływa na rozwój gospodarczy. Po pierwsze, mobilizuje oszczędności celem finansowania działalności gospodarczej. Po drugie, ukierunkowuje te oszczędności na finansowanie działalności gospodarczej i w konsekwencji przyspiesza akumulację kapitału⁸⁷. Po trzecie, poziom ochrony inwestorów w zakresie ich

⁷⁹ I. Anabtawi, *Some skepticism about increasing shareholder power*, Law & Economics Research Paper Series, University of California, Research Paper No. 05 – 16, August 2005, s. 43.

⁸⁰ Wyniki badań systemów prawnych Wielkiej Brytanii, USA, Niemiec, Francji i Indii w oparciu o 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, „banki internetowej” i afery Enron w USA w latach 2001 – 2002, zawarte w: P. P. Lele, M. M. Siems, op. cit.

⁸¹ M. Pagano, P. Volpin, *Shareholder protection, stock market development, and politics*, Journal of European Economic Association, April – May 2006, Vol. 4, No. 2 -3, s. 315.

⁸² R. La Porta, F. Lopez – de – Salinas, A. Shleifer, R. Vishny, *Legal determinants of external finance*, op. cit., s. D oraz R. Levine, *Bank – based or market – based financial system: Which is better?*, op.cit.

⁸³ R. La Porta, F. Lopez – de – Salinas, A. Shleifer, R. Vishny, *Agency problems and dividend policies around the world*, Journal of Finance, February 2000, Vol. 55, No. 1, s. 1 – 33.

⁸⁴ Odpowiedni zakres praw inwestorów oraz efektywne ich egzekwowanie powoduje, że dochody emitentów w znacznej części są dystrybuowane w ramach dywidend (instrumenty udziałowe) lub odsetek (instrumenty dłużne), a mniejsza część jest zawłaszczana przez zarządzających emitentem lub inwestorów dominujących por. R. La Porta, F. Lopez – de – Salinas, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate valuation*, Journal of Finance, June 2002, Vol. 57, Issue 3, s. 1147 – 1170.

⁸⁵ J. Wurgler, *Financial markets and the allocation of capital*, Yale ICF Working Paper No. 99-08, July 1999.

⁸⁶ S. Johnson, P. Boone, A. Breach, E. Friedman, *Corporate governance in the Asian crisis 1997 – 1998*, SITE Working Paper No. 137, September 1998.

⁸⁷ T. Beck. R. Levine, N. Loayza, *Finance and the sources of growth*, World Bank Policy Research Working Paper No. 2057, February 1999.

wielkości i egzekwowalności uprawnień do wpływania na kierunki polityki danego podmiotu gospodarczego może wpływać na efektywność alokacji zasobów⁸⁸.

Rozważając poziom i zakres ochrony inwestorów, lokujących swoje środki w instytucjach wspólnego inwestowania, zauważyć należy, że zakres ochrony inwestorów, determinujący ich skłonność do udostępniania swoich nadwyżek finansowych na rynku, w tym lokowania w tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, winien być oceniany na dwóch poziomach.

Pierwszym z nich jest **poziom ochrony**, jaki system prawny zapewnia funduszom inwestycyjnym i innym posiadaczom dłużnych i udziałowych instrumentów finansowych.

Drugą zaś, **uprawnienia**, jakie nadawane są mocą obowiązującego prawa inwestorom powierzającym swoje środki funduszom inwestycyjnym. Przyjąć można, że istnieje zależność pomiędzy poziomem ochrony inwestorów lokujących swoje środki w tytuły uczestnictwa, a tym, jaki gwarantowany jest przez system prawny inwestorom bezpośrednio działającym na rynku finansowym.

Istnieje kilka istotnych różnic w zakresie ochrony posiadaczy tytułów uczestnictwa i innych instrumentów finansowych. Najważniejszym z nich wydaje się ograniczona odpowiedzialność zarządzających. Co do zasady, odpowiedzialność emitentów instrumentów finansowych z przyczyn wskazanych w punkcie 2.3.2. ograniczona jest do wysokości ich kapitału. O ile w przypadku spółek publicznych relacja pomiędzy potencjalnymi szkodami wyrządzonymi inwestorom a kapitałem tych spółek pozwala na przyjęcie, że istnieje choćby potencjalna możliwość zaspokojenia takich roszczeń, o tyle w przypadku instytucji wspólnego inwestowania, zarządzających aktywami o kilka rzędów wielkości przekraczającymi ich kapitały, możliwość ta jest wyłącznie iluzoryczna. W konsekwencji, instytucje te są skłonne podejmować wyższe ryzyko związane z ich działalnością, niżby podejmowały, gdyby kwotowo określona granica odpowiedzialności była wyższa, a zadaniem regulacji prawnych jest wprowadzenie takich obowiązków dla zarządzających, by istniała realna możliwość zaspokojenia ewentualnych roszczeń inwestorów wobec nich⁸⁹.

Jak się wydaje, poziom ochrony zapewniany przez dany system prawny jest dodatnio skorelowany z wielkością rynku instytucji wspólnego inwestowania istniejącego w danym państwie. Wskazuje się jednak, że nie zawsze prawidłowość ta jest zachowana. Gdy prawo

⁸⁸ J. Wurgler, op. cit.

⁸⁹ Przykładami takich regulacji jest obowiązek posiadania minimalnych kapitałów lub minimalnej sumy ubezpieczenia (środki *ex ante*), obowiązki utrzymywania kapitałów i ubezpieczenia przez okres prowadzenia działalności oraz obowiązkowe systemy rekompensat tworzone ze składek podmiotów zarządzających (środki *ex post*).

zapewnia silną ochronę posiadaczom instrumentów udziałowych, skłonność do powierzania – z pominięciem funduszy inwestycyjnych – emitentom środków jest większa⁹⁰. Powyższe w szczególności może dotyczyć istnienia różnych norm prawnych od zakazujących dokonywania transakcji z wykorzystaniem informacji poufnych (*insider dealing*) po normujące sposób prowadzenia księgowości przez emitentów i ich obowiązki publikacyjne z tym związane.

Nie jest jednocześnie pożądana całkowita integracja przepisów prawnych w zakresie ochrony inwestorów, bowiem pozostawienie, przy zachowaniu jednolitych minimalnych standardów, pewnego marginesu dla specyficznych krajowych regulacji może pozwalać na działanie mechanizmów rynkowych i wybór przez emitentów i inwestorów takich jurysdykcji, w których poziom ochrony inwestorów jest optymalny⁹¹, a nie maksymalny.

2.3.4. Prawo do informacji

Podstawowym prawem posiadacza instrumentów finansowych jest prawo do informacji o stanie i działaniach emitenta⁹². Korzystając z tego uprawnienia, o ile jest wykonywane w sposób należyty, inwestor może wykonywać swoje inne uprawnienia w odniesieniu do emitenta. Stąd zasadnicze znaczenie dla ochrony inwestorów mają regulacje dotyczące obowiązku przekazywania do wiadomości publicznej określonych danych dotyczących emitenta oraz regulacje dotyczące księgowości emitentów. Ponadto, na podstawie ujawnionych informacji inwestorzy mogą dokonywać oceny jakości zarządzania i perspektyw emitenta, co wpływa na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne⁹³. Rzetelnie poinformowani inwestorzy działają w sposób bardziej racjonalny, pozwalając na obniżenie kosztów pozyskania kapitału dla emitentów⁹⁴.

Z ekonomicznego punktu widzenia informacje ujawniane przez emitentów pozwalają na miarodajną wycenę wartości papierów wartościowych⁹⁵ poprzez monitorowanie jego działalności, w szczególności ocenę jakości zarządzania emitentem⁹⁶.

⁹⁰ A. Khorama, H. Servaes, P. Tufano, op.cit.

⁹¹ E. Ferran, *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, Cambridge 2004, s. 10.

⁹² R. La Porta, F Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny, *Investor protection: Origins, consequences, reform*, op. cit.

⁹³ R. J. Gilson, *Corporate governance and capital markets*, OECD in cooperation with the World Bank Group, Sao Paulo, April 2000, s. 5.

⁹⁴ J. C. Coffe, *Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance*, Columbia Law Review, November 2002, Vol. 102, No. 7, s. 1757.

⁹⁵ E. Kitch, *The theory and practice of securities disclosure*, Brooklyn Law Review, 1995, Vol. 61, s. 763, M. Fox, A. Durnev, R. Morck, B. Yeung, *Law, share price accuracy and economic performance. The New Evidence*, Michigan Law Review, 2003, Vol. 102, No. 3, s. 331.

⁹⁶ P. Mahoney, *Mandatory Disclosure as solution to agency problems*, University of Chicago Law Review, 1995, Vol. 62, s. 1047.

Wskazuje się, że emitent będzie dobrowolnie ujawniał informacje, jeśli łącznie zaistnieją trzy warunki:

- inwestorzy wiedzą, że emitent posiada informację danego typu,
- emitent nie może przekazać nieprawdziwej informacji (jakkolwiek może odmówić jej przekazania),
- ujawnienie informacji nie powoduje konieczności poniesienia kosztów przez emitenta⁹⁷.

Europejskie regulacje, dotyczące obowiązkowych informacji przekazywanych przez emitentów, istnieją od 1979 roku⁹⁸, stopniowo rozszerzając swój zakres na zawartość dokumentu ofertowego, sposób jego dystrybucji oraz przekazywanie informacji bieżących o działalności emitenta.

Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych wobec ich uczestników i potencjalnych inwestorów wynikają z dwóch źródeł, w zależności od tego, czy fundusz jest zharmonizowany z Dyrektywą UCITS, czy nie. W odniesieniu do funduszy zharmonizowanych, jedną z przesłanek przyjęcia Dyrektywy UCITS⁹⁹ było zapewnienie uczestnikom i potencjalnym inwestorom jednakowego poziomu dostępu do informacji na terenie całej Unii Europejskiej. W konsekwencji, fundusze zharmonizowane mają obowiązek publikowania:

- skrótu prospektu¹⁰⁰ (art. 27 Dyrektywy UCITS), którego szczegółowa zawartość wskazana jest w załączniku do Dyrektywy,
- półrocznego i rocznego sprawozdania finansowego¹⁰¹ (art. 27 Dyrektywy UCITS), którego szczegółowa zawartość wskazana jest w załączniku do Dyrektywy.

Jednocześnie, na fundusze te nałożono obowiązek wyraźnego wskazywania w skrócie prospektu i materiałach reklamowych adresowanych do inwestorów faktu lokowania przeważającej części aktywów w instrumenty inne niż zbywalne papiery wartościowe (art. 24a ust. 2 Dyrektywy UCITS). Analogiczny obowiązek istnieje w przypadku, gdy wartość aktywów funduszu, z uwagi na skład portfela lub przyjęte techniki zarządzania,

⁹⁷ S. Grossman, *The information role of warranties and private disclosure about product quality*, Journal of Law and Economics, December 1981, Vol. XXIV, Issue 3, s. 461.

⁹⁸ Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing, (OJ L 126, 21.5.1980, s. 19).

⁹⁹ Powyższe znalazło wyraz w punkcie 4 preambuły Dyrektywy UCITS.

¹⁰⁰ Skróć prospektu winien zawierać informacje niezbędne inwestorom dla podjęcia rozważnej decyzji odnośnie propozycji inwestycyjnej, w szczególności w zakresie ryzyk z nią związanych (art. 28 ust. 1 Dyrektywy UCITS).

¹⁰¹ Sprawozdanie finansowe winno składać się z bilansu, rachunku zysków i strat oraz raportu oraz wszelkich innych informacji, które umożliwią inwestorom rozważną ocenę rozwoju działalności funduszu i jej efektów (art. 28 ust. 4 Dyrektywy UCITS).

charakteryzować się może znaczącą zmiennością (art. 24a ust. 3 Dyrektywy UCITS). Dodatkowo, Dyrektywa UCITS uprawnia inwestorów do żądania od spółki zarządzającej „dodatkowych informacji dotyczących limitów ilościowych, które mają zastosowanie w zarządzaniu ryzykiem funduszu, wybranych w tym celu metod oraz aktualnych zmian głównych kategorii ryzyk odnoszących się do instrumentów i dochodów”¹⁰².

Z uwagi na pojawiające się różne podejścia do wdrożenia postanowień odnoszących się do zawartości prospektu, co powodowało znaczące rozbieżności w jego obowiązkowej treści w różnych jurysdykcjach i w konsekwencji utrudnienia w podejmowaniu dystrybucji przez fundusze inwestycyjne w państwach innych niż państwo macierzyste, w 2004 roku wydana została wspólnotowa rekomendacja w zakresie zawartości prospektu¹⁰³. Jednakże, powyższa regulacja przyczyniła się tylko w niewielkim stopniu do uporządkowania zawartości prospektów funduszy¹⁰⁴. Zmiana regulacji w zakresie obowiązkowych ujawnień była jednym z priorytetów związanych z projektowaniem nowej dyrektywy dotyczącej funduszy inwestycyjnych (UCITS IV).

W odniesieniu do funduszy niezharmonizowanych z Dyrektywą UCITS regulacje odnoszące się do zakresu obowiązkowych ujawnień są zawarte w przepisach krajowych, które rozstrzygają o zakresie i terminach takich ujawnień.

Oprócz wskazanych powyżej źródeł regulacji, istotnym źródłem obowiązków informacyjnych na rzecz klientów jest Dyrektywa MiFID¹⁰⁵. Dyrektywa ta zawiera między innymi katalog informacji, jakie powinny być przekazywane inwestorom w procesie zbywania na ich rzecz tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, niezależnie od tego, czy są zharmonizowane z Dyrektywą UCITS czy nie.

Podstawową zasadą odnoszącą się do relacji firm inwestycyjnych, w tym pośredniczących w zbywaniu tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, z klientami jest przejrzystość, rzetelność przekazywanych informacji oraz czytelne oznaczenie informacji o charakterze marketingowym (art. 19 Dyrektywy MiFID). Informacje przekazywane klientom powinny być zrozumiałe przez przeciętnego odbiorcę w grupie, do której są adresowane (art. 27 Dyrektywy) i powinny zawierać ogólne przedstawienie charakterystyki oferowanych

¹⁰² Art. 24 ust. 3 Dyrektywy UCITS.

¹⁰³ *Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex 1 of Council Directive 85/611/EEC* (OJ L 144, 30.4.2004, s. 30).

¹⁰⁴ M. Raffan, *A practitioner's guide to EU financial services directives*, City & Financial Publishing, Surrey 2006, s. 258.

¹⁰⁵ *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC*, (OJ L 145, 30.04.2004, s. 1).

tytułów uczestnictwa, w szczególności ryzyka inwestycyjnego (art. 31 Dyrektywy). Jednocześnie, Dyrektywa MiFID zobowiązuje do przekazywania inwestorom dokładnej informacji o kosztach i opłatach, jakie związane są z oferowanym produktem (art. 33a Dyrektywy) oraz nakazuje ujawnić firmie inwestycyjnej przy oferowaniu tytułów uczestnictwa otrzymywane przez nią wynagrodzenie z tytułu oferowania tytułów uczestnictwa, jego wysokość i sposób kalkulacji.

Ponadto, od 2002 roku w Unii Europejskiej toczyła się, zainspirowana regulacjami amerykańskiej *Securities and Exchange Commission* i raportem ekspertów¹⁰⁶ dyskusja nad zakresem zmian w prawie spółek, w celu uczynienia go bardziej konkurencyjnym i lepiej wspierającym rozwój rynku finansowego, przy jednoczesnym wzmocnieniu ochrony inwestorów. Wzmocnienie ochrony inwestorów w zamiarze związane być miało z ułatwieniem im dostępu do informacji, w szczególności odnoszących się do uczestnictwa i głosowania na walnych zgromadzeniach spółek oraz sposobu wykonywania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych.

W odniesieniu do głosowania na walnych zgromadzeniach funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w formie spółek z punktu widzenia dostępu do informacji kluczowe znaczenie mają prawa inwestorów do uczestnictwa w zgromadzeniach nadane im dyrektywą 2007/36/EC w sprawie wykonywania niektórych uprawnień akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym¹⁰⁷. Uprawnienia te w szczególności dotyczą głosowania drogą elektroniczną lub korespondencyjną oraz ujawnienia przed walnym zgromadzeniem na stronie internetowej danych dotyczących projektowanych uchwał, dokumentów im towarzyszących, aktualnej liczby akcji i znaczących akcjonariuszy. Państwa członkowskie były zobowiązane do wdrożenia powyższej dyrektywy do dnia 3 sierpnia 2009 roku¹⁰⁸.

W odniesieniu do wykonywania prawa głosu przez inwestorów instytucjonalnych Komisja w raporcie przyjętym w maju 2003 roku¹⁰⁹ wskazała, że inwestorzy instytucjonalni, którzy odgrywają coraz znaczącą rolę w zarządzaniu spółkami notowanymi na rynkach regulowanych winni być zobowiązani do ujawnienia swojej polityki w zakresie wykonywania prawa głosu w spółkach, w które inwestują oraz do ujawniania, na żądanie inwestorów, sposobu wykonywania prawa głosu w każdym konkretnym przypadku. Jednocześnie przyjęto

¹⁰⁶ *Final report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, Brussels, 2002.

¹⁰⁷ *Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*, (OJ L 184, 14.7.2007, s. 17).

¹⁰⁸ W części krajów termin ten nie został dotrzymany – por. www.lexisnexis.com/eutracker.

¹⁰⁹ *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - A plan to move forward*, Brussels, May 2003, (COM 2003/0284/Final).

program wprowadzenia powyższych regulacji do końca 2008 roku na wzór obowiązujących od 2003 roku regulacji amerykańskich¹¹⁰, powstałych w związku z istotnym wzrostem¹¹¹ znaczenia inwestorów instytucjonalnych w spółkach notowanych na rynku regulowanym, choć potencjalne korzyści z tego typu ujawnień rodzą uzasadnione wątpliwości¹¹².

2.4. Ponadkrajowe czynniki prawne

Stopniowe znoszenie barier w przepływie usług finansowych prowadzi do powstawania dostawców oferujących swoje usługi na wielu lokalnych, krajowych rynkach. konsekwencją tego procesu jest zjawisko, które nazwać można arbitrazem regulacyjnym – przy spełnieniu warunku, że możliwe jest w danej jurysdykcji otrzymanie licencji pozwalającej na działanie na tym i innych krajowych rynkach dostawcy usług finansowych będą poszukiwali takich jurysdykcji, w których ich koszty związane z utrzymaniem licencji (spełnianiem minimalnych standardów) będą możliwie najniższe. Arbitraż regulacyjny prowadzi zatem do zaostrzenia konkurencji pomiędzy państwami, mającej na celu pozyskanie możliwie największej liczby dostawców i zapewnienia im możliwie najwyższych dochodów, którzy poprzez umieszczenie na terytorium danego państwa swojej siedziby będą podlegali nadzorowi organów tego państwa w zakresie prowadzonej działalności i jednocześnie oferowali swoje produkty w innych jurysdykcjach.

Pierwotnie, konkurowanie systemów prawnych sprowadzało się do oferowania korzystniejszych schematów opodatkowania działalności gospodarczej¹¹³, następnie – wobec zachodzących procesów integracyjnych i stopniowego znoszenia barier w przepływie inwestycji – konkurencja ta zaczęła dotyczyć innych aspektów funkcjonowania podmiotów gospodarczych, w tym w szczególności wymogów administracyjnych, jakie są im stawiane oraz zakresu i elastyczności dopuszczalnych form organizacyjnych prowadzonej działalności¹¹⁴.

Z uwagi na charakter oferowanych dóbr (*credence goods*) i niemożność zarówno samodzielnej oceny ich jakości przez konsumentów, ani też niemożność porównania

¹¹⁰ *Disclosure of proxy voting policies and proxy voting records by registered management investment companies*, 68 Fed. Reg. 6564, February, 7, 2003.

¹¹¹ W latach 1950-1989 stan posiadania akcji amerykańskich notowanych spółek przez inwestorów instytucjonalnych wzrósł z blisko 1% do 45%, por. E. B. Rock, *The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism*, Georgetown Law Journal, 1990, Vol. 79, s. 445.

¹¹² Por. K. U. Schmolke, *Institutional investors' mandatory voting disclosure – European plans and U. S. experience*, Law & Economic Research Paper Series, Working Paper No. 06-43, New York University School of Law, October 2006.

¹¹³ W. W. Bratton, J. A. McCahery, *Tax coordination and tax competition in the European Union: Evaluating the code of conduct on business taxation*, Common Market Law Review, 2001, Vol. 38, s. 677.

¹¹⁴ E. Kamar, *Using corporate law to compete for investments*, w: G. Ferrarini, E. Wymeersch, *Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Oxford University Press, New York 2006, s. 67.

minimalnych standardów stosowanych przez dostawców pochodzących z różnych jurysdykcji, celem pozyskania maksymalnej liczby dostawców ustawodawcy poszczególnych państw konkurują ze sobą poprzez rozluźnienie sprawowanego przez nich nadzoru (obniżanie minimalnych standardów). Zjawisko takie prowadzi do ucieczki dostawców z jurysdykcji wymagających relatywnie wysokich standardów dla prowadzenia określonego typu działalności, a jego przyczyny są tożsame z odpowiednio dostosowanym modelem Akerlofa wspomnianym w punkcie 2.2.¹¹⁵.

Powyższe podejście spotkało się z krytyką opierającą się na dwóch podstawowych argumentach. Po pierwsze, liczba dostawców obecnych na danym rynku krajowym jest zazwyczaj wielokrotnie wyższa niż liczba jurysdykcji, z jakich pochodzą. Powyższe powoduje, że konsumenci w związku z obserwacją i porównywaniem minimalnych standardów właściwych dla poszczególnych jurysdykcji nie ponoszą tak znacznych kosztów, jakie ponosiliby, gdyby ich zamiarem było monitorowanie poziomu minimalnych standardów przestrzeganych przez poszczególnych dostawców. Po drugie, istnieje zasadnicza różnica z punktu widzenia asymetrii informacyjnej pomiędzy propagacją minimalnych standardów, przestrzeganych przez poszczególnych dostawców, a tych, jakie wymagane są w poszczególnych jurysdykcjach. O ile bowiem, poziom minimalnych standardów, przestrzeganych przez danego dostawcę może być poznany *ex post* po wykonaniu przez niego usługi, o tyle z uwagi na specyfikę trybu wprowadzania minimalnych standardów w danej jurysdykcji jako obowiązujących reguł prawnych, znane są one *ex ante*¹¹⁶.

Niezależnie od zasadniczych zastrzeżeń wskazanych powyżej, przyjąć należy, że istnieje konkurencja pomiędzy poszczególnymi jurysdykcjami, a jej efektem – przy braku instrumentów jej przeciwdziałających – jest stopniowe obniżanie się średniego poziomu minimalnych standardów w kierunku poziomu standardów wymaganych przez najmniej restrykcyjną jurysdykcję z tych, które tworzą wspólny, ponadnarodowy rynek.

Instrumentami, które mogą przeciwdziałać szkodliwej z punktu widzenia inwestorów, konkurencji w zakresie regulacji, są procesy integracyjne zachodzące między rynkami oraz regulacje międzynarodowe.

¹¹⁵ Model Sinna opiera się na dwóch założeniach: (1) żadna z jurysdykcji nie ma na tyle silnej pozycji, by mieć wpływ na przeciętny poziom minimalnych standardów na odpowiednim rynku ponadkrajowym, (2) konsumenci nie są w stanie rozróżniać i porównywać poziomu minimalnych standardów pomiędzy jurysdykcjami por. H. – W. Sinn, *The selection principle and market failure in systems competition*, Journal of Public Economics, November 1997, Vol. 66, issue 2, s. 247.

¹¹⁶ T. Apolte, *Jurisdictional competition for quality standards: competition of laxity?*, Atlantic Economic Journal, December 2002, Vol. 30, No. 4, s. 397.

2.4.1. Regulacje międzynarodowe

Ponadnarodowe regulacje odnoszące się do międzynarodowej współpracy, w szczególności odnoszącej się do jej części gospodarczej pojawiły się jako efekt uboczny ustalania nowego porządku po II Wojnie Światowej. Z jednej strony, zamiarem aliantów było możliwe silne wplecenie państw Osi w sieć międzynarodowych zależności gospodarczych, z drugiej zaś dostrzegano fakt, że o ile XIX wiek był pokojowym okresem handlu nieskrępowanego barierami administracyjnymi i fiskalnymi, o tyle w pierwszej połowie dwudziestego wieku nasilał się proces ochrony krajowych rynków przed towarami, pracownikami, usługami i inwestycjami pochodzącymi z zagranicy¹¹⁷.

W konsekwencji, wprowadzania powojennego nowego porządku począwszy od schyłkowych lat II Wojny Światowej powstawały organizacje międzynarodowe, których celem była współpraca pomiędzy krajami w zakresie gospodarki, począwszy od Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju powołanych na konferencji w Bretton Woods, poprzez współpracę polityczną na forum powołanej w 1945 roku Organizacji Narodów Zjednoczonych, po współpracę w zakresie wąskich dziedzin, na przykład w zakresie lotnictwa cywilnego poprzez utworzenie w grudniu 1944 roku w Chicago Międzynarodowej Organizacji Lotnictwa Cywilnego. Do początku lat osiemdziesiątych XX wieku powstało ponad 600 organizacji międzynarodowych o różnym charakterze¹¹⁸.

Charakter organizacji międzynarodowych różni się znacząco i jest pochodną zakresu kompetencji państw scedowanych na organizację międzynarodową. Jednakże, niezależnie od zakresu delegowanych kompetencji, stwierdzić należy, że akty wydawane przez organizacje międzynarodowe mają generalnie charakter norm niepełnych, tzn. pozbawionych sankcji za ich naruszenie i przybierają postać zaleceń i rekomendacji skierowanych do państw w zakresie działania danej organizacji międzynarodowej. Generalnie, w teorii przyjmuje się, że państwo będzie przestrzegało aktów prawa międzynarodowego tak długo, jak będzie to opłacalne dla niego i jego liderów¹¹⁹, wyłączną sankcją za naruszenie tych aktów jest utrata reputacji oraz wykluczenie z danej organizacji.

Rekomendacje i zalecenia wydawane przez organizacje międzynarodowe są istotnym czynnikiem kształtującym systemy prawne. Prawodawcy, wprowadzając zalecenia organizacji

¹¹⁷ A. F. Lowenfeld, *International economic law*, Oxford University Press, New York 2003, s. 22.

¹¹⁸ H. K. Jacobsen, *Networks of independence: International organizations and the global political system*, Alfred A. Knopf, New York 1979, s. 10.

¹¹⁹ A. T. Guzman, *International law: A compliance based theory*, UC Berkeley Public Law and Legal Theory Working Paper Series, US Berkeley School of Law, April 2001.

międzynarodowych do systemu prawa wewnętrznego, korzystają z dorobku innych systemów prawnych adaptując rozwiązania znane tym systemom.

Przejmowanie reguł właściwych innym systemom prawnym jest głównym źródłem zmian prawa w państwach rozwijających się. Jak się wydaje, powodem wprowadzania obcych instytucji prawnych jest także znaczne zapotrzebowanie tych państw na bezpośrednie inwestycje zagraniczne, które wymagają przede wszystkim stabilnego otoczenia prawnego. W konsekwencji, istnieje naturalna tendencja do dokonywania zmian systemów prawnych państw rozwijających się w kierunku modeli prawnych znanych w państwach będących eksporterami kapitału¹²⁰.

Procesy integracyjne wpływają na dążenie do jednolitości systemów prawnych¹²¹, niezależnie od ich kwalifikacji do jednej z rodzin, choć nie dzieje się to w sposób jednolity. Tytułem przykładu, rozporządzenia Wspólnot Europejskich jako akty prawa bezpośrednio obowiązujące będą kreowały tożsame normy prawne w państwach kręgu prawa cywilnego, jak i w państwach o systemie *common law*, dyrektywy zaś, jako akty wymagające wprowadzenia do systemu prawnego, będą wdrażane jako zespół odmiennych, choć prowadzących do osiągnięcia tożsamego celu, norm prawnych¹²².

W literaturze podnosi się, że determinantami sukcesu integracji prawnej i ekonomicznej są:

- podobieństwo systemów politycznych integrujących się państw,
- oczekiwania przez sektor publiczny wzrostu dochodów wskutek liberalizacji handlu,
- oczekiwania przez sektor prywatny regionalizacji produkcji, napływu kapitału i technologii oraz harmonizacji przepisów prawnych integrujących się państw w odniesieniu do prowadzonej działalności¹²³.

Proces integracji regulacji w zakresie funkcjonowania podmiotów na rynku finansowym ewoluował od przyjęcia ogólnych zasad dotyczących tworzenia i funkcjonowania podmiotów działających na rynku poprzez harmonizację krajowych przepisów prawnych po wprowadzanie na poziomie europejskim regulacji odnoszących się do funkcjonowania poszczególnych segmentów, jak i rynku finansowego jako całości¹²⁴.

¹²⁰ E. Buscaglia, *Law and economics of development*, s. 572.

¹²¹ Por. S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez – de – Silanes, A. Shleifer, *The regulation of entry*, op. cit., s. 32.

¹²² P. Legrand, *The impossibility of legal transplants*, *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 1977, s. 111.

¹²³ C. Long, E. Buscaglia, *A quantitative analysis of the legal and economic integration in Latin America*, w: E. Buscaglia, W. Ratliff, R. Cooter, *Law and economics of development*, JAI Press Inc, Greenwich 1997, s. 153.

¹²⁴ Z. Brodecki, *Finanse, Acquis communautaire*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2004, s. 149.

Biorąc pod uwagę postępujący proces globalizacji rynków finansowych, na zintegrowany rynek finansowy Unii Europejskiej oraz na poszczególne krajowe rynki mają wpływ także czynniki związane z charakterem regulacji prawnych innych wiodących rynków finansowych oraz rekomendacje organizacji międzynarodowych zrzeszających uczestników tych rynków.

2.4.2. Unia Europejska

Jednym z podstawowych celów przyświecających powołaniu Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej było dążenie do stopniowego ujednoczenia systemów prawnych państw członkowskich tak, by w konsekwencji możliwe stało się powołanie wspólnego rynku i zapewnienie jego efektywnego funkcjonowania¹²⁵. Cel ten został *expressis verbis* wskazany w art. 3 lit. h) Traktatu o Ustanowieniu Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Proces integracji europejskiej miał przebiegać w etapach wskazanych w tabeli 7.

Prekursorem koncepcji stopniowej integracji ekonomicznej państw europejskich był francuski polityk Jean Monnet, który był autorem idei stopniowej integracji obejmującej kolejne sektory gospodarki¹²⁶.

Tabela 7. Etapy integracji europejskiej

Etap	Opis
Obszar Wolnego Handlu	usunięcie wszelkich barier w wolnym przepływie towarów między państwami członkowskimi
Unia Celna	+ wspólna polityka celna wobec państw trzecich
Wspólny Rynek	+ swoboda przepływu usług, osób i kapitału
Unia Monetarna	+ wspólna waluta
Unia Gospodarcza	+ wspólna polityka pieniężna i fiskalna prowadzona przez jeden organ
Unia Polityczna	+ wspólna polityka zagraniczna i obronna
Pełna Unia	+ pełna unifikacja gospodarek i prowadzonej polityki

Źródło: opracowanie własne na podstawie C. Barnard, *The substantive law of the EU. The four freedoms*, Oxford University Press 2004, s. 9

Pierwszym etapem integracji europejskiej było utworzenie na mocy Traktatu Paryskiego¹²⁷ Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali. Założeniem przyświecającym twórcom EWWiS był zamiar optymalnego wykorzystania surowców państw – sygnatariuszy, postrzeganych jako kluczowe do stymulowania wzrostu gospodarczego, ale jednocześnie niezbędnych dla przemysłu zbrojeniowego oraz zamiar kontroli wykorzystania tych

¹²⁵ Warto podkreślić, że także przed 1945 r. podejmowano próby tworzenia unii gospodarczych i walutowych, por. A. Nowak – Far, *Unia gospodarcza i walutowa w Europie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 13.

¹²⁶ L. Ciamaga, E. Latoszek, K. Michałowska – Gorywoda, L. Oręziak, E. Teichman, *Unia Europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2000, s. 11.

¹²⁷ Traktat Paryski został zawarty w dniu 18 kwietnia 1951 roku przez Francję, Republikę Federalną Niemiec, Włochy, Holandię, Belgię i Luksemburg.

surowców przez Republikę Federalną Niemiec¹²⁸. W tabeli 8 ujęte zostały najważniejsze wydarzenia związane z tworzeniem Unii Europejskiej.

Kolejnym etapem integracji było zawarcie dnia 25 marca 1957 roku Traktatów Rzymskich dotyczących powołania Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej oraz Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Traktat Rzymski tworzący Europejską Wspólnotę Gospodarczą określił podstawowe zadania Wspólnoty, którym było *ustanowienie wspólnego rynku i stopniowe zbliżanie polityk gospodarczych Państw Członkowskich, popieranie w całej Wspólnocie harmonijnego rozwoju działalności gospodarczej, stałego i zrównoważonego wzrostu, zwiększonej stabilności, przyspieszonego podwyższania poziomu życia oraz ściślejszych związków między Państwami Członkowskimi* (art. 2 Traktatu).

Tabela 8. Etapy tworzenia Unii Europejskiej

Instytucja	Traktat (rok wejścia w życie)	Wyznaczniki integracji
Europejska Wspólnota Węgla i Stali	Traktat Paryski (1951)	wspólna polityka wobec produkcji węgla i stali
Europejska Wspólnota Gospodarcza	Traktat Rzymski (1958)	unia celna i swobodny przepływ czynników produkcji
EuroAtom	Traktat Rzymski (1958)	pozamilitarne wykorzystanie energii atomowej
pierwsze rozszerzenie	rewizja traktatu (1973)	przystąpienie Wielkiej Brytanii, Danii i Irlandii
drugie rozszerzenie	rewizja traktatu (1981)	przystąpienie Grecji
trzecie rozszerzenie	rewizja traktatu (1986)	przystąpienie Hiszpanii i Portugalii
jednolity rynek	Jednolity Akt Europejski (1986-1992)	utworzenie rynku wewnętrznego UE
Unia Europejska	Traktat Amsterdamski (1998)	zobowiązanie do zwiększenia wysiłków na rzecz poprawy zatrudnienia
piąte rozszerzenie	rewizja traktatu (2004)	przystąpienie Malty, Cypru, Słowenii, Estonii, Łotwy, Litwy, Polski, Czech, Węgier i Słowacji
szóste rozszerzenie	rewizja traktatu (2007)	przystąpienie Rumunii i Bułgarii

Źródło: *Ekonomiczne aspekty integracji europejskiej*, op. cit., s. 16

Koncepcja pozbawionego wewnątrznych barier celnych i innych środków o równoważnym skutku wspólnego rynku, jakkolwiek niezdefiniowanego w Traktacie Rzymskim¹²⁹, zmierzała do wymuszenia na państwach członkowskich specjalizacji i w konsekwencji bardziej efektywnego użycia zasobów¹³⁰.

¹²⁸ *Ekonomiczne aspekty integracji europejskiej*, red. J. D. Hansen, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 15.

¹²⁹ Por. T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, TWIGGER, Warszawa 2006, s. 73.

¹³⁰ Koncepcja przewagi komparatywnej rozwinięta przez D. Ricardo zakładała, przy braku barier celnych, zmiany w strukturze dóbr wytwarzanych przez państwa ukierunkowane na optymalne wykorzystanie zasobów tych państw por. D. Ricardo, *Principles of political economy and taxation*, Cosimo Inc, London 2006, rozdział VII.

W konsekwencji, pierwszym etapem integracji gospodarczej było utworzenie unii celnej, które nastąpiło w 1968 roku¹³¹. Jednocześnie Wspólnota rozpoczęła prowadzenie wspólnej polityki handlowej, czego wyrazem było zawieranie w imieniu państw członkowskich umów handlowych¹³².

Zniesienie barier celnych miało prowadzić do powstania wspólnego rynku rozumianego zgodnie z artykułem 3 Traktatu jako rynek pozbawiony barier wewnętrznych, pomiędzy państwami członkowskimi, dla przepływu towarów, osób, usług i kapitału¹³³. Zapisy Traktatu odnoszące się do swobody przepływu towarów, osób, usług i kapitału oparte były na zasadzie negatywnej integracji – zobowiązywały Wspólnotę i państwa członkowskie do znoszenia dotychczas istniejących barier¹³⁴. Celem regulacji Traktatu było eliminowanie wszelkich barier dla wewnątrzspółnotowego handlu w celu łączenia rynków krajowych w jeden rynek, najbardziej jak to możliwe, podobny do rynku wewnątrzpaństwowego¹³⁵.

Od połowy lat osiemdziesiątych XX wieku podjęto prace zmierzające do ustanowienia jednolitego rynku¹³⁶. Zaczynem dyskusji była opublikowana w 1985 roku Biała Księga, która miała zawierać opis problemów występujących w procesie integracji. Najważniejszym postulatem zawartym w Białej Księdze było zastąpienie dotychczasowego podejścia do integracji jako procesu ujednoczenia reguł prawnych w ramach wspólnego rynku, na rzecz nowego podejścia polegającego na wzajemnym uznawaniu reguł wewnętrznych państw członkowskich (*mutual recognition*). Rezultatem tych prac był Jednolity Akt Europejski podpisany w 1986 roku, który przewidywał środki prawne mające

¹³¹ Harmonogram wprowadzenia unii celnej określony został w art. 23 Traktatu Rzymskiego i zakładał dwa etapy procesu: pierwszy polegający na ujednoczeniu ceł, których wysokość w dniu 1 stycznia 1957 roku nie różniła się więcej niż o 15% od stawek wspólnej taryfy celnej, która miała obowiązywać od czwartego roku obowiązywania Traktatu (1 stycznia 1962) i drugi polegający na stopniowej redukcji różnic pomiędzy taryfami narodowymi, a wspólną taryfą celną, który miał zakończyć się 30 czerwca 1969 roku (J. Kundera, *Jednolity rynek europejski*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 19).

¹³² Pierwsze z nich zostały zawarte z Iranem (4 czerwca 1964 roku) i Libanem (21 maja 1965 roku).

¹³³ Szczegółowe postanowienia odnoszące się do czterech swobód opisane są w art. 28 i 29 Traktatu w odniesieniu do przepływu towarów, w art. 39 – w odniesieniu do siły roboczej, w art. 43 – w odniesieniu do swobody tworzenia przedsiębiorstw, w art. 49 i 50 – w odniesieniu do świadczenia usług oraz w art. 56 – w odniesieniu do swobody przepływu kapitału.

¹³⁴ C. Barnard, op. cit., s. 10.

¹³⁵ Orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości w sprawie C – 15/81 *Gaston Schul Douane Expeditie BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen, Roosendaal* (ECR 1982, 1409, 33).

¹³⁶ Wskazuje się, że prekursorem idei w 1985 roku był Jacques Delors. W tym samym roku powstała Biała Księga *Completing the internal market, White Paper from the Commission to the European Council*, Brussels 1985 (COM 85/310/final) mająca być odpowiedzią na spowolnienie w integracji dostrzegalne w latach 70. i 80. XX wieku, przygotowana pod kierunkiem lorda Cockfielda, która zidentyfikowała blisko 300 przeszkód w skutecznym wdrożeniu czterech swobód i po raz pierwszy użyła pojęcia wspólnego rynku rozumianego jako rynek wolny od ograniczeń w przepływie osób, towarów, usług i kapitału. Przeszkody te odnosiły się w szczególności do: (1) przeszkód fizycznych – np. kontroli celnych na granicach, (2) barier technicznych – odnoszących się do odmiennych standardów technicznych w odniesieniu do produktów i usług, (3) barier podatkowych – w szczególności w zakresie opodatkowania podatkiem VAT, por.: C. Barnard, op. cit., s. 11.

na celu zapewnienie utworzenia jednolitego rynku i wskazywał datę jego utworzenia – 31 grudnia 1992 roku.

Kolejnym etapem poszerzania i pogłębiania integracji gospodarczej w ujęciu negatywnym (znoszenie barier) i pozytywnym (ustanawianie jednolitych standardów)¹³⁷ było przyjęcie w lutym 1992 roku Traktatu z Maastricht¹³⁸. Traktat ten podkreślał rolę, jaką w integracji miał spełniać jednolity rynek europejski¹³⁹. W jego artykule 2 wskazano, że zadaniem Wspólnoty jest osiągnięcie, poprzez ustanowienie wspólnego rynku, stałego i nieinflacyjnego wzrostu uwzględniającego środowisko naturalne, wysokiego stopnia konwergencji dokonań gospodarczych, wysokiego poziomu zatrudnienia i ochrony socjalnej, podwyższania poziomu i jakości życia, spójności gospodarczej i społecznej oraz solidarności pomiędzy państwami członkowskimi.

Jednak mimo wejścia w życie Traktatu z Maastricht, nadal integracja gospodarcza postępowała w tempie niższym od zakładanego¹⁴⁰. W związku z powyższym, w 1997 roku przyjęto dokument *Action Plan for the Single Market*¹⁴¹, który wskazywał przeszkody dla integracji oraz przewidywał podjęcie wskazanych w nim działań faktycznych i prawnych mających na celu osiągnięcie celów Wspólnoty.

Koncepcja jednolitego rynku finansowego, łącząca w sobie elementy swobody przepływu kapitału, usług i osób, w początkowym okresie integracji europejskiej pozostawała w cieniu innych aspektów integracji. Co prawda, już w latach sześćdziesiątych XX wieku zwracano uwagę na potencjalne korzyści wynikające z możliwości transgranicznego pozyskiwania kapitału¹⁴², jednakże pierwsze regulacje zmierzające do wprowadzenia jednolitego paneuropejskiego rynku powstały dopiero w 1979 roku¹⁴³. Oparte były na opublikowanym dwa lata wcześniej kodeksie postępowania w odniesieniu do transakcji,

¹³⁷ Szerzej o pogłębianiu integracji gospodarczej przed 1990 r. w: A. Nowak – Far, *Unia gospodarcza i walutowa*, op. cit., s. 57.

¹³⁸ Pomiędzy przyjęciem Jednolitego Aktu Europejskiego a przyjęciem Traktatu z Maastricht Komisja Europejska przygotowała raport P. Cecchini (red.), *The European challenge 1992. The benefits of single market*, Wildwood House, Aldersot 1988, nazywany raportem Cecchiniego, w którym wskazywano średnio i długoterminowe korzyści płynące z utworzenia jednolitego rynku w zakresie wzrostu wielkości PKB, wzrostu zatrudnienia, zmiany cen i zmian salda bilansu handlu zagranicznego. Przyjmuje się, że raport ten był dodatkowym impulsem przyspieszającym prace nad Traktatem z Maastricht.

¹³⁹ J. Sozański, *Prawo Wspólnot i Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Prawa im. R. Łazarskiego, Warszawa 2004, s. 173.

¹⁴⁰ Raport przygotowany w 1996 roku zwany raportem Montiego analizujący zmiany sytuacji gospodarczej państw członkowskich wskazywał, że nie udało się osiągnąć żadnego z efektów ekonomicznych zakładanych w raporcie Cecchiniego, za: M. Monti, *The single market and tomorrow's Europe. A progress report from the European Commission*, Kogan Page, London 1997.

¹⁴¹ *Action plan for the single market*, Communication of the Commission to the European Council, Brussels, June 1997. CSE 97/1.

¹⁴² *The development of a European capital market*, European Commission, Brussels, 1966.

¹⁴³ Dyrektywa dotyczące notowań papierów wartościowych, *Council Directive 79/279/EBC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official listing*, (OJ L 126, 21.5.1980, s. 19).

których przedmiotem są zbywalne papiery wartościowe¹⁴⁴. Akt ten – mimo swej nazwy – był rekomendacją Komisji zmierzającą do wdrożenia w państwach członkowskich zasad¹⁴⁵, które miały przyczynić się do poprawienia bezpieczeństwa obrotu i zwiększenia znaczenia rynku kapitałowego.

W opublikowanej w 1985 roku Białej Księdze podkreślono wagę swobody przepływu kapitału i znoszenia barier odnoszących się do swobody świadczenia usług finansowych¹⁴⁶ dla umożliwienia szerszego korzystania przez przedsiębiorstwa ze źródła finansowania przez rynek kapitałowy oraz efektywniejszego lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe¹⁴⁷. Przełom lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku to okres, w którym postulaty związane z integracją rynku kapitałowego zaczęły przybierać postać pierwszych regulacji. Do najważniejszych z nich należały dyrektywy zmierzające do zbliżenia przepisów w zakresie usług finansowych¹⁴⁸ i prospektów emisyjnych¹⁴⁹. Dyrektywy te przyjęły koncepcję jednolitego paszportu dla zniesienia barier w przepływie usług finansowych oraz akceptacji przez organy nadzoru prospektów emisyjnych¹⁵⁰.

Pomimo pierwszych symptomów ujednociania reguł prawnych odnoszących się do działalności na paneuropejskim rynku finansowym w latach dziewięćdziesiątych XX wieku widoczny był pesymizm co do możliwości osiągnięcia znaczącej poprawy w znoszeniu barier w budowie jednolitego rynku¹⁵¹. Mimo osiągnięcia pewnego postępu w zakresie ujednociania regulacji, wskazywano na niedostateczność tychże, której źródłem była konieczność uzyskania kompromisu pomiędzy politycznymi i ekonomicznymi interesami państw członkowskich. Taki kompromis zazwyczaj oznaczał wprowadzenie możliwie najmniej restrykcyjnych regulacji¹⁵². Dodatkowo, część regulacji zezwalała na ustanawianie

¹⁴⁴ *Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning European code of conduct relating to transactions in transferable securities*, (OJ L 212, 20.08.1977, s. 37).

¹⁴⁵ Były to między innymi obowiązek przeprowadzania transakcji zgodnie z prawem oraz z zasadami uczciwego obrotu, obowiązek zapewnienia inwestorom dostępu do informacji, zapewnienie równego traktowania uczestników rynku, zobowiązanie pośredników finansowych do unikania konfliktów interesów.

¹⁴⁶ *Completing the Internal Market*, op. cit., s. 27.

¹⁴⁷ W cytowanym Raporcie Cecchiniego uznano integrację rynków finansowych jako jeden z czterech motorów integracji gospodarczej por. *The European Challenge 1992*. op. cit., s. 91.

¹⁴⁸ *Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field*, (OJ L 141, 11.6.1993, s. 27).

¹⁴⁹ *Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public*, OJ L 124, 5.5.1989, s. 8).

¹⁵⁰ Koncepcja jednolitego paszportu zakłada, że dostawca usług finansowych / emitent z siedzibą na terytorium jednego z państw członkowskich może uzyskać dostęp do rynku innego państwa członkowskiego bez konieczności uzyskiwania zezwoleń organów nadzoru tego państwa pod warunkiem, że wcześniej uzyskał zezwolenie na prowadzenie określonego typu działalności w swoim państwie macierzystym.

¹⁵¹ N. Monoley, *EC securities regulation*, Oxford University Press, London 2002, s. 26.

¹⁵² E. Ferran, op. cit., s. 4.

innych barier administracyjnych¹⁵³, wprowadzenie wymogu prowadzenia działalności zgodnie z prawem lokalnym¹⁵⁴ oraz różną interpretację przepisów prawa wspólnotowego przez organy nadzoru w poszczególnych państwach. W konsekwencji, państwa członkowskie pozostawiały sobie kompetencje, które skutkowały podwyższeniem kosztów emisji (w odniesieniu do paszportowania prospektów emisyjnych) lub zwiększeniem kosztów wejścia na rynek (w przypadku podmiotów świadczących usługi finansowe).

Jednocześnie, oczywiste było, jakie możliwości w zakresie kreowania jednolitego europejskiego rynku finansowego kreować będzie wprowadzenie od 1 stycznia 1999 roku wspólnej waluty w 12 państwach członkowskich. Potrzeba podjęcia wyzwania odnoszącego się do utworzenia zharmonizowanego, efektywnego i zintegrowanego rynku znalazła swoje odzwierciedlenie w deklaracji przyjętej po szczycie w Cardiff w czerwcu 1998 roku¹⁵⁵.

Odpowiedzią Komisji Europejskiej na postulaty w zakresie integracji rynku finansowego był komunikat wydany w 1998 roku¹⁵⁶, w którym wyodrębniono sześć obszarów kluczowych dla osiągnięcia integracji. Były to:

- wyposażenie Unii w odpowiednie instrumenty prawne umożliwiające dostosowywanie rozwiązań prawnych do rozwoju rynków finansowych,
- wyeliminowanie fragmentacji rynków w celu minimalizacji kosztów pozyskiwania kapitału,
- otwarcie dostępu do rynków zarówno dla konsumentów, jak i dostawców usług finansowych,
- zachęcenie do bliższej współpracy organów nadzoru nad rynkami finansowymi w państwach członkowskich,
- wspieranie rozwoju zintegrowanej infrastruktury technicznej,
- likwidacja barier podatkowych¹⁵⁷.

Konsensus w sprawie powyższych celów został osiągnięty na kolejnym szczycie w Wiedniu w grudniu 1998 roku i miał zostać przełożony na konkretny i szczegółowy plan działań biorąc pod uwagę *ważność sektora usług finansowych i jego znaczenia jako motoru*

¹⁵³ Typowym przykładem takiej bariery jest obowiązek prowadzenia działalności w oparciu o dokumenty sporządzone w języku urzędowym państwa goszczącego.

¹⁵⁴ Przykładem takiego działania jest obowiązek stosowania *business rules* obowiązujących na danym rynku.

¹⁵⁵ *Presidency conclusions – Cardiff, 15 and 16 June 1998, reference SN 150/1/98 REV I.*

¹⁵⁶ *Financial services. Building framework for action*, Communication of the Commission, Brussels 1998, COM 1998/625.

¹⁵⁷ *Ibidem*, s. 5.

wzrostu i tworzenia miejsc pracy przy uwzględnieniu wyzwań związanych z wdrożeniem wspólnej waluty¹⁵⁸.

Usystematyzowanym planem wskazującym na kluczowe obszary polityki Wspólnot w kolejnych latach zmierzające do zintegrowania rynków finansowych państw członkowskich był przyjęty w maju 1999 roku *Financial Services Action Plan* (FSAP)¹⁵⁹. Plan działań obejmował cały rynek finansowy, jednakże priorytetowy charakter miały działania ukierunkowane na stworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego, dotychczas w większości krajów niepełniącego istotniejszej roli jako medium służącego alokacji zasobów¹⁶⁰. Znacznie mniej uwagi FSAP poświęcał rynkowi kredytów i ubezpieczeń. Podkreślić należy, że odmiennie niż miało to miejsce w przeszłości, katalizatorem zmian nie było załamanie rynku, ani też naruszenie panujących na nim reguł wynikające z niedostatecznej lub niedostosowanej regulacji¹⁶¹.

W celu stworzenia lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego FSAP przewidywał realizację czterech celów strategicznych:

- stworzenia jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych, wymagającego:
 - umożliwienia emitentom pozyskiwania kapitału na atrakcyjnych warunkach w całej Unii Europejskiej,
 - zapewnienia inwestorom i pośrednikom finansowym swobodnego dostępu do rynku,
 - zapewnienia instytucjom świadczącym usługi inwestycyjne możliwości swobodnego oferowania tych usług na terenie całej Unii, bez konieczności pokonywania lokalnych barier administracyjnych i prawnych,
 - ustanowienia przejrzystej i dobrze zintegrowanej struktury rynku, w ramach której zarządzający funduszami będą w stanie dokonywać najbardziej efektywnych inwestycji,

¹⁵⁸ J. R. Giraud, C. D'Hondt, *Markets in financial instruments Directive. Convergence towards a United European capital markets industry*, Incisive Financial Publishing Ltd, London 2006, s. 14.

¹⁵⁹ *Financial services: Implementing the framework for financial markets: Action plan*, Communication of the Commission, Brussels 1999, COM 1999/232/final.

¹⁶⁰ A. Pilecka, *Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego*, Bank i Kredyt, 2005, nr 1, s. 25.

¹⁶¹ S. Banner, *What causes new securities regulation? 300 years of evidence*, Washington University Law Quarterly, 1997, No 75, s. 849.

- stworzenia klimatu zaufania opartego na istnieniu określonych reguł prawnych tak, aby handel papierami wartościowymi był wolny od ryzyka niewywiązania się przez strony z warunków transakcji¹⁶²,
- stworzenia otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego, wymagającego:
 - wyposażenia konsumentów we wszystkie niezbędne środki (obejmujące dostęp do informacji oraz jasne zdefiniowanie ich praw), aby mogli aktywnie działać na jednolitym rynku finansowym,
 - zidentyfikowania oraz usunięcia rozbieżności pomiędzy zasadami świadczenia usług finansowych w różnych krajach Unii tak, aby istniała swoboda przepływu między krajami,
 - stworzenie podstaw prawnych, dzięki którym powstaną nowe kanały dystrybucji,
 - stworzenie efektywnego i bezpiecznego systemu rozliczeń, który umożliwi konsumentom ponoszenie jak najniższych opłat związanych z transakcjami transgranicznymi¹⁶³,
- wprowadzenia nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru nad rynkami finansowymi,
 - wyeliminowanie wszelkich niejasności, wynikających z obowiązujących regulacji w zakresie norm ostrożnościowych,
 - ustanowienia właściwych standardów działania sektora bankowego, tak by mógł sprostać narastającej presji konkurencyjnej,
 - stworzenia zintegrowanych struktur nadzoru na poziomie Unii, dzięki którym możliwe będzie utrzymanie stabilności i zaufania na rynku,
 - umożliwienie Unii Europejskiej odegrania istotnej roli w ustanawianiu globalnych standardów w zakresie regulacji i nadzoru¹⁶⁴,
- stworzenia lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego, wymagającego:
 - likwidacji różnic w opodatkowaniu,
 - powstania efektywnego i przejrzystego systemu *corporate governance*¹⁶⁵.

Realizacja powyższych celów miała nastąpić do końca 2005 roku, a rangę FSAP podkreślić miał dodatkowo fakt, iż wdrożenie FSAP stało się jednym z głównych celów

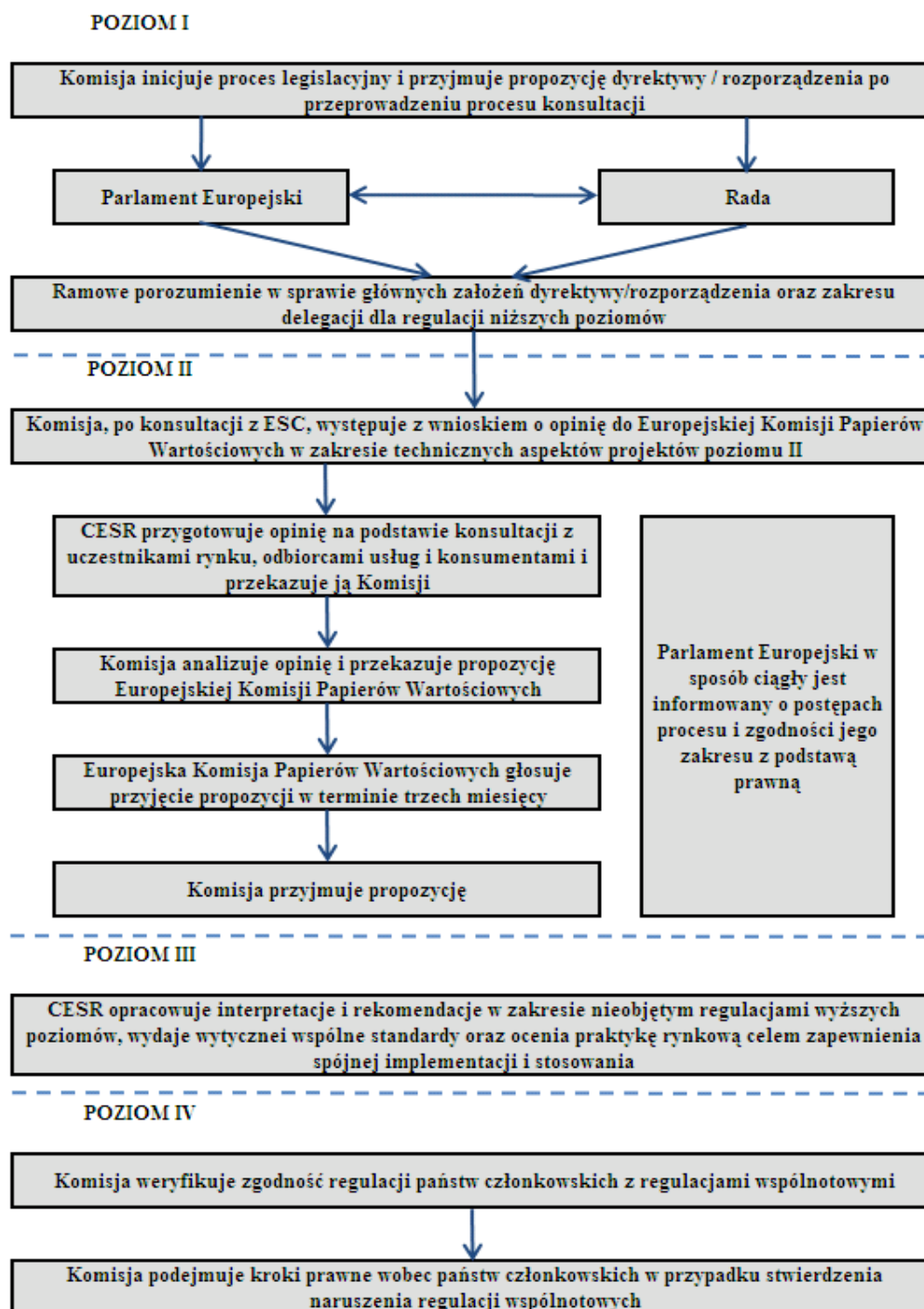
¹⁶² Realizacja tego celu wymagała według FSAP 19 aktów prawnych.

¹⁶³ Realizacja tego celu wymagała wdrożenia 9 aktów prawnych.

¹⁶⁴ Środkiem do realizacji tego celu było wdrożenie 10 regulacji.

¹⁶⁵ W tym celu FSAP zakładał wprowadzenie 4 regulacji.

Strategii Lizbońskiej – planu stworzenia w Europie do 2010 roku najbardziej konkurencyjnej, opartej na wiedzy, gospodarki na świecie.



Schemat 3. Proces Lamfalussy’ego

Źródło: *Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets*, Brussels, February 2001

Wsparciem dla realizacji powyższych celów miała być przyjęta w lutym 2002 roku przez Parlament Europejski procedura przygotowywania, przyjmowania i wdrażania regulacji dotyczących usług finansowych zwana, od nazwiska jej twórcy, procedurą Lamfalussy’ego.

Procedura ta zaproponowana pierwotnie w raporcie końcowym Komitetu Mędrców¹⁶⁶ przyjętym w Sztokholmie w grudniu 2001 zakładała czteroetapowe podejście do tworzenia regulacji odnoszących się do usług finansowych bazujące na nowoutworzonych:

- Europejskiej Komisji Papierów Wartościowych (*European Securities Committee - ESC*)¹⁶⁷ oraz
- Komitecie Europejskich Regulatorów Rynku Kapitałowego (*The Committee of European Securities Regulators - CESR*)¹⁶⁸.

Czteropoziomowa procedura Lamfalussy'ego składa się z następujących poziomów regulacji:

- (1) ramowych regulacji,
- (2) technicznego wdrażania projektów, poprzez uchwalanie regulacji w ramach procedury komitetowej,
- (3) koordynowanego przez CESR wprowadzania poszczególnych regulacji na poziomie państw członkowskich,
- (4) monitorowania i egzekwowania implementacji regulacji wspólnotowych w państwach członkowskich¹⁶⁹.

Swoboda świadczenia usług finansowych jest jednym z trzech filarów koncepcji zintegrowanego unijnego rynku kapitałowego. Pod pojęciem zintegrowanego rynku kapitałowego Unii Europejskiej rozumieć należy rynek, na którym spełnione są łącznie trzy warunki:

- dostawcy usług finansowych mogą świadczyć je na całym obszarze Unii (swoboda świadczenia usług finansowych),
- inwestorzy mogą bez ograniczeń lokować środki pieniężne na całym obszarze Unii (swoboda inwestowania) oraz
- emitenci instrumentów finansowych mogą pozyskiwać kapitał na terytorium całej Unii bez spełniania dodatkowych warunków (swoboda pozyskiwania kapitału)¹⁷⁰.

¹⁶⁶ *The committee of wise men on the regulation of European securities markets.*

¹⁶⁷ ESC występuje jako: (1) profesjonalne ciało doradcze, które zobowiązane jest do wydania opinii w odniesieniu do propozycji Komisji, (2) ciało doradcze dla Komisji w szczególności w zakresie regulacji II poziomu oraz (3) ciało doradcze dla Komisji w przedmiocie zakresu delegacji regulacji II poziomu do CESR.

¹⁶⁸ Rolą CESR jest: (1) doradztwo w zakresie regulacji II poziomu oraz (2) zapewnienie zgodności i spójności wdrażania regulacji wspólnotowych na III poziomie.

¹⁶⁹ L. Pawłowicz, *Proces Lamfalussy'ego w praktyce*, w: L. Pawłowicz (red.), *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*, Niebieskie Księgi 2003, Nr 3, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk 2003, s. 83.

¹⁷⁰ K. Kowalak, op. cit., s. 116.

Jednocześnie, na zintegrowanym rynku nie istnieją bariery rozumiane jako okoliczności, w których uczestnicy rynku są w jakikolwiek sposób dyskryminowani z uwagi na kraj ich pochodzenia oraz gdy muszą spełnić dodatkowe warunki formalne, nieobowiązujące w przypadku operacji wewnątrz krajowych. Warunki zapewnienia swobód zintegrowanego rynku finansowego przedstawia schemat 4.

W aktach prawa wspólnotowego regulujących usługi finansowe przejawia się tendencja do harmonizowania wymogów o zasadniczym znaczeniu dla podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie określonych usług finansowych oraz do przyjęcia katalogu minimalnych warunków, koniecznych do spełnienia przez każdego z usługodawców w przypadku wymagań o mniej istotnym charakterze¹⁷¹.



Schemat 4. Swobody zintegrowanego rynku finansowego

Źródło: T. Kowalak, op. cit., s. 119

Przyświecający prawodawcy europejskiemu zamysł stworzenia jednolitego rynku usług finansowych oznacza, że każda instytucja finansowa, która została utworzona, podlega regulacjom i przestrzega odpowiednich przepisów prawa wspólnotowego, jest uprawniona do świadczenia oferowanych przez siebie usług na terytorium całej Unii Europejskiej bez konieczności uzyskiwania odrębnych zezwoleń w każdym z krajów członkowskich, niezależnie od tego, czy jej zamiarem jest prowadzenie takiej działalności za pośrednictwem oddziału, czy w sposób transgraniczny¹⁷². Powyższe wynika z fundamentalnej dla „czterech

¹⁷¹ *Finanse*, red. Z. Brodecki, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2004, s. 48.

¹⁷² E. Ferran, op. cit., s. 4.

swobód” zasady niedyskryminacji, stanowiącej, że podmioty (osoby, towary, usługodawcy, kapitał) pochodzące z innego państwa członkowskiego nie mogą być traktowani gorzej na terytorium innego państwa członkowskiego niż podmioty znajdujące się w analogicznej sytuacji prawnej i faktycznej, ale pochodzące z tego drugiego państwa członkowskiego¹⁷³.

2.4.1.1. Dyrektywa UCITS

Na gruncie funduszy inwestycyjnych osiągnięciu tego celu miała służyć **Dyrektywa 85/611/EEC z dnia 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów i wymogów administracyjnych odnoszących się do instytucji wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, dalej zwana Dyrektywą UCITS.**

Prace nad Dyrektywą rozpoczęły się w połowie lat siedemdziesiątych XX wieku i zakończyły przyjęciem przez Komisję Europejską w dniu 14 kwietnia 1976 roku projektu Dyrektywy¹⁷⁴. Projekt ten został następnie pozytywnie zaopiniowany przez Parlament Europejski¹⁷⁵ i Komitet Ekonomiczno – Społeczny¹⁷⁶. Ostateczna wersja propozycji Dyrektywy została przyjęta przez Komisję Europejską w dniu 2 czerwca 1977 roku¹⁷⁷. W dniu 14 czerwca 1977 roku projekt Dyrektywy został przekazany do Parlamentu Europejskiego celem jego przyjęcia. Dyrektywa została przyjęta w dniu 20 grudnia 1985 roku, po ponad ośmiu latach negocjacji między państwami członkowskimi a organami Wspólnoty Europejskiej.

Podstawowymi celami, które przyświecały zarówno pracom nad przyjęciem Dyrektywy UCITS w połowie lat osiemdziesiątych XX wieku oraz w 2001 roku, gdy dokonywano jej gruntownej nowelizacji były zamiar zapewnienia jednolitego, minimalnego poziomu ochrony inwestorom oraz stworzenie takich ram działalności UCITS, które pozwalałyby na wprowadzenie w życie koncepcji jednolitej licencji.

Dyrektywę UCITS stosuje się do przedsięwzięć, mających siedziby na terytorium jednego z państw wchodzących w skład Unii Europejskiej, spełniających kumulatywnie dwa warunki:

- wyłącznym przedmiotem ich działalności jest inwestowanie na rachunek uczestników zebranych publicznie środków w zbywalne papiery wartościowe, dobrane według zasady rozproszenia ryzyka inwestycyjnego (*risk spreading*) oraz

¹⁷³ C. Barnard, op. cit., s. 18.

¹⁷⁴ *Proposal for a Council Directive for the coordination of laws, regulations and administrative provisions regarding collective investment undertakings for transferable securities*, COM 76/152 FINAL, OJ C 171, s. 1.

¹⁷⁵ OJ C 1977, 57, s. 31.

¹⁷⁶ OJ C 1977, 75, s. 10.

¹⁷⁷ COM 1977/ 227 FINAL.

- wyemitowane przez nie tytuły uczestnictwa są zbywane i odkupywane na każde żądanie uczestnika funduszu tj. osoby, której przysługują¹⁷⁸.

Główną przyczyną nowelizacji Dyrektywy był fakt, iż w okresie jej obowiązywania rynek instytucji wspólnego inwestowania był najszybciej rozwijającą się częścią rynku usług finansowych. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku w państwach należących do Unii Europejskiej instytucje wspólnego inwestowania stały się realną alternatywą dla innych sposobów tezauryzacji środków pieniężnych, takich jak lokaty bankowe, dłużne papiery wartościowe czy bezpośrednie inwestycje na rynkach kapitałowych. Konsekwencją wzrostu zainteresowania instytucjami wspólnego inwestowania był wzrost ich liczebności oraz zróżnicowania.

Na rynku pojawiły się wyspecjalizowane instytucje, których przedmiotem lokat były określone kategorie papierów wartościowych (akcje, papiery dłużne, instrumenty rynku pieniężnego) i praw majątkowych (np. inwestycje w nieruchomości), określone branże lub lokaty na określonym z góry obszarze geograficznym. Bezpośrednim rezultatem procesów, o których mowa powyżej, było to, że coraz mniej instytucji wspólnego inwestowania spełniało relatywnie restrykcyjne kryteria dotyczące polityki inwestycyjnej, a wskazane w pierwotnej wersji Dyrektywy. W związku z powyższym, z jednej strony traciły one szansę korzystania z przywileju jednolitej licencji¹⁷⁹, z drugiej zaś – poziom ochrony inwestorów lokujących w tytuły uczestnictwa takich instytucji zaczął się znacząco różnicować.

W konsekwencji, w styczniu 2002 roku Parlament Europejski działając wspólnie i w porozumieniu z Radą Europy wydał dwie dyrektywy nowelizujące Dyrektywę: dyrektywę 2001/107/EC zmieniającą Dyrektywę w odniesieniu do uregulowania działalności spółek zarządzających i wprowadzenia skrótu prospektu¹⁸⁰ oraz dyrektywę 2001/108/EC zmieniającą Dyrektywę w odniesieniu do inwestycji UCITS¹⁸¹.

Jednocześnie, w związku z zakończeniem okresu objętego FSAP, który jak zakładano, zakończyć się miał do końca 2004 roku, Komisja podejmowała działania mające na celu

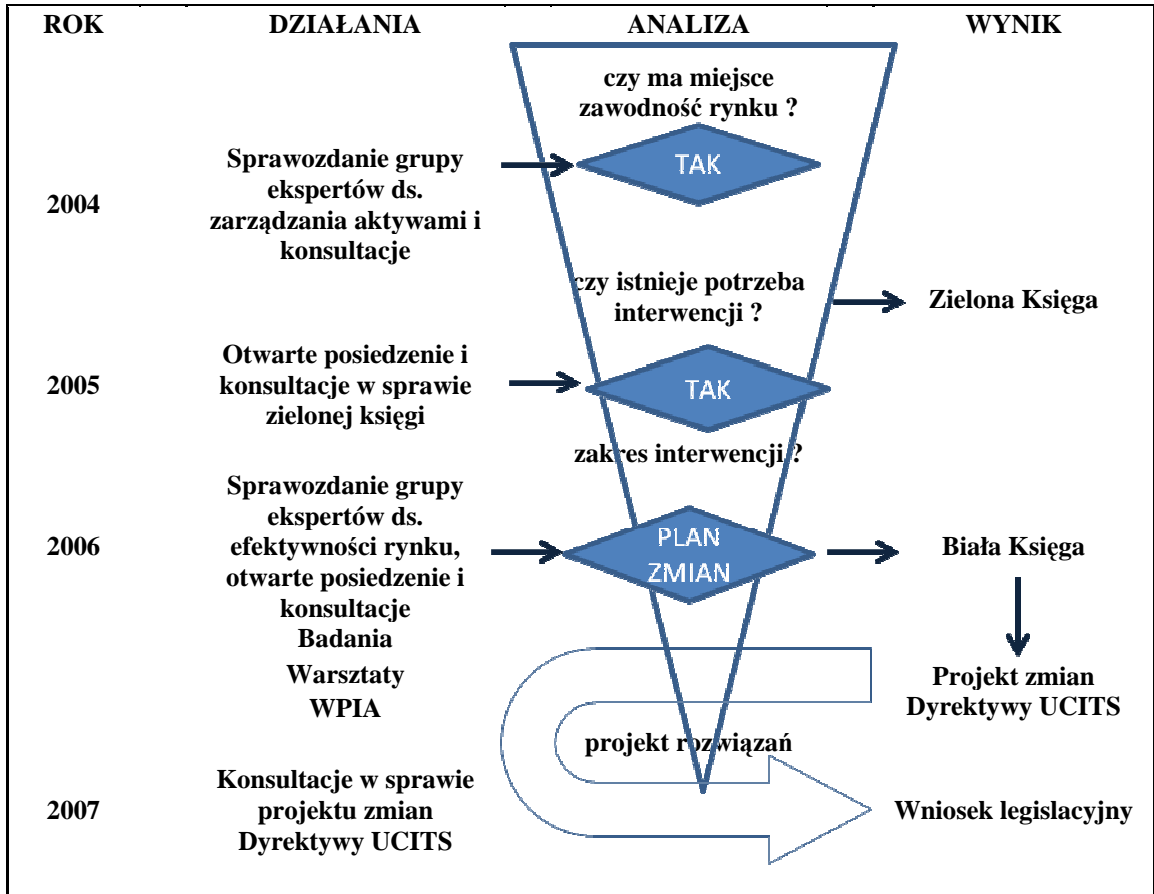
¹⁷⁸ *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, red. M. Dausies, CH Beck, Warszawa 1999. s. 589.

¹⁷⁹ Pod pojęciem jednolitej licencji rozumie się wydane przez organ nadzoru państwa położenia siedziby UCITS, zezwolenie na podjęcie działalności przez instytucję zbiorowego inwestowania, które – po dokonaniu odpowiedniej notyfikacji organowi nadzoru innego państwa członkowskiego – zezwala także na podjęcie działalności na obszarze tego państwa.

¹⁸⁰ *Directive 2001/107/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectus* (OJ L 41, 13.02.2002 s. 20).

¹⁸¹ *Directive 2001/108/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending 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* (OJ L 41, 13.02.2002 s. 35).

określenie dalszej strategii w dziedzinie usług finansowych. W tym celu zostały powołane grupy ekspertów, z których jedna zajmować miała się usprawnieniem regulacji w dziedzinie usług zarządzania aktywami oraz funduszy inwestycyjnych. Proces wprowadzania zmian w Dyrektywie UCITS został przedstawiony na schemacie 5.



Schemat 5. Proces zmiany Dyrektywy UCITS

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Commission staff working document accompanying the Proposal for Directive 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). Impact assessment of the legislative proposal amending the UCITS Directive*, Brussels 2008, COM 2008/2263

W oparciu na efektach prac grupy ekspertów¹⁸², opublikowanej w 2005 roku Zielonej Księdze dotyczącej proponowanych zmian w regulacjach wspólnotowych dotyczących funduszy inwestycyjnych¹⁸³ wskazano na najważniejsze ograniczenia istniejących regulacji:

- niski poziom adaptowalności istniejących regulacji do szybko zmieniających się rynków finansowych,
- pojawianie się alternatywnych i bardziej skomplikowanych produktów i strategii inwestycyjnych i związanych z nimi ryzyk,

¹⁸² *Financial Services Action Plan. Progress and prospects, asset management group report*, Brussels, May 2004.

¹⁸³ *Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, Brussels 2005, COM 2005/314/final.

- potrzebę silniejszej ochrony inwestorów w kontekście stopnia skomplikowania produktów i rozwoju kanałów dystrybucji.

Podkreślono jednocześnie, że najpilniejsze zmiany regulacji funduszy inwestycyjnych powinny zmierzać do:

- dalszego upraszczania procedury notyfikacji w innych krajach członkowskich,
- promowania wdrożenia do krajowych systemów prawnych rekomendacji Komisji Europejskiej w zakresie stosowania derywatów i skróconego prospektu,
- jednoznacznego zdefiniowania klas aktywów, w które mogą inwestować fundusze inwestycyjne działające zgodnie z Dyrektywą UCITS.

Długoterminowymi celami zmian w Dyrektywie UCITS powinno być dążenie do wymuszenia zmniejszenia kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych. Powinno to nastąpić poprzez umożliwienie i ułatwienie procesów konsolidacyjnych oraz znoszenie barier w świadczeniu usług związanych z dystrybucją i zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi istniejących w systemach prawnych poszczególnych państw członkowskich. Zielona Księga zawierała katalog postulatów, których realizacja miałyby przyczynić się do wzmocnienia procesów konsolidacyjnych na rynku funduszy. Należały do nich:

- umożliwienie transgranicznych połączeń funduszy inwestycyjnych,
- dopuszczenie *fund pooling*¹⁸⁴,
- rozdzielenie funkcji depozytariusza i spółki zarządzającej tak, by możliwe było transgraniczne świadczenie usług depozytowych,
- wzmocnienie konkurencyjności podmiotów świadczących usługi rozliczania zleceń uczestników na rzecz funduszy (agentów transferowych).

Kluczowym działaniem ku realizacji powyższych celów, zwłaszcza w kontekście szybko zachodzących zmian na rynku finansowym, jest wdrożenie do regulowania rynku funduszy inwestycyjnych dwupoziomowego podejścia Lamfalussy’ego. Pierwszy poziom regulacji winien dotyczyć ram organizacyjnych i prawnych funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, drugi zaś – winien zawierać szczegółowe regulacje umożliwiające osiągnięcie celów dyrektywy.

¹⁸⁴ *Fund pooling* to łączenie portfeli dwóch lub więcej funduszy w celu uzyskania korzyści skali (obniżenia kosztów transakcyjnych i administracyjnych). Rozróżnia się dwie formy: *entity pooling* i *virtual pooling*. *Entity pooling* sprowadza się do łączenia aktywów kilku funduszy w nowej formie prawnej (np. nowego funduszu). *Virtual pooling* polega na łączeniu aktywów funduszy bez tworzenia odrębnej struktury prawnej. *Entity pooling* jest dopuszczalne w niektórych systemach prawnych państw członkowskich (Niemcy, Luksemburg, Hiszpania) dla funduszy domicylowanych w tych jurysdykcjach; brak jednak regulacji pozwalających na przeprowadzanie takiego procesu pomiędzy funduszami inwestycyjnymi zlokalizowanymi w różnych państwach członkowskich.

Po opublikowaniu Zielonej Księgi Komisja powołała grupę ekspertów zajmującą się badaniem efektywności rynku funduszy inwestycyjnych¹⁸⁵. Zadaniem tej grupy było zbieranie opinii praktyków rynku funduszy inwestycyjnych oraz doradztwo na rzecz Komisji w zakresie efektywnych kosztowo inicjatyw zmierzających do wspierania rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Efektem jej prac był opublikowany w czerwcu 2006 raport¹⁸⁶, w którym jako główne działania mające na celu usunięcie przeszkód na drodze do zwiększenia efektywności europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych wskazano:

- zredukowanie administracyjnych barier w procesie dopuszczania funduszy inwestycyjnych do rynku (zezwolenia na utworzenie / powiadomienia o rozpoczęciu dystrybucji w innym państwie członkowskim),
- umożliwienie szybkiego i efektywnego łączenia się funduszy,
- dopuszczenie łączenia aktywów różnych funduszy w celu wspólnego zarządzania nimi,
- uaktywnienie jednolitego paszportu dla spółek zarządzających,
- wdrożenie jednolitego paszportu dla usług depozytariuszy.

Odpowiedzią Komisji zawierającą plan działań w odniesieniu do regulacji rynku funduszy inwestycyjnych była opublikowana w dniu 15 listopada 2006 roku Biała Księga¹⁸⁷.

Celem wydania Białej Księgi było wyrażenie przez Komisję Europejską opinii *na temat sposobów uproszczenia unijnych ram prawnych przy jednoczesnym zapewnieniu atrakcyjnych i bezpiecznych rozwiązań inwestycyjnych dla inwestorów*. Podkreślono, że zniesienie istniejących barier i przeszkód w pełnej integracji rynku funduszy inwestycyjnych pozwoli na zmniejszenie kosztów funkcjonowania funduszy, a w konsekwencji wpłynie na nominalne stopy zwrotu osiągnięte przez oszczędzających w funduszach inwestycyjnych¹⁸⁸.

W Księdze podkreślono, że dotychczas istniejące ramy prawne transgranicznej dystrybucji powodują zbyt wysokie koszty monitoringu zgodności przestrzegania przepisów w poszczególnych jurysdykcjach. Jednocześnie Dyrektywa nie daje wystarczającej elastyczności w zakresie organizowania lub restrukturyzowania działalności przez spółki

¹⁸⁵ *Expert Group on Investment fund market efficiency.*

¹⁸⁶ *Report of the expert group on investment fund market efficiency*, Brussels 2006, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/efficiency_en.pdf

¹⁸⁷ *Commission White Paper of 15 November 2006 on enhancing the single market framework for investment funds*, Brussels 2006, COM 2006/686/final.

¹⁸⁸ Wskazano, że dzięki sprowadzeniu kosztów funduszy inwestycyjnych działających w Europie do poziomu przeciętnej instytucji wspólnego inwestowania działającej w USA nominalna stopa zwrotu mogłaby być wyższa o ok. 3% rocznie.

zarządzające. Z drugiej strony, zdaniem Komisji, na rynku finansowym pojawiają się inne produkty inwestycyjne, które posiadając zalety funduszy inwestycyjnych, nie są poddane tak daleko idącej regulacji¹⁸⁹.

Biała Księga zakładała stopniowe zmiany istniejących regulacji prawnych, w szczególności Dyrektywy UCITS w szczególności poprzez eliminację procedur oraz kosztów, które nie przyczyniają się do zwiększenia bezpieczeństwa inwestorów. Biała Księga przewidywała działania mające na celu:

- wzmocnienia swobód wspólnego rynku, pozwalając tym samym na skuteczniejszą obsługę inwestorów europejskich oraz globalnych przez sektor funduszy inwestycyjnych,
- zapewnienia inwestorom możliwości podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych oraz polegania na wykwalifikowanych pośrednikach, służących obiektywną, specjalistyczną pomocą,
- określenia, czy należy stworzyć ramy wspólnego rynku, umożliwiające transgraniczne oferowanie europejskim inwestorom prywatnym niektórych rodzajów funduszy niezharmonizowanych oraz najskuteczniejszego sposobu ewentualnego stworzenia takiego rynku,
- rozpoczęcia prac nad europejskim systemem prywatnego plasowania, aby usprawnić sprzedaż funduszy niezharmonizowanych z Dyrektywą UCITS oraz instrumentów finansowych inwestorom instytucjonalnym i innym posiadającym zaawansowaną wiedzę w innych państwach członkowskich.

Jednocześnie, Biała Księga zawierała zobowiązanie do przygotowania zmian Dyrektywy UCITS w następujących aspektach:

- dalszego usuwania barier administracyjnych w sprzedaży transgranicznej¹⁹⁰,
- ułatwienia transgranicznych fuzji funduszy inwestycyjnych¹⁹¹,

¹⁸⁹ Biała Księga wymienia ubezpieczenia na życie powiązane z funduszem inwestycyjnym oraz produkty strukturyzowane, jednocześnie wskazując, że zdaniem Komisji nie byłoby odpowiednim rozwiązaniem rozszerzanie zakresu stosowania Dyrektywy UCITS na wszystkie długoterminowe produkty inwestycyjne.

¹⁹⁰ W szczególności odnosi się to do zmian w obowiązujących regulacjach art. 44 – 47 Dyrektywy UCITS. Zapisy te w obowiązującym brzmieniu nakładają na spółkę zarządzającą obowiązek złożenia obszernej dokumentacji w odpowiedniej instytucji krajowej i oczekiwania przez dwa miesiące, w trakcie których instytucja ta sprawdza zgodność z krajowym prawem reklamy. Zdaniem Komisji, organy nadzoru w państwie docelowym powinny koncentrować się na monitorowaniu przestrzegania krajowych przepisów w zakresie sprzedaży i reklamy przez pośredników bezpośrednio odpowiedzialnych za te działania w docelowej jurysdykcji, a nie na czynnościach zagranicznych towarzystw funduszy inwestycyjnych.

¹⁹¹ Zdaniem Komisji, rynek funduszy jest nadmiernie rozdrobniony – ok. 54% funduszy zarządza aktywami poniżej 50 mln EUR, co prowadzi do nadmiernego obciążania ich kosztami uczestników. Środkiem zaradczym, określonym w Białej Księdze, było wprowadzenie do Dyrektywy UCITS postanowień odnoszących się do stworzenia odpowiednich warunków prawnych i regulacyjnych w odniesieniu do fuzji funduszy. Zwrócono

- łączenia aktywów (*asset pooling*)¹⁹²,
- jednolitego paszportu dla spółek zarządzających¹⁹³,
- wzmocnienia współpracy w ramach nadzoru¹⁹⁴.

Oprócz konieczności nowelizacji Dyrektywy UCITS Biała Księga wskazywała obszary wymagające usprawnień niewymagających nowelizacji Dyrektywy. Należały do nich:

- skrócenie terminu udzielania zezwolenia na utworzenie funduszy inwestycyjnych¹⁹⁵,
- przyspieszenie i obniżenie kosztów związanych z cyklem rozliczeń zleceń uczestników,
- jednolity paszport dla usług depozytariusza¹⁹⁶,

W Białej Księdze wskazano także na konieczność ujednoczenia zasad sporządzania dokumentów informacyjnych dla uczestników (uproszczonego prospektu). Zadaniem uproszczonego prospektu było syntetyczne przekazanie uczestnikom informacji o możliwym ryzyku, powiązanych kosztach oraz spodziewanym zysku z inwestycji w tytuły uczestnictwa danego funduszu. Zdaniem autorów Księgi, wprowadzenie uproszczonego prospektu nie przyczyniło się do wzrostu przejrzystości działania funduszy, bowiem regulacje krajowe dotyczące jego sporządzania opierały się na odmiennej interpretacji reguł zawartych w Dyrektywie UCITS oraz zawierały wymogi nieznane tej Dyrektywie, mimo iż w tej sprawie

także uwagę na konieczność uregulowania aspektów podatkowych takich jak fuzji z punktu widzenia uczestników funduszy.

¹⁹² Zdaniem Komisji *entity pooling* może przyczynić się do obniżenia kosztów zarządzania funduszami, podczas gdy *virtual pooling* jako instytucja stosunkowo nowa i niesprawdzona rodzi liczne wątpliwości związane z kontrolą ryzyka oraz sprawnością systemów informatycznych.

¹⁹³ Nowelizacja Dyrektywy UCITS z 2001 roku, mimo postulatów, nie wprowadziła możliwości korzystania z jednolitego paszportu przez spółki zarządzające. W Białej Księdze Komisja zobowiązała się zaproponować zmiany do Dyrektywy UCITS, aby umożliwić zatwierdzonej spółce zarządzającej zarządzanie funduszami w innych państwach członkowskich.

¹⁹⁴ Ten aspekt będzie wymagał jasnego rozgraniczenia kompetencji organów nadzoru w państwie siedziby spółki zarządzającej lub funduszu inwestycyjnego i w państwie goszczącym. Jednocześnie, realizacja innych celów spowoduje powstanie międzynarodowych struktur i przyspieszenie transakcji, co, zdaniem Komisji, będzie wyzwaniem dla regulatora i krajowych organów nadzoru nad rynkiem funduszy i wymusi dokładne określenie wzajemnych praw i obowiązków organów nadzoru.

¹⁹⁵ Komisja wskazała, że nie ma podstaw do interwencji na poziomie prawodawstwa wspólnotowego, bowiem szybkie i rzetelne zatwierdzanie nowych funduszy przy jednoczesnym ułatwieniu tworzenia ich w innych państwach niż siedziba spółki zarządzającej wymuszone zostanie przez konkurencję pomiędzy organami nadzoru.

¹⁹⁶ Szczegółową analizę uregulowań dotyczących depozytariuszy oraz kierunków ich zmian zawierał dokument *Communication from the Commission to the Council and to the European Parliament. Regulation of UCITS depositaries in the Member States: review and possible developments*. Brussels April 2004, COM 2004/207/final. W dokumencie tym podkreślono szczególną rolę depozytariusza w dziedzinie ochrony inwestorów funduszy i wskazano kierunki zmian regulacji celem zapewnienia ochrony inwestorów i zmniejszenia kosztów takich usług: (1) wprowadzenie jednolitego paszportu dla usług depozytowych, (2) otwarcie rynków krajowych na te usługi i wymuszenie konsolidacji poprzez ujednoczenie wymagań i obowiązków depozytariuszy.

istniały odpowiednie wytyczne¹⁹⁷. Dostępność i zrozumiałość informacji dotyczącej funduszu inwestycyjnego mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia odbiorcy końcowego, w związku z powyższym, zdaniem autorów Księgi, nie mogą czekać na zmianę Dyrektywy UCITS.

Kolejnym, istotnym zagadnieniem poruszonym przez autorów Białej Księgi było ewentualne rozszerzenie zakresu Dyrektywy UCITS o fundusze inwestycyjne, które z uwagi na ich strukturę, formę prawną lub prowadzoną politykę inwestycyjną dotychczas nie były objęte zakresem Dyrektywy UCITS. Uznano, że w tym celu niezbędne są pogłębione badania rynku funduszy w celu określenia, czy rozszerzenie zakresu Dyrektywy będzie korzystne dla rozwoju rynku i nie podważy zasady ochrony inwestorów.

Zgodnie z harmonogramem przyjętym w Białej Księdze propozycje zmian Dyrektywy UCITS miały zostać sporządzone przez Komisję Europejską jesienią 2007 roku i dotyczyć aspektów wskazanych w Księdze. Dokument obejmujący proponowane zmiany wraz z ich oceną przez Komisję został opublikowany w dniu 22 marca 2007¹⁹⁸ i poddany konsultacjom.

Tabela 9. Kluczowe zmiany Dyrektywy UCITS (UCITS IV)

Zmiany	Stan sprzed nowelizacji	Uproszczenia	Korzyści i beneficjenci
uproszczona procedura notyfikacji	fundusze zamierzające zbywać jednostki w innym państwie członkowskim muszą powiadomić o tym właściwe organy nadzoru tego państwa i przedłożyć szereg dokumentów. Organy państwa goszczącego winny wydać zgodę w terminie 2 miesięcy od złożenia wniosku	harmonizacja treści powiadomień	więcej możliwości prowadzenia działalności, niższe koszty dla sektora
		pozbawienie organu nadzoru państwa goszczącego prawa żądania dodatkowych dokumentów	
		umożliwienie rozpoczęcia dystrybucji natychmiast po powiadomieniu	większy wybór funduszy, niższe koszty dla inwestorów
		uproszczone wymogi	
		przekazywanie dokumentów drogą elektroniczną	większa integracja i konkurencja na wspólnym rynku
uproszczony dokument informacyjny	obowiązek publikowania skróconego dokumentu informacyjnego wyjaśniającego inwestorom charakter inwestycji (polityka inwestycyjna, koszty, potencjalne zyski) przed jej dokonaniem	zharmonizowana treść	niższe koszty dla sektora
		krótki i syntetyczny dokument	wyższy poziom ochrony i niższe koszty dla inwestorów
		odpowiedzialność	
		możliwość przekazywania drogą elektroniczną	większa integracja i konkurencja na wspólnym rynku

Zródło: opracowanie własne na podstawie *Proposal for Directive 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)*, COM 2008/ 458 FINAL

Projekt zmian po przeprowadzonych konsultacjach wraz z uzasadnieniem i wnioskiem do Parlamentu Europejskiego o ich przyjęcie został przygotowany przez Komisję i opublikowany w dniu 16 lipca 2008 roku¹⁹⁹. Dyrektywa UCITS IV została przyjęta przez

¹⁹⁷ W szczególności dotyczy to zalecenia Komisji Europejskiej: *Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex I to Council Directive 85/611/EEC*.

¹⁹⁸ *Working document DG Market Services. Initial orientations of possible adjustments to UCITS Directive (85/611/EC). Overview of key features*. Brussels 2007. http://ec.europa.eu/internal_market/

¹⁹⁹ *Proposal for Directive 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)*, COM 2008/ 458 FINAL.

Parlament Europejski i opublikowana w dniu 17 listopada 2009 roku²⁰⁰. Dyrektywa ta uchyla dotychczasową Dyrektywę UCITS z 1985 roku z dniem 1 lipca 2011 roku.

Głównymi przesłankami nowelizacji Dyrektywy był zamiar jej ujednoczenia w związku z ośmioma zmianami dokonanymi od dnia jej przyjęcia²⁰¹ oraz wprowadzenie do Dyrektywy usprawnień wskazanych w Białej Księdze.

Do najważniejszych zmian ujętych w Dyrektywie UCITS IV zaliczyć należy:

- Przyznanie przywileju jednolitego paszportu dla spółek zarządzających umożliwiające im tworzenie i zarządzanie funduszami inwestycyjnymi zlokalizowanymi w państwie innym niż siedziba spółki zarządzającej. Rozważając paszportowanie spółek zarządzających Komisja zwróciła uwagę na konieczność jasnego rozdzielenia kompetencji nadzorczych państwa siedziby funduszy i państwa siedziby spółki zarządzającej tak, by uniknąć sytuacji podwójnego nadzorowania określonych aspektów działalności albo pozostawienia aspektów, które nie polegają nadzorowi. Jednocześnie, zwrócono uwagę, że koszty wykonywania obowiązków informacyjnych wobec organów nadzoru w państwie siedziby spółki zarządzającej i w państwie siedziby funduszu nie mogą przewyższyć korzyści skali wynikających z możliwości tworzenia przez jedną spółkę zarządzającą funduszy inwestycyjnych we wszystkich państwach członkowskich. Po stronie spodziewanych korzyści wskazano na ograniczenie kosztów ponoszonych przez spółki zarządzające, a także na korzyści wynikające ze wzrostu konkurencji w sektorze.
- Uproszczenie istniejących przepisów w odniesieniu do procedury powiadamiania o zamiarze prowadzenia transgranicznej dystrybucji oraz w odniesieniu do dokumentów informacyjnych. Obecny stan prawny oraz proponowane zmiany w powyższym zakresie przedstawia tabela 9.
- Zmianę zasad przekazywania inwestorom informacji o funduszach inwestycyjnych poprzez ich ujednoczenie i uproszczenie. Ujednoczenie wymogów informacyjnych na terytorium Unii ma służyć obniżeniu kosztów sporządzania i

²⁰⁰ *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)* (OJ L 302, 17.11.2009, s. 32).

²⁰¹ Zamiar uporządkowania Dyrektywy UCITS został wyrażony w *Communication of the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions. Implementing the Community Lisbon Programme: A strategy for the simplification of the regulatory environment*, Brussels 2005, COM 2005/535/final. Jednocześnie, uporządkowanie i uproszczenie Dyrektywy UCITS zaplanowano na lata 2006 – 2009 por. *Commission Working Document. First progress report on the strategy of simplification of the regulatory environment*, Brussels 2006, COM 2006/690 FINAL.

aktualizacji dokumentów informacyjnych. Dodatkowo, Dyrektywa UCITS IV umożliwia doręczanie wymaganych dokumentów informacyjnych w formie elektronicznej. Jednocześnie, Dyrektywa przewiduje uprawnienie Komisji do wydania środków wykonawczych dotyczących zawartości i formy dokumentów informacyjnych.

- Nadanie Komisji rozszerzonych uprawnień wykonawczych zgodnych z podejściem Lamfalussy'ego²⁰². Uprawnienia wykonawcze zostaną wykorzystane do dokładniejszego sprecyzowania zasad określonych w nowej Dyrektywie, co ma służyć zwiększeniu harmonizacji, spójności nadzoru oraz umożliwić szybsze reagowanie na zmiany rynkowe. W wykonywaniu uprawnień wykonawczych Komisję ma wspomagać Europejski Komitet Papierów Wartościowych (CESR)²⁰³.
- Dopuszczenie możliwości transgranicznego łączenia się funduszy. Artykuł 35 Dyrektywy UCITS IV stanowi, że wszystkie fundusze zgodne z Dyrektywą, niezależnie od ich formy prawnej, są uprawnione do łączenia się. Jednocześnie artykuły 36 – 41 określają procedurę łączenia się i wskazują organ nadzoru funduszu przejmowanego jako uprawniony do wydania zezwolenia na łączenie – decyzja w tej sprawie zgodnie z regulacjami Dyrektywy UCITS IV winna zapaść w ciągu 30 dni od dnia złożenia wniosku. Możliwość transgranicznego łączenia się kilku funduszy w jeden winna umożliwić mu korzystanie z korzyści skali i w konsekwencji pozwolić na obniżenie kosztów funkcjonowania przetrzuconych na inwestorów. Łączenia funduszy powinny także zdynamizować rynek funduszy i wzmocnić konkurencję.
- Zmianę sposobu ukształtowania modelu funduszy podstawowych i powiązanych (*master – feeder*) mająca na celu podniesienie efektywności prowadzonej działalności.
- Wyjaśnienie i doprecyzowanie podziału kompetencji pomiędzy organami nadzoru państwa siedziby funduszu inwestycyjnego i państwa, w którym prowadzona jest sprzedaż jego tytułów uczestnictwa. Zmiana ta poprzez wzmocnienie

²⁰² Rozszerzenie podejścia Lamfalussy'ego na kwestie związane z regulacją funduszy inwestycyjnych zostało dokonane na mocy *Council Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees*, (OJ L 79, 24.3.2005, s. 9).

²⁰³ Europejski Komitet Papierów Wartościowych (*the Committee of European Securities Regulators – CESR*) został powołany Decyzją Komisji z dnia 6 czerwca 2001, *Commission Decision of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators* (OJ L 191, 13.7.2001, s. 43).

przejrzystości i ujednoczenie zasad zbywania tytułów uczestnictwa ma na celu obniżenie kosztów monitoringu zgodności i wzmocnienie integracji europejskiego rynku funduszy.

- Ujednoczenie tekstu Dyrektywy zmienianego ośmiokrotnie w trakcie jej obowiązywania. W tabeli 10 przedstawiono historię nowelizacji Dyrektywy UCITS wraz z najważniejszymi zmianami i terminami ich wdrożenia do ustawodawstw krajowych.

Jednocześnie z opublikowaniem projektu nowej Dyrektywy udostępniony został dokument wskazujący potencjalne i spodziewane konsekwencje wprowadzanych zmian dla rynku funduszy inwestycyjnych²⁰⁴. Raport ten analizuje wpływ na rynek funduszy:

- usprawnień dotychczasowych regulacji odnoszących się głównie do procedury powiadamiania o rozpoczęciu dystrybucji, jednolitego paszportu dla spółki zarządzającej, uproszczenia dokumentu informacyjnego,
- wprowadzenia do regulacji funduszy inwestycyjnych nowych aspektów tj. transgranicznego łączenia się funduszy oraz łączenia aktywów (*asset pooling*).

Raport wskazuje na dwojaki rodzaj korzyści ekonomiczne, które zostaną odniesione w związku z wdrożeniem nowej Dyrektywy UCITS. Do pierwszej kategorii należą oszczędności, jakie będą mogły być poczynione przez dostawców produktów w związku z uproszczeniem i ujednoczeniem regulacji. Drugą kategorię stanowią korzyści, jakie wynikną w przyszłości z powstania bardziej konkurencyjnego rynku, na którym działać będą podmioty zarządzające większymi aktywami (korzyści skali). Korzyści ekonomiczne związane z uproszczeniem i ujednoczeniem regulacji zostały oszacowane na kwotę od 45 mln EUR rocznie, przy przyjęciu wyłącznie ograniczenia kosztów zgodnego z prawem kraju goszczącego rozpoczęcia i utrzymania zbywania tytułów uczestnictwa do kilku miliardów EUR rocznie w przypadku efektywnego wykorzystania możliwości łączenia funduszy i aktywów²⁰⁵.

Ponadto, wskazano na przewidywane następstwa wprowadzanej nowelizacji Dyrektywy:

- skrócenie czasu uzyskiwania zezwolenia na podjęcie działalności przez fundusze inwestycyjne i rozpoczęcie zbywania tytułów uczestnictwa na terytorium innego

²⁰⁴ Commission staff working document accompanying the Proposal for Directive 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). Impact assessment of the legislative proposal amending the UCITS Directive. Brussels 2008, SEC 2008/2263/final.

²⁰⁵ Commission staff working document, op. cit., s. 31.

państwa może skutkować przyspieszeniem kreowania produktów, na które w danym momencie istnieje popyt, co uczyni fundusze inwestycyjne bardziej konkurencyjnymi wobec innych sposobów długoterminowego oszczędzania (produktów opartych na ubezpieczeniach i produktów strukturyzowanych),

- bardziej efektywna procedura powiadamiania o rozpoczęciu dystrybucji na terenie innego państwa członkowskiego powinna doprowadzić do umożliwienia gromadzenia aktywów pochodzących z wielu państw członkowskich i w konsekwencji obniżyć koszty funkcjonowania funduszu,
- większe otwarcie rynków krajowych winno skutkować zaostrzeniem się konkurencji i zmuszeniem strony podaźowej do poszukiwania większej efektywności działania,
- możliwość łączenia aktywów i łączenia funduszy skutkować powinna uatrakcyjnieniem oferty funduszy z punktu widzenia inwestorów,
- zmiany w obowiązkach informacyjnych wobec potencjalnych inwestorów powinny wpłynąć na wyższą transparentność i porównywalność oferty funduszy, co w konsekwencji powinno przełożyć się na silniejszą presję na obniżenie opłat ponoszonych przez inwestorów.

Ekonomiczne skutki wprowadzenia nowej Dyrektywy UCITS zgodnie z zamiarem Komisji mają być szacowane po upływie co najmniej czterech lat od dnia jej wejścia w życie²⁰⁶.

Równocześnie z pracami nad nowelizacją Dyrektywy UCITS toczą się prace związane z potencjalnym objęciem przepisami Dyrektywy dotychczas niezharmonizowanych funduszy inwestycyjnych oraz rozszerzeniem spektrum inwestycyjnego dla funduszy zharmonizowanych.

Rozważania dotyczące zwiększenia możliwości inwestycyjnych funduszy dotyczą przede wszystkim umożliwienia funduszom działającym zgodnie z Dyrektywą UCITS oferowania tytułów uczestnictwa inwestorom instytucjonalnym (profesjonalnym) na terytorium pozostałych państw członkowskich bez konieczności zachowania procedury powiadamiania organu nadzoru państwa goszczącego oraz ułatwień dla funduszy

²⁰⁶ Ibidem, s. 35.

zmierzających do zwiększenia ich udziału w emisjach prywatnych w innych państwach członkowskich²⁰⁷.

Tabela 10. Historyczne zmiany Dyrektywy UCITS

Akt prawny	Data wejścia w życie	Graniczna data wdrożenia	Kluczowe zmiany
Dyrektywa 85/611/EEC	24.12.1985	01.10.1989	-
Dyrektywa 88/220/EEC ²⁰⁸	20.04.1988	01.10.1989	nieznaczące zmiany limitów inwestycyjnych
Dyrektywa 95/26/EC ²⁰⁹	07.08.1995	18.07.1996	nieznaczące zmiany dotyczące zakresu tajemnicy zawodowej
Dyrektywa 2000/64/EC ²¹⁰	17.11.2000	17.11.2002	zezwoleń na wymianę informacji z organami nadzoru państw trzecich
Dyrektywa 2001/107/EC ²¹¹	13.02.2002	13.08.2003	znaczące zmiany dotyczące struktury spółek zarządzających oraz obowiązków informacyjnych wobec klientów
Dyrektywa 2001/108/EC ²¹²	13.02.2002	13.08.2003	znaczące zmiany dotyczące polityki inwestycyjnej i limitów inwestycyjnych
Dyrektywa 2004/39/EC ²¹³	30.04.2004	30.04.2006	regulacja procesu sprzedaży instrumentów finansowych
Dyrektywa 2005/1/EC ²¹⁴	13.04.2005	13.05.2005	Dyrektywa związana z wdrażaniem FSAP
Dyrektywa 2008/18/EC ²¹⁵	20.03.2008	-	przyznanie Komisji kompetencji do przyjmowania zmian w zakresie definicji i ich wyjaśniania

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.eur-lex.eu.int

²⁰⁷ *Private placement regimes in the EU. Summary report of workshops organised by DG Internal Market and Services. January 15th and February 7th 2008.* http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/ppwkshops_en.pdf.

²⁰⁸ *Council Directive of 22 March 1988 amending, as regards the investment policies of certain UCITS, Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS),* (OJ L 100, 19.04.1988, s. 31).

²⁰⁹ *European Parliament and Council Directive of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non-life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision,* (OJ L 168, 18.07.1995, s. 7).

²¹⁰ *Council Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 amending Council Directives 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC and 93/22/EEC as regards exchange of information with third countries,* (OJ L 290, 17.11.2000, s. 27).

²¹¹ *Council Directive 2001/107/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 a view to regulating management companies and simplified prospectuses,* (OJ L 41, 13.2.2002, s. 20).

²¹² *Council 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,* (OJ L 41, 13.2.2002, s. 35).

²¹³ *Council Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC,* (OJ L 145, 30.04.2004, s. 1).

²¹⁴ *Council Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees,* (OJ L 79, 24.03.2005, s. 9).

²¹⁵ *Council Directive 2008/18/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008 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), as regards the implementing powers conferred on the Commission,* (OJ L 76, 19.03.2008, s. 42).

Rozszerzenie zakresu podmiotów objętych przepisami prawa wspólnotowego, dotyczącymi w szczególności jednolitego paszportu, jest kwestią wysoce dyskusyjną. Jednakże, od czerwca 2007 roku trwają prace grupy ekspertów w zakresie otwartych funduszy lokujących w nieruchomości, której przedmiotem jest badanie możliwości, barier i potencjalnych korzyści z utworzenia paneuropejskiego rynku funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości. W szczególności, zadaniem tej grupy jest:

- dokonanie analizy europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości, w szczególności funduszy otwartych,
- zbadanie ryzyka i charakterystyki wyników inwestycyjnych funduszy nieruchomości z punktu widzenia inwestorów detalicznych,
- analiza istniejących i przyszłych kosztów i korzyści płynących z umożliwienia funduszom nieruchomości transgranicznego zbywania tytułów uczestnictwa,
- zbadanie istniejących barier dla rozwoju sprzedaży transgranicznej,
- ocena istniejących krajowych regulacji (w tym regulacji podatkowych) w zakresie lokat w fundusze nieruchomości,
- analiza różnych strategii z punktu widzenia ich kosztów i korzyści dla transgranicznego oferowania tytułów uczestnictwa funduszy nieruchomości²¹⁶.

Rezultatem prac ekspertów jest projekt dyrektywy mającej na celu harmonizację przepisów krajowych dotyczących podejmowania i prowadzenia działalności przez fundusze alternatywne (w tym fundusze nieruchomości) opublikowany przez Komisję Europejską w kwietniu 2009 roku²¹⁷.

2.4.1.2. Dyrektywa ISD i Dyrektywa MiFID

Regulacje dotyczące instytucji wspólnego inwestowania podzielić można na dwa podstawowe obszary:

- regulacje dotyczące struktury produktu inwestycyjnego,
- regulacje dotyczące sposobów jego dystrybucji.

Dyrektywa UCITS normuje strukturę funkcjonowania instytucji wspólnego inwestowania, relacje tych instytucji z podmiotami je obsługującymi oraz obowiązki informacyjne wobec ich potencjalnych inwestorów. Jednakże, poza aspektami dotyczącymi

²¹⁶ *Financial services: Commission appoints members of expert group on open-ended real estate funds*, Brussels, June 2007, IP /07/836.

²¹⁷ *Proposal of a Directive of the European Parliament and of the Council on alternative investment fund managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/65/EC*, Brussels 30.04.2009, COM (2009) 207 final.

dokumentów, jakie winny być przedstawione potencjalnym inwestorom, Dyrektywa UCITS nie zawiera norm odnoszących się do procesu dystrybucji tytułów uczestnictwa.

Proces dystrybucji tytułów uczestnictwa, będących w większości jurysdykcji państw Unii Europejskiej papierami wartościowymi, objęty jest regulacjami dotyczącymi pośredniczenia w zbywaniu papierów wartościowych.

Pośrednictwo w zbywaniu papierów wartościowych jest jednym z przedmiotów regulacji odnoszących się do świadczenia usług inwestycyjnych. Regulacje te, których genezy należy upatrywać w pierwszej połowie lat siedemdziesiątych XX wieku, miały na celu powołanie wspólnego rynku dla usług finansowych poprzez zapewnienie firmom inwestycyjnym zharmonizowanego otoczenia prawnego i jednolitych wymogów, a klientom – przejrzystości, efektywności i bezpieczeństwa usług, których są odbiorcami²¹⁸.

Podstawowe znaczenie dla opracowania rozwiązań mających na celu ułatwienie świadczenia takich usług na terytorium Unii Europejskiej oraz budowanie wspólnego rynku dla usługodawców była przyjęta w maju 1993 roku Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dyrektywa ISD)²¹⁹. Dyrektywa ta:

- definiowała pojęcie usług inwestycyjnych oraz pojęcie firmy inwestycyjnej poprzez pryzmat usług przez nią świadczonych,
- określała warunki podejmowania i prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne,
- wprowadzała system nadzoru nad firmami inwestycyjnymi oparty na nadzorze państwa siedziby firmy inwestycyjnej,
- wprowadzała zasadę jednolitego paszportu dla firm inwestycyjnych.

W odniesieniu do tytułów uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania Dyrektywa ISD zgodnie z jej art. 2 ust. 2 lit. g) wyłączała zastosowanie przepisów Dyrektywy w odniesieniu do firm inwestycyjnych, które:

- nie przechowują aktywów lub papierów wartościowych klientów i z tego względu w żadnym momencie nie są dłużnikami klientów oraz
- nie świadczą usług inwestycyjnych poza przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń dotyczących zbywalnych papierów wartościowych oraz tytułów uczestnictwa oraz

²¹⁸ J. R. Giraud, C. D'Hondt, op.cit. , s. 2.

²¹⁹ Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, (OJ L 141, 11.6.1993, s. 27).

- przekazują przyjęte zlecenia wyłącznie do instytucji wspólnego inwestowania, ich depozytariuszy lub spółek zarządzających, niezależnie od tego, czy są to instytucje zharmonizowane z Dyrektywą UCITS.

W konsekwencji, proces dystrybucji tytułów uczestnictwa podlegał regulacjom Dyrektywy ISD wyłącznie w przypadkach, kiedy był powiązany ze świadczeniem innych usług inwestycyjnych, w szczególności doradztwa inwestycyjnego albo wiązał się z przyjmowaniem od klientów środków pieniężnych celem ich przekazania do instytucji wspólnego inwestowania.

Dyrektywa ISD nie wypełniła jednak celu, dla którego została przyjęta. Powyższe było konsekwencją faktu, iż Dyrektywa ta była kompromisem państw członkowskich zamierzających przede wszystkim chronić krajowe podmioty przez ich zagranicznymi konkurentami. Problematyka integracji rynków kapitałowych oraz reguł odnoszących się do działających na nich pośredników została podniesiona w przyjętym w 1998 roku programie *Risk Capital Action Plan (RCAP)*²²⁰. RCAP kładł nacisk na konieczność wzmocnienia możliwości pozyskiwania kapitału na rynku europejskim przez najbardziej rozwojowe i innowacyjne przedsiębiorstwa, jednocześnie zapobiegając poszukiwaniu przez nie kapitału poza Unią Europejską. Osiągnięciu tego celu miały sprzyjać zaproponowane w RCAP rozwiązania w zakresie opodatkowania, trybu i warunków emisji papierów wartościowych oraz funkcjonowania funduszy *venture capital*. Kwestie odnoszące się do sposobów integrowania europejskiego rynku kapitałowego zostały rozwinięte i uszczegółowione we wspomnianym wyżej, przyjętym w 1999 roku FSAP, który główny nacisk kładł na umożliwienie transgranicznego pozyskiwania kapitału przy zachowaniu korzyści skali wynikających z funkcjonowania zintegrowanego rynku. Jednocześnie, poza nielicznymi przypadkami²²¹, nie zaobserwowano pod rządami Dyrektywy ISD procesów konsolidacyjnych na rynku dostawców usług finansowych.

Nadto, lata dziewięćdziesiąte XX wieku przyniosły znaczące zmiany na światowych rynkach finansowych powodując, że Dyrektywa ISD nie obejmowała swoim zakresem trzech ważnych aspektów funkcjonowania tych rynków:

²²⁰ *Risk capital: A key to job creation in the European Union. Communication of the European Union, SEC 1998/552, Brussels, March 1998.*

²²¹ We wrześniu 2000 roku giełdy paryska, amsterdamska i brukselska połączyły się tworząc Euronext.

- rozwoju rynków instrumentów pochodnych, w szczególności związanego z kreowaniem instrumentów nieznanymi Dyrektywie ISD²²²,
- rozwoju alternatywnych do giełd miejsc i sposobów handlu instrumentami finansowymi²²³ oraz
- rozwoju doradztwa inwestycyjnego²²⁴.

Dodatkowym motywem prac nad zmianami była okoliczność, że charakteryzujący się w latach dziewięćdziesiątych XX wieku znaczącym rozdrobnieniem rynek usług finansowych od dnia 1 stycznia 1999 roku posługiwał się jedną wspólną walutą. Brak ryzyka walutowego oraz kosztów wymiany powodował powstanie unikalnych możliwości w zakresie budowy wspólnego rynku dla dostawców usług finansowych oraz podmiotów poszukujących kapitału, a z punktu widzenia gospodarek państw członkowskich stwarzał szansę dla uzyskania dodatkowego wzrostu poprzez spadek kosztów kapitału i kosztów pośrednictwa finansowego²²⁵.

W konsekwencji, pierwotnym celem przyjęcia dyrektywy zastępującej Dyrektywę ISD było wypełnienie trzech najważniejszych luk wskazanych powyżej oraz wykorzystanie możliwości związanych z przyjęciem wspólnej waluty.

Projekt dyrektywy powstał jesienią 2002 roku i został po przeprowadzeniu publicznych konsultacji przyjęty w dniu 21 kwietnia 2004 roku jako dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dyrektywa MiFID). Prace nad Dyrektywą MiFID były w pełni prowadzone w oparciu o podejście Lamfalussy'ego, mimo że sama Dyrektywa nie była pierwszym aktem prawa europejskiego, którego treść i zakres były wynikiem zastosowania tego podejścia²²⁶. Dyrektywa MiFID była dyrektywą I poziomu i dla jej należytego wdrożenia

²²² Znaczący wzrost różnorodności instrumentów związany był z postępem technologicznym pozwalającym na bardziej dokładne określanie parametrów instrumentów w relacji do ryzyka i potencjalnego dochodu. W rezultacie kreowane są coraz bardziej wyrafinowane instrumenty pochodne.

²²³ Elektroniczny handel pozagiełdowy przybierał różne formy, jednakże jego słabą stroną był brak skodyfikowanych reguł i zasad nim rządzących. Stanowiło to czynnik ryzyka dla uczestników handlu, ale także zagrożenie dla integralności rynku.

²²⁴ Usługi doradztwa inwestycyjnego rozumianego jako tworzenie portfeli papierów wartościowych lub wydawanie rekomendacji w zakresie transakcji od czasu przyjęcia Dyrektywy ISD wyodrębniły się z usług *private banking*u stanowiąc wyłączny przedmiot działalności uczestników rynku finansowego.

²²⁵ Oczekiwano spadku średniego kosztu kapitału o 0,5% i skutku w postaci wzrostu zatrudnienia o 0,5% i PKB o 1,1%, za: *Quantification of the macroeconomic impact of integration of EU financial markets*, London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic for the European Commission. November 2002.

²²⁶ Wcześniej posługując się procedurą Lamfalussy'ego przyjęto Dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku oraz Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniające dyrektywę 2001/34/WE.

i wykonania niezbędne było wydanie bardziej szczegółowych regulacji II poziomu. Odpowiednie środki wykonawcze zostały przyjęte w sierpniu 2006 roku²²⁷.

Wejście w życie Dyrektywy MiFID prawdopodobnie spowoduje w długim okresie daleko idące zmiany na europejskim rynku finansowym. Z jednej strony, Dyrektywa MiFID zawiera regulacje, które poprzez wprowadzenie jednolitej licencji dla szerszej grupy usług wzmocnią konkurencję, z drugiej zaś, znaczące rozszerzenie obowiązków informacyjnych wobec klientów wiązać się będzie dla firm inwestycyjnych z koniecznością poniesienia znaczących kosztów utrzymania zgodności działania z Dyrektywą MiFID. Oba te czynniki ze znaczącym prawdopodobieństwem wymuszą procesy konsolidacyjne na rynku usług finansowych, bowiem przewidziane Dyrektywą możliwości mogą znaleźć się poza zasięgiem finansowym małych i średnich uczestników rynku²²⁸. Jednocześnie, wprowadzenie Dyrektywy MiFID skutkować może szerszym wykorzystaniem zewnętrznych dostawców wyspecjalizowanych usług, których świadczenie jest wymagane przez uczestników rynku na rzecz odbiorców ich usług.

Co prawda, Dyrektywa MiFID zawiera wyraźne postanowienie, iż jej przepisów nie stosuje się do funduszy inwestycyjnych, spółek nimi zarządzających oraz depozytariuszy (art. 2 pkt 1 h), niezależnie od tego, czy są zharmonizowane z Dyrektywą UCITS. Jednakże w przypadku, gdy spółka zarządzająca prowadzi, oprócz zarządzania funduszami inwestycyjnymi, działalność w zakresie zarządzania portfelami instrumentów finansowych lub działalność w zakresie doradztwa lub przechowywania i administrowania w związku z tytułami uczestnictwa, w tym zakresie podlega regulacjom Dyrektywy MiFID. W szczególności dotyczy to obowiązków związanych ze strukturą organizacyjną, w tym wyodrębnieniem jednostek *compliance*, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, obostrzeń związanych z transakcjami osobistymi pracowników i zarządzaniem konfliktami interesów oraz obowiązków związanych z koniecznością oferowania klientom usług i

²²⁷ Mowa tutaj o Rozporządzeniu Komisji (WE) nr 1287/2006 (*Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive*, OJ L 241, 2.9.2006, s. 1) o Dyrektywie Komisji 2006/73/WE (*Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive*, OJ L 241, 2.9.2006, s. 26).

²²⁸ F. Haas, *The markets in financial instruments Directive: Banking on market and supervisory efficiency*, International Monetary Fund Working Paper WP/07/250, s. 10.

produktów odpowiadających ich poziomowi awersji do ryzyka, horyzontowi inwestycyjnemu i sytuacji majątkowej²²⁹.

Głównym aspektem działalności spółek zarządzających objętym regulacjami Dyrektywy MiFID jest dystrybucja tytułów uczestnictwa wykonywana przez podmioty inne niż spółka zarządzająca²³⁰. Jednocześnie, art. 3 Dyrektywy MiFID zezwala państwom członkowskim na wyłączenie stosowania jej postanowień do podmiotów, które przyjmują i przekazują do wykonania zlecenia klientów, odnoszące się do tytułów uczestnictwa. Z tego uprawnienia skorzystały przy implementacji Dyrektywy MiFID między innymi Niemcy²³¹.

W odniesieniu do rynku funduszy inwestycyjnych wskazuje się na następujące potencjalne konsekwencje wdrożenia Dyrektywy MiFID. Po pierwsze, przewidywane są znaczące zmiany w zakresie przejrzystości funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, w tym przede wszystkim zakresu informacji przekazywanych inwestorom. Po drugie, w związku z nałożonymi w Dyrektywie MiFID obowiązkami dotyczącymi pośredników pełniących rolę dystrybutorów tytułów uczestnictwa, przebudowie ulec może model dystrybucji funduszy inwestycyjnych²³². Jednocześnie, wskazuje się na zagrożenie spadku konkurencyjności funduszy inwestycyjnych wobec alternatywnych metod lokowania środków nieobjętych zakresem Dyrektywy MiFID (produkty strukturyzowane, plany emerytalne, produkty ubezpieczeniowe).

Tworzenie ram prawnych wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych przebiegało w dwóch etapach. W pierwszym z nich, wskutek wprowadzenia Dyrektywy UCITS oraz jej modyfikacji uzasadnionych potrzebami wzmocnienia wspólnego rynku stworzono ramy prawne dla tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych jako produktów finansowych. W drugim, wprowadzając Dyrektywę MiFID usystematyzowano proces dystrybucji funduszy inwestycyjnych dążąc do ujednoczenia poziomu ochrony inwestorów także na etapie oferowania im funduszy inwestycyjnych.

2.5. Wielkość i przedmiot opodatkowania

Opodatkowanie należy rozpatrywać z punktu widzenia ustrojowego, ekonomicznego i prawnego. **W aspekcie ustrojowym** podatek dotyczy bezpośrednio relacji państwo –

²²⁹ S. Janin, *MiFID impact on investment managers*, Journal of Financial Regulation and Compliance, 2007, Vol. 15, No. 1, s. 90.

²³⁰ Por. w tym zakresie *Working Document ESC-07-2007*, w którym Komisja odpowiadając na wątpliwości CESR w tym zakresie wyraźnie wskazała, że dla spółek zarządzających świadczących usługi w zakresie zarządzania portfelem instrumentów finansowych Dyrektywa MiFID znajdzie pełne zastosowanie.

²³¹ Art. 2a § 1 pkt 7 niemieckiej *Gesetz von 26.07.1994 über den Wertpapierhandel*.

²³² *Fund manager MiFID survey. Stage of readiness of the industry and impact assessment*. Pricewaterhouse Coopers. Luxembourg 2007.

obywatel i stąd ma duże znaczenie polityczne²³³. W państwach demokratycznych decyzja, jakiego rodzaju podatki mają być ustanawiane oraz jaką formę powinny przybierać, należy do organów ustawodawczych jako reprezentacji obywateli. Ograniczeniem dowolności w kształtowaniu podatków są zapisy konstytucji zawierające gwarancje praw ekonomicznych, w szczególności nienaruszalności prawa własności. Istnieje bowiem możliwość rozkładania obciążeń podatkowych zgodnie z wolą większości, z jednoczesnym pogwałceniem praw ekonomicznych mniejszości. Unormowania podatkowe w konstytucji mają charakter gwarancji przeciw samowoli politycznej. Ponadto, konstytucja jest aktem prawnym najwyższego rzędu wskazującym zasady stanowienia i stosowania prawa podatkowego²³⁴.

W ujęciu ekonomicznym, podatek jest formą przewłaszczenia na rzecz związku publicznoprawnego (państwa, samorządu) od podmiotów pozostających z nim w stosunku podporządkowania, części ich przychodów, dochodów lub majątku. Wielkość i zakres tego przewłaszczenia nie mogą być ustalone w sposób dowolny, lecz muszą uwzględniać zdolność płatniczą podatnika oraz fakt, iż każde źródło opodatkowania ma swoje granice wydajności fiskalnej, po których przekroczeniu następuje jego degradacja, w konsekwencji powodująca spadek dochodów publicznych.

W ujęciu prawnym, podatek jest publicznoprawnym, nieodpłatnym, przymusowym oraz bezzwrotnym świadczeniem na rzecz związku publicznoprawnego pobieranym na podstawie przepisów prawa²³⁵. Publicznoprawny charakter podatku jest pochodną faktu, iż władnym do jego nałożenia jest wyłącznie ustawodawca, który czyni to jednostronnie, korzystając z przysługującego mu władztwa. Konsekwencją nieodpłatności podatku jest fakt, że obowiązek jego uiszczenia jest niezależny od tego, czy podatnik korzysta ze świadczeń ze strony państwa (dóbr publicznych). Obowiązek zapłaty podatku obwarowany jest przymusem ze strony państwa. Bezzwrotność podatku oznacza, że z chwilą jego zapłaty podatek staje się częścią budżetu państwa i co do zasady nie ma ono obowiązku jego zwrotu.

Podatki pełnią następujące funkcje ekonomiczne²³⁶:

²³³ W. Przybylska – Kapuścińska, G. Borowski, *Opodatkowanie inwestycji jako czynnik determinujący rozwój polskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania*, w: *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, D. Dziawgo (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 369.

²³⁴ R. Mastalski, *Interpretacja prawa podatkowego. Źródła prawa podatkowego i jego wykładni*, Prawo CXCIII, Wrocław 1989, s. 107; C. Kosikowski, *Wybrane zagadnienia tworzenia prawa finansowego*, Wyd. Press, Warszawa 1995, s. 22; C. Kosikowski, *Źródła prawa podatkowego w świetle Konstytucji RP (wybrane zagadnienia)*, Glosa, 1999, Nr 7, s. 1.

²³⁵ E. Denek, J. Sobiech, J. Woźniak, J. Wierzbicki, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 100; A. Krajewska, *Podatki – Unia Europejska, Polska, kraje nadbałtyckie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 48.

²³⁶ K. Wach, *Systemy podatkowe w Unii Europejskiej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 2.

- funkcję fiskalną, jako że podstawową funkcją podatków jest pokrywanie zapotrzebowania państwa na dochód - w związku z nieustającym rozszerzaniem się funkcji państwa to zapotrzebowanie systematycznie rośnie²³⁷,
- funkcję redystrybucyjną, tj. odpowiedni podział dochodu narodowego, którego celem jest wyrównywanie dysproporcji społecznych,
- funkcję alokacyjną odnoszącą się do sterowania wielkością obciążeń podatkowych w sektorach, których szybkie tempo rozwoju albo ograniczenie rozwoju jest pożądane przez państwo,
- funkcję stymulacyjną polegającą na pobudzaniu gospodarki lub jej poszczególnych sektorów, głównie przez regulowanie wielkości obciążeń fiskalnych lub ulg inwestycyjnych.

Istnieją liczne klasyfikacje podatków – najbardziej rozpowszechnione z nich przedstawione są w tabeli 11.

Dla celów porównywania systemów podatkowych i wielkości obciążeń podatników powszechnie stosowana jest klasyfikacja opracowana przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (tabela 12).

Tabela 11. Klasyfikacja podatków

Kryterium podziału	Typy
przedmiot opodatkowania	podatki przychodowe podatki dochodowe podatki konsumpcyjne podatki majątkowe
podmiot opodatkowania	podatki od osób fizycznych podatki od osób prawnych
źródło opodatkowania	podatki bezpośrednie podatki pośrednie
okoliczności wprowadzenia podatku	podatki zwyczajne podatki nadzwyczajne
zakres obowiązywania podatku	podatki obligatoryjne podatki fakultatywne
podmiot nakładający podatek	podatki państwowe podatki regionalne podatki lokalne
charakter skali podatkowej	liniowa progresywna regresywna degresywna

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Wach, op.cit., s. 17

Generalnie uznanym faktem jest, że opodatkowanie wpływa na kierunki przepływu kapitału i decyzje inwestycyjne podejmowane przez konsumentów i innych uczestników

²³⁷ N. Gajl, *Teorie podatkowe w świecie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992, s. 124.

rynków. Czynniki podatkowe nabierają szczególnego znaczenia w sytuacji, gdy wpływ innych czynników kształtujących decyzje inwestycyjne jest marginalizowany wskutek procesów harmonizacyjnych²³⁸ zachodzących w Unii Europejskiej.

Tabela 12. Klasyfikacja podatków według OECD

1. Podatki od dochodów, zysków i kapitału
1.1 Opodatkowanie osób fizycznych w zakresie dochodów, zysku i kapitału 1.1.1 Podatek od dochodów i zysków (<i>investment income</i>) 1.1.2 Podatek od zysków kapitałowych (<i>capital gains</i>)
1.2 Opodatkowanie osób prawnych 1.2.1 Podatek od zysków (<i>corporation income</i>) 1.2.2 Podatek od zysków kapitałowych (<i>capital gains</i>) 1.3 Pozostałe podatki dochodowe (<i>miscellaneous income taxes</i>)
2. Składki na ubezpieczenie społeczne
2.1 Składki płacone przez pracowników (<i>employee's contributions</i>) 2.2 Składki płacone przez pracodawców (<i>employer's contributions</i>) 2.3 Składki płacone przez osoby samozatrudnione i niezatrudnione (<i>self-employed contributions</i>)
3. Podatki od wynagrodzeń płacone przez pracodawcę
3.1 Opodatkowanie pracodawców w zakresie zatrudniania pracowników (<i>payroll tax</i>)
4. Podatki od własności i majątku
4.1 Podatek od nieruchomości 4.1.1 Podatek od mieszkań i budynków mieszkalnych (<i>dwelling tax</i>) 4.1.2 Podatek od pozostałych nieruchomości (<i>real estate tax</i>)
4.2 Podatek od zysków z nieruchomości (<i>rental tax</i>) 4.2.1 Opodatkowanie osób fizycznych 4.2.2 Opodatkowanie przedsiębiorstw
4.3 Podatek od spadków i darowizn 4.3.1 Podatek od spadków (<i>inheritance tax</i>) 4.3.2 Podatek od darowizn (<i>gift tax</i>)
4.4 Podatek od transakcji finansowych i kapitałowych (<i>capital transactions tax</i>) 4.5 Pozostałe podatki od własności (<i>other property taxes</i>)
5. Podatki od usług
5.1 Podatki od produkcji, sprzedaży, transferu, leasingu i usług 5.1.1 Ogólne podatki konsumpcyjne 5.1.1.1 Podatek od wartości dodanej (<i>value added tax</i>) 5.1.1.2 Podatek od sprzedaży (<i>sales tax</i>) 5.1.1.3 Pozostałe podatki 5.1.2 Podatki od specjalnych dóbr i usług 5.1.2.1 Akcyza (<i>excise duty</i>) 5.1.2.2 Zyski z monopolii fiskalnych (<i>gambling tax</i>) 5.1.2.3 Cła importowe (<i>customs</i>) 5.1.2.4 Cła eksportowe (<i>export tax</i>) 5.1.2.5 Podatki od dóbr inwestycyjnych 5.1.2.6 Podatki od specjalnych usług 5.1.2.7 Pozostałe podatki międzynarodowe 5.1.2.8 Pozostałe podatki
5.2 Podatki od używania wybranych dóbr 5.2.1 Podatki od pojazdów osób fizycznych 5.2.2 Podatki od pojazdów przedsiębiorstw 5.2.3 Podatki od użytkowania pozostałych dóbr
6. Pozostałe podatki
6.1 Podatki od działalności gospodarczej (<i>business tax</i>) 6.2 Pozostałe podatki

Źródło: *Revenue statistics of OECD member countries 1965-1997*, OECD, Paris 1998

²³⁸ J. Chown, *Monetary Union and Tax Harmonization*, *Intertax International Tax Review*, Vol. 28, No. 3, 2000, s. 103.

Integracja europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych przebiegać powinna w dwóch etapach:

- w pierwszym z nich stopniowo znoszone są bariery administracyjne, których spełnienie jest warunkiem rozpoczęcia dystrybucji w państwie innym niż macierzyste (integracja formalna),
- w drugim etapie notyfikowane fundusze winny pozyskiwać inwestorów na nowym rynku dystrybucji (integracja faktyczna).

Dopiero integracja faktyczna prowadzić może do wzmocnienia konkurencji na krajowym rynku skutkującego uatrakcyjnieniem oferty funduszy i obniżeniem kosztów ponoszonych przez uczestników, jednakże warunkiem koniecznym integracji faktycznej jest skuteczne stworzenie efektywnych ram prawnych dla integracji formalnej.

Dotychczasowa analiza, zawarta w rozdziale drugim, dotyczyła wyłącznie podejmowanych na forum Unii Europejskiej wysiłków na rzecz integracji formalnej, choć w niektórych cytowanych dokumentach podkreśla się konieczność stworzenia warunków do rzeczywistego konkurowania na rynkach krajowych funduszy krajowych i zagranicznych o aktywa inwestorów²³⁹.

Opodatkowanie dochodów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych uznawane jest za najważniejszą pozycję kosztów ich uczestników²⁴⁰. Podstawa i wielkość opodatkowania będą zatem czynnikiem kształtującym krajowe rynki funduszy inwestycyjnych.

Wpływ opodatkowania na wielkość krajowego rynku funduszy inwestycyjnych winien być rozważany w dwóch aspektach:

- kształtu regulacji podatkowych w odniesieniu do alternatywnych sposobów lokowania środków, podstawy opodatkowania, wielkości stawek podatkowych i rodzajów przywilejów podatkowych związanych z osiągnięciem dochodów z tytułu lokowania w fundusze inwestycyjne oraz innych sposobów inwestowania, w tym w szczególności bezpośredniego lokowania w papiery wartościowe (aspekt wewnętrzny),

²³⁹ Jednym z celów strategicznych FSAP było stworzenie lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego, zakładających między innymi likwidację różnic w opodatkowaniu.

²⁴⁰ Opodatkowanie dywidend wypłacanych przez amerykańskie fundusze zmniejsza stopę zwrotu o 7.7 punktów procentowych, za: KMPG Peat Marwick LLP, *Tax-managed mutual funds and the taxable investor – 2000 Edition*, New York, s. 18. Średnia stopa zwrotu 1.201 amerykańskich funduszy akcji w latach 1988 – 2003 przed opodatkowaniem wynosiła 10,0%, po opodatkowaniu – 7,7% za: *Biting back at taxes: Exploring tax – managed mutual funds*, Alliance Bernstein Investment Research and Management, New York, December 2003.

- rodzaju obciążeń podatkowych w odniesieniu do lokowania środków w krajowe fundusze inwestycyjne (tzn. takie, które mają siedzibę na terytorium danego państwa) w porównaniu z obciążeniami, jakie wiążą się z lokowaniem środków w fundusze zagraniczne (tzn. takich, których siedziba znajduje się poza terytorium danego państwa).

Jednocześnie, podkreśla się, że różnice pomiędzy systemami podatkowymi w państwach należących do Unii Europejskiej, skutkujące różnym opodatkowaniem inwestycji w fundusze inwestycyjne krajowe i zagraniczne, są jedną z najważniejszych barier w procesie tworzenia zintegrowanego rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej²⁴¹.

Rozróżnia się dwa typy dyskryminacji podatkowej funduszy zagranicznych²⁴²:

- w prawodawstwie krajowym istnieją regulacje podatkowe odnoszące się bezpośrednio lub przez implikację – do funduszy zagranicznych,
- występują regulacje skutkujące pośrednią dyskryminacją funduszy zagranicznych, wyłączające możliwość korzystania przy inwestowaniu w fundusze zagraniczne przez inwestorów z przywilejów podatkowych istniejących dla lokat w fundusze krajowe²⁴³.

Jednocześnie, dyskryminacja podatkowa może występować w różnych postaciach. Powyższe związane jest z faktem, iż z punktu widzenia uczestnika funduszu istnieje osiem możliwych kombinacji kraju, w którym inwestuje fundusz, kraju macierzystego funduszu oraz kraju macierzystego inwestora (tabela 13).

Poszczególne systemy podatkowe w różny sposób kształtują podstawę i wielkość opodatkowania dochodów uzyskiwanych przez fundusze inwestycyjne oraz dochodów wypłacanych uczestnikom. Jednocześnie, do rzadkości należy obecnie pobieranie podatków od transakcji na rynku finansowym – podatek taki istnieje od 1986 roku w Wielkiej Brytanii i wynosi 0,5% wartości transakcji (*stamp duty reserve tax*)²⁴⁴. Wskazuje się, że nie tylko obniża on liczbę transakcji dokonywanych na giełdach w Wielkiej Brytanii, ale także

²⁴¹ F. Heinemann, *The benefits of creating an integrated EU market for investment funds*, Discussion Paper No. 02-27, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH, April 2002.

²⁴² Istnieją także przykłady dyskryminowania rodzimych funduszy wobec funduszy zagranicznych. Włoskie fundusze inwestycyjne zobowiązane są do zapłaty 12,5% podatku od zysków kapitałowych, obliczanego na podstawie dziennych transakcji i odprowadzania go raz w roku, podczas gdy fundusze zagraniczne mają możliwość zapłaty podatku dopiero w momencie wycofywania środków przez inwestora, por. R. Savona, *Tax-induced dissimilarities between domestic and foreign mutual funds in Italy*, Economic Notes, Vol. 35, No. 2, July 2006, s. 173.

²⁴³ PricewaterhouseCoopers, *Cross-border marketing of „harmonised” UCITS in Europe. Current situation, constraints and ways forward*, November 2001, s. 17.

²⁴⁴ www.hrmc.gov.uk

powoduje przesunięcie zainteresowania inwestorów w kierunku transakcji na instrumentach zwolnionych z tego podatku (instrumentach pochodnych).

Tabela 13. Schematy opodatkowania w zależności od kraju inwestycji, kraju siedziby funduszu i kraju rezydencji inwestora

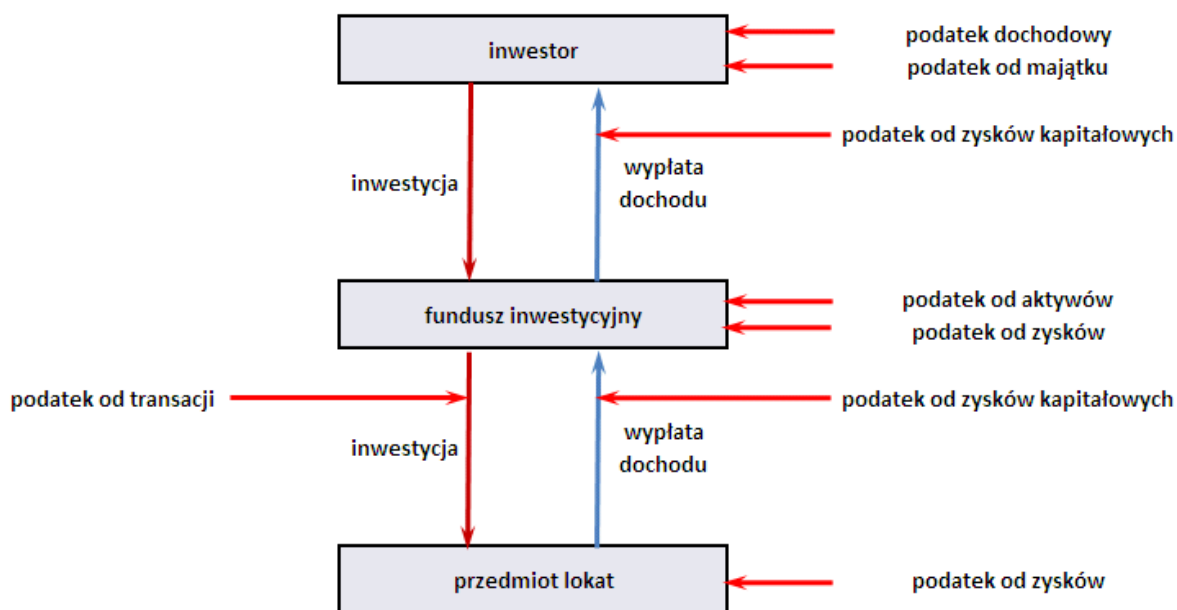
Źródło dochodów funduszu	Typ funduszu	Rezydencja inwestora
krajowe	krajowy	krajowa
krajowe	krajowy	zagraniczna
krajowe	zagraniczny	krajowa
krajowe	zagraniczny	zagraniczna
zagraniczne	krajowy	krajowa
zagraniczne	zagraniczny	krajowa
zagraniczne	krajowy	zagraniczna
zagraniczne	zagraniczny	zagraniczna

Źródło: *Taxation of cross-border portfolio investment. Mutual funds and possible tax distortions*, OECD Publishing, Paris 1999, s. 46

Schemat 6 przedstawia możliwe miejsca występowania opodatkowania w procesie lokowania środków inwestora w fundusze inwestycyjne oraz w procesie alokacji aktywów funduszy w instrumenty finansowe.

W odniesieniu do kształtu systemów podatkowych, zauważyć należy, że integracja europejska opiera się na harmonizacji przepisów krajowych poprzez wprowadzane na poziomie Unii akty prawne. Zgodnie z art. 249 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską organy Wspólnoty wydają rozporządzenia i dyrektywy, podejmują decyzje, wydają zalecenia i opinie.

Jednocześnie, brak w Traktacie przepisów zezwalających wprost na wydawanie aktów europejskich harmonizujących przepisy podatkowe. Jednakże, zgodnie z art. 94 i 95 Traktatu Rada, stanowiąc jednomyślnie na wniosek Komisji Europejskiej i po konsultacji z Parlamentem Europejskim, uchwała dyrektywy w celu zbliżenia przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych Państw Członkowskich, które mają bezpośredni wpływ na ustanowienie i funkcjonowanie wspólnego rynku. Dodatkowo, art. 95 ust. 2 przewiduje wyłączenie uproszczonego trybu podejmowania decyzji w celu *przyjęcia środków dotyczących zbliżenia przepisów ustawowych, administracyjnych i wykonawczych Państw Członkowskich*, dla przepisów podatkowych.



Schemat 6. Operacje mogące skutkować powstaniem obowiązków podatkowych

Źródło: opracowanie własne

Wskazany wymóg jednomyślności podejmowanych decyzji przy istnieniu rozbieżnych interesów państw członkowskich powoduje, że do 2001 roku przyjęte zostały zaledwie dwie dyrektywy dotyczące podatków bezpośrednich²⁴⁵. Począwszy od 2003 roku zauważalna jest zwiększona aktywność w zakresie przyjmowania dyrektyw harmonizujących podatki bezpośrednie²⁴⁶.

Istotnym z punktu widzenia opodatkowania lokat w fundusze inwestycyjne faktem było przyjęcie w 2003 roku dyrektywy o opodatkowaniu dochodów z oszczędności²⁴⁷. Jednakże, wskazana wyżej dyrektywa nie zawiera przepisów harmonizujących podstawę lub wielkość opodatkowania, lecz wyłącznie ma służyć zwalczaniu zjawiska unikania opodatkowania poprzez ustanowienie systemu wymiany informacji pomiędzy organami skarbowymi w zakresie dochodów uzyskiwanych przez nierezydentów z różnych form inwestowania.

²⁴⁵ Dyrektywa dotycząca opodatkowania spółek - matek i spółek – córek z siedzibą na terytorium różnych państw członkowskich *Council Directive 90/435/EEC on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries in different Member States*, (OJ L 225, 20.8.1990), s. 6 oraz Dyrektywa dotycząca opodatkowania przy transgranicznych fuzjach przedsiębiorstw *Council Directive 90/434/EEC on the common system of taxation applicable to mergers, division, transfer of assets and exchange of shares concerning companies of different Member States*, (OJ L 225, 20.8.1990, s. 1).

²⁴⁶ Wskazać należy na przyjęcie dyrektyw harmonizujących: (1) opodatkowanie spółek w ramach grup kapitałowych *Council Directive 2003/49/EC on a common system of transaction applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States*, (OJ L 157, 26.6.2003, s. 49) (2) opodatkowanie procesu podwyższania kapitału *Council Directive 2008/7/EC of 12 February 2008 concerning indirect taxes on the raising of capital*, (OJ L 46, 21.2.2008, s. 11).

²⁴⁷ *Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments*, (OJ L 157, 26.6.2003, s. 38).

Z punktu widzenia inwestorów lokujących środki poza państwem macierzystym, większe znaczenie niż wspomniana wyżej dyrektywa, mają umowy międzynarodowe dotyczące unikania podwójnego opodatkowania zawierane pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi w oparciu o art. 293 Traktatu. Umowy takie, odmiennie niż dyrektywy, nie stanowią jednak źródła prawa wspólnotowego i jako takie, nie mogą być podstawą dochodzenia jakichkolwiek roszczeń przed Europejskim Trybunałem Sprawiedliwości. Umowy te w odniesieniu do dochodów rezydentów, uzyskiwanych poza krajem rezydencji, przyjmują trzy metody rozliczania takich dochodów:

- metodę wyłączenia pełnego, polegającą na zwolnieniu z opodatkowania w kraju dochodów uzyskiwanych i opodatkowanych poza jego granicami,
- metodę wyłączenia z progresją, polegającą na zwolnieniu z opodatkowania dochodów uzyskanych w krajach innych niż państwo rezydencji oraz wliczaniu tych dochodów do dochodów uzyskanych w państwie rezydencji w celu ich jednolitego opodatkowania,
- metodę kredytu podatkowego, zgodnie z którą w kraju macierzystym przy obliczaniu wielkości zobowiązania podatkowego od wszystkich uzyskanych dochodów, niezależnie od położenia ich źródła, odliczeniu polegają podatki zapłacone za granicą²⁴⁸.

Z punktu widzenia konstrukcji systemu podatkowego w odniesieniu do dochodów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych wyróżnić można następujące modele:

- model, w którym dochody i wzrost wartości aktywów funduszu traktowane są na równi z dochodami i wzrostem wartości innych jednostek organizacyjnych, co powoduje znaczące obniżenie stóp zwrotu osiąganych przez inwestorów i ma charakter dyskryminujący wobec bezpośredniego lokowania środków przez inwestorów w papiery wartościowe²⁴⁹. Model ten w czystej postaci w praktyce nie występuje;
- model, w którym dąży się do zachowania neutralności opodatkowania w odniesieniu do funduszy i substytucyjnych produktów finansowych.

²⁴⁸ K. Wach, op. cit., s. 56.

²⁴⁹ W tym modelu podatek jest pobierany na poziomie emitentów udziałowych papierów wartościowych wchodzących w skład aktywów funduszu, a następnie na poziomie funduszu. W konsekwencji, system ten dyskryminuje fundusze, bowiem inwestor lokując środki bezpośrednio w udziałowe papiery wartościowe osiąga wyższą stopę zwrotu.

W drugim modelu zakłada się, że proces alokacji środków pomiędzy fundusze i produkty substytucyjne powinien opierać się na maksymalizowaniu efektywności, a nie poszukiwaniu rozwiązań efektywnych podatkowo²⁵⁰. Opodatkowanie jest neutralne, jeśli nie wpływa na decyzje inwestycyjne podejmowane przez inwestorów. Neutralność opodatkowania może być rozważana z dwóch punktów widzenia.

Po pierwsze, opodatkowanie inwestycji wpływa na podział dochodów pomiędzy inwestycje a konsumpcję²⁵¹. Wpływ ten jest jednak zależny od innych składników systemu podatkowego, w szczególności obecności i kształtu opodatkowania dochodów oraz opodatkowania konsumpcji²⁵².

Po drugie, opodatkowanie determinuje decyzje inwestorów w odniesieniu do sposobów inwestowania środków, bowiem wpływa na zamierzoną przez inwestora rentowność inwestycji i jej relację do podejmowanego ryzyka inwestycyjnego²⁵³, a więc w konsekwencji na wybór instrumentu, którego relacja ryzyka do zysku po opodatkowaniu odpowiada preferencjom inwestora²⁵⁴. Decyzje te zawsze obarczone są ryzykiem zmiany otoczenia prawno-podatkowego, bowiem celem prawidłowego oszacowania wpływu opodatkowania na różne substytucyjne formy inwestowania inwestor winien wziąć pod uwagę kształt i wielkość opodatkowania w momencie rozpoczęcia inwestycji, w trakcie jej trwania oraz w momencie jej zakończenia²⁵⁵. Jednocześnie, oczywiste jest, że inwestor nie może przewidzieć przyszłych zmian w polityce fiskalnej państwa w odniesieniu do opodatkowania dochodów z funduszy inwestycyjnych, co w konsekwencji powoduje, że każda decyzja inwestycyjna jest obarczona ryzykiem, wynikającym ze zmienności systemu podatkowego.

W modelu zakładającym dążenie do zachowania neutralności opodatkowania inwestycji kluczową kwestią jest rozwiązanie problemu opodatkowania zysków kapitałowych. Zyski te mogą być opodatkowane na poziomie emitenta instrumentów, w które

²⁵⁰ E. M. Zolt, *Taxation of investment funds*, w: V. Thuronyi (red.), *Tax law design and drafting*, vol. 2, International Monetary Fund, New York 1998, s. 6.

²⁵¹ Por. badania na podstawie danych z 21 państw należących do OECD w latach 1970-1994 odnoszące się do wpływu wielkości opodatkowania dochodów i konsumpcji na poziom oszczędności w relacji do PKB zawarte w: V. Tanzi, H. H. Zee, *Taxation and the household saving rate: Evidence from OECD countries*, Working Paper No. WP/98/36, International Monetary Fund, March 1998.

²⁵² OECD, *Taxation and Household Saving*, OECD Publishing, Paris 1994, s. 47.

²⁵³ B. D. Bernheim, *Taxation and Saving*, NBER Working Paper No. 7061, National Bureau of Economic Research, March 1999.

²⁵⁴ Por. badania nad efektami opodatkowania depozytów bankowych i funduszy dłużnych zawarte w: P. Honohan, *Taxation of financial intermediation theory and practice from emerging economies*, World Bank Publications, New York 2003, s. 97.

²⁵⁵ T. Viitala, *Taxation of investment funds in the European Union*, International Bureau of Fiscal Documentation, 2005, s. 326.

lokuje fundusz, na poziomie funduszu (w chwili uzyskania dochodu z tych instrumentów) lub na poziomie inwestora (gdy wypłaca on środki z funduszu)²⁵⁶. Najczęściej stosowanym systemem opodatkowania dochodów związanych z uczestnictwem w funduszach jest poddawanie obowiązkom podatkowym emitentów instrumentów finansowych oraz inwestorów przy jednoczesnym zwolnieniu podmiotowym funduszy z podatku dochodowego.

Opodatkowanie dochodów z uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych będzie neutralne wtedy, gdy kształt i wielkość obciążeń podatkowych inwestora lokującego w instrumenty finansowe za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego będzie tożsama z kształtem i wielkością obciążeń podatkowych nałożonych na inwestora lokującego bezpośrednio swoje aktywa w instrumenty finansowe.

W przypadku istnienia odmiennych reżimów podatkowych w odniesieniu do różnych kategorii funduszy albo różnych kategorii inwestorów, co ma miejsce w przypadku, gdy system podatkowy różnicuje kształt opodatkowania w zależności od typu funduszu inwestycyjnego albo typu inwestora, wyraźnie obserwowana jest zależność wielkości wpłat do poszczególnych funduszy od stóp zwrotu netto (po potrąceniu należnego podatku) osiągniętych przez te fundusze²⁵⁷.

Jednocześnie, dostrzegalna jest tendencja do poszukiwania rozwiązań minimalizujących efektywną stopę podatkową z punktu widzenia inwestorów lokujących w fundusze inwestycyjne. Tendencja ta nasila się wraz ze wzrostem natężenia procesów integracyjnych i przejawia się w umiejscawianiu siedziby funduszu inwestycyjnego / spółki zarządzającej w państwie, którego system podatkowy przewiduje relatywnie niewielkie obciążenia dla takiej działalności lub takim, które posiada z docelowym państwem dystrybucji umowę o unikaniu podwójnego opodatkowania, pozwalającą na minimalizowanie obciążeń podatkowych dla inwestorów związanych z inwestycją. Oczywiście jest bowiem, że inwestorzy aktywnie dążą do zoptymalizowania opodatkowania dochodów uzyskanych z lokat w instrumenty finansowe²⁵⁸. W tabeli 14 przedstawiono matrycę krajów siedziby funduszy inwestycyjnych, które oferowane są w innych jurysdykcjach.

²⁵⁶ J. M. Dickson, J. B. Shoven, *Taxation and mutual funds: Investor perspective*, w: *Tax policy and the economy*, J. M. Poterba (red.), MIT Press 1995, s. 152.

²⁵⁷ Por. badania stóp zwrotu netto i wpłat do 2.434 funduszy w latach 1976 – 1992 zawarte w M. J. Barclay, N. D. Pearson, M. S. Weisbach, *Open-end mutual funds and capital-gains taxes*, *Journal of Financial Economics*, July 1998, Vol. 49, No.1, s. 3 oraz badania stóp zwrotu netto i wpłat do 9.363 funduszy w latach 1993 – 1999 zawarte w D. Bergstresser, J. Poterba, *Do after-tax returns affect mutual fund inflows ?*, *Journal of Financial Economics*, March 2002, Vol. 63, issue 3, s. 381.

²⁵⁸ J. M. Poterba, A. S. Samwick, *Taxation and household portfolio composition: U. S. evidence from the 1980s and 1990s*, Working Paper 7392, National Bureau of Economic Research, October 1999.

Lokowanie siedziby spółki zarządzającej i funduszy inwestycyjnych w państwach o oferujących atrakcyjny system podatkowy dla tego typu działalności przyczyniło się do gwałtownego wzrostu liczby spółek i funduszy w Irlandii i Luksemburgu. Oba te kraje stosowały – celem przyciągnięcia inwestorów tworzących fundusze inwestycyjne – istotne zachęty podatkowe.

Tabela 14. Kraje siedziby i kraje docelowe dystrybucji funduszy inwestycyjnych (stan na 31 grudnia 2007)

	kraj siedziby funduszu inwestycyjnego																
	Austria	Belgia	Dania	Finlandia	Francja	Niemcy	Guernsey	Irlandia	Jersey	Lichtenstein	Luksemburg	Norwegia	Szwecja	Szwajcaria	Wielka Brytania	USA	Pozostałe
docelowy kraj dystrybucji	Andora										3						
	Austria	76			58	117		490		42	2925		5	32	99		3
	Belgia					56	9	120			1364				36		7
	Bułgaria	3									51				2		
	Cypr	4						26			100				2		
	Czechy	93	62				8	50			585			2	1		1
	Dania				2	4		110			671	5			39		
	Estonia				22						264		6		2		1
	Finlandia		12	1					169		1531		7		49		2
	Francja	16	74	14			23	516	30		2535		5	1	127	1	5
	Niemcy	110	95	46	2	172		698	30	51	3530		1	17	159	1	11
	Gibraltar							26	24	10	141				1		
	Grecja					2	5	21			534				3		2
	Guernsey							76	31		213				3		
	Węgry	1						4			96				3		
	Islandia						4				200				27		
	Irlandia					34		28		11	663				70		
	Wyspa Man							31	20		72				2		
	Włochy	28	28			117	5	377			2171				26		2
	Jersey							29	70		317				3		
	Łotwa	19			1						225		5		2		3
	Lichtenstein	1					11			12	476			58			
	Litwa				18						194				2		4
	Luxemburg		126	9	4	73	45	368	1			5	5	12	81		9
	Malta	4						41	10		116				2		
	Holandia		130	33	3	45	10	440	30		1984	12	5		86	1	3
	Norwegia		2	13	9			177			1049		12		25		2
	Polska	21		32							274				3		
	Portugalia						10	37			954				10		
	Słowacja	73	62					12			244				1		
	Słowenia	15					1	2			50				2		
	Hiszpania	1	22			71	11	432			2475				73		4
Szwecja		21		23	1		250	6		1383	13			23		3	
Szwajcaria	5	15	45		96	68	62	460	12	49	2571			101		5	
Wielka Brytania			33		14		27	703	40	1	1709					6	
RAZEM	394	725	226	84	743	327	172	5704	243	143	31670	35	51	122	1065	3	73

Źródło: Global Fund Distribution, PricewaterhouseCoopers, Luxembourg 2008

W Irlandii podmioty, podejmujące działalność w zakresie usług finansowych w Międzynarodowym Centrum Usług Finansowych w Dublinie (*International Financial Services Centre*), korzystały między innymi z obniżonej stawki podatku dochodowego od osób prawnych (z 32% do 10%), z dziesięcioletniego zwolnienia z podatku od nieruchomości oraz z korzystnych regulacji w zakresie odliczeń podatkowych. Zachęty o zbliżonym zakresie stosowane były przez Luksemburg.

Powyższe praktyki zostały uznane przez Komisję Europejską za szkodliwą konkurencję podatkową²⁵⁹, co w konsekwencji spowodowało stopniowe wygaszanie przywilejów podatkowych. Jednakże, wcześniej w znaczący sposób przyczyniły się do rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w Irlandii i Luksemburgu.

Drugim trendem wykorzystującym korzystne regulacje podatkowe, w szczególności odnoszące się do umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, jest lokowanie siedzib funduszy w jurysdykcjach, które umożliwiają korzystanie z takich umów zawartych z państwem, w którym fundusze będą oferowane. Powyższe prowadzi do sytuacji, w której spółka – matka z siedzibą w państwie A tworzy spółkę zarządzającą w państwie B tworzącą fundusze inwestycyjne, które oferowane są wyłącznie w państwie A, z uwagi na korzystne regulacje podatkowe z punktu widzenia inwestorów²⁶⁰.

W kolejnym rozdziale dokonana zostanie analiza otoczenia prawnego i podatkowego funduszy inwestycyjnych w badanych krajach w latach 1992 – 2007 w odniesieniu do tempa wdrażania wyżej wskazanych aktów prawa wspólnotowego, katalogu dopuszczalnych form organizacyjnych, specyficznych dla danego kraju regulacji prawnych oraz zasad opodatkowania obowiązujących w powyższym okresie.

²⁵⁹ Council of the European Union, *Code of conduct (business taxation)*, Brussels, November 1999, SN 4901/99, s. 61.

²⁶⁰ F. Heinemann, *The Benefits of creating an integrated EU market for investment funds*, w: *The incomplete European market for financial services*, P. Cecchini, F. Heinemann, M. Jopp (red.), Springer Verlag, Mannheim 2003, s. 91.

Rozdział III

Analiza otoczenia prawnopodatkowego determinującego rozwój wybranych rynków funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej w latach 1992 – 2007

Światowy rynek funduszy inwestycyjnych rozwija się bardzo dynamicznie od lat osiemdziesiątych XX wieku. Pierwotnie, intensywny rozwój dotyczył Stanów Zjednoczonych, od połowy lat osiemdziesiątych XX wieku – także niektórych krajów europejskich. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku w części krajów Unii Europejskiej rynek funduszy inwestycyjnych rozrastał się niezwykle dynamicznie, w niektórych z nich rozwój ten następował z bardzo niskiego poziomu (Irlandia), w innych – był konsekwencją długotrwałego istnienia rynku (Francja).

Krajowe rynki instytucji wspólnego inwestowania w poszczególnych państwach europejskich historycznie nie rozwijały się w sposób równomierny. Istnieją liczne hipotezy tłumaczące ten stan rzeczy, wiążące stopień rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych z wielkością rynku finansowego, poziomem wzrostu gospodarczego, jakością otoczenia prawnego, w jakim działają pośrednicy finansowi, w tym fundusze inwestycyjne, a także czynnikami o charakterze socjologicznym.

Idea wspólnego finansowania ryzykownych przedsięwzięć gospodarczych celem dzielenia ryzyka utraty kapitału w razie niepowodzenia podejmowanej wspólnie działalności gospodarczej ma wielowiekową historię¹. Jednakże, dopiero w pierwszej połowie XX wieku pojawił się masowy popyt na instrumenty emitowane przez instytucje najczęściej przybierające formy spółek generowany przez podmioty, dla których inwestycja taka miała być źródłem dodatkowych przychodów, przy zamiarze ograniczenia ryzyka związanego z inwestycją.

Historycznie katalizatorem regulacji rynku finansowego były zazwyczaj kryzysy finansowe i skandale wywołane przez przestępstwa dokonane na szkodę inwestorów. Także w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych wprowadzanie zasad funkcjonowania funduszy oraz ich modyfikacje były dokonywane w okresach szczególnie niskiego poziomu zaufania inwestorów do rynku finansowego.

W pierwszym okresie wprowadzano ogólne ramy tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz nadzoru nad nimi, a później – modyfikowano i uszczegóławiano je poprzez wprowadzenie rozwiązań poprawiających efektywność tych regulacji. Bardziej szczegółowo proces kształtowania się ram prawnych funkcjonowania

¹ Szerzej o historii instytucji wspólnego inwestowania w rozdziale pierwszym.

rynków finansowych oraz funduszy inwestycyjnych, a także zakresu uprawnień uczestników został przedstawiony w rozdziale drugim.

Od momentu określenia ram organizacyjnych dotyczących funkcjonowania instytucji tego typu można mówić o powstaniu rynku funduszy inwestycyjnych. Rynek funduszy inwestycyjnych jest kształtowany przez czynniki prawne działające:

- bezpośrednio,
- pośrednio.

Bezpośrednio na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych wpływają specjalistyczne regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych kształtujące wachlarz dopuszczalnych form organizacyjnych, sposób funkcjonowania funduszu, obowiązki wobec inwestorów oraz sposób sprawowania nadzoru nad rynkiem funduszy. Regulacje te zazwyczaj zawarte są w odrębnym akcie prawnym i aktach wykonawczych.

Pośrednio rynek funduszy inwestycyjnych jest kształtowany przez całokształt regulacji prawnych obowiązujących w danym systemie prawnym. Akty najwyższego rzędu tj. normy konstytucyjne, kształtują hierarchię wartości prawnych chronionych przez dany system prawny.

Najistotniejszą wartością dla wzrostu rynku finansowego, w tym rynku funduszy inwestycyjnych wydaje się zakres ochrony, jaką normy konstytucyjne i akty niższego rzędu (ustawy i akty wykonawcze) zapewniają prawu własności.

Zakres ochrony własności oraz katalog istniejących w danym systemie prawnym uprawnień w przypadku naruszenia własności determinuje skłonność inwestorów do udostępniania nadwyżek środków pieniężnych kapitałobiorcom. Im szersza jest bowiem ochrona prawa własności i większy katalog uprawnień przysługujących wierzycielowi wobec dłużnika, tym ryzyko braku zaspokojenia długu jest niższe, a w konsekwencji – kapitałodawca jest w wyższym stopniu skłonny udostępniać swoje nadwyżki finansowe.

Wśród regulacji mających szczególnie istotne znaczenie dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych wskazać należy także na te dotyczące funkcjonowania rynku finansowego w ogólności. Rynek pośredników finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych, nie może istnieć bez skutecznie działającego i rozwiniętego rynku finansowego, stąd im bardziej efektywne i elastyczne regulacje wspomagają rozwój rynku finansowego, tym generowany jest silniejszy impuls do rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Szczególne znaczenie dla rozwoju rynku finansowego mają regulacje, które poprzez gwarantowanie skutecznego nadzoru nad rynkiem i wspomaganie jego przejrzystości, budują zaufanie inwestorów do rynku i podmiotów na nim funkcjonujących.

Inną grupą regulacji prawnych o istotnym znaczeniu dla rynku funduszy inwestycyjnych są regulacje podatkowe, które bezpośrednio wpływają na atrakcyjność funduszy jako sposobu lokowania oszczędności. Oddziałują one na wielkość opodatkowania samych funduszy, jak i inwestorów powierzających im aktywa, wpływając na stopy zwrotu netto osiągnięte przez inwestorów. Opodatkowanie, mimo że kształtowane przez obowiązujące przepisy prawa, nie ma charakteru czynnika prawnego *sensu stricto*, stąd zostało wyodrębnione z analizy czynników o charakterze prawnym.

Dynamika rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych jest zależna od wytyczonych przez ustawodawcę ram tego rynku oraz czynników ekonomicznych, które wpływają na popyt na fundusze inwestycyjne oraz determinują ich podaż.

Celem identyfikacji czynników, które wpływały na krajowe rynki funduszy inwestycyjnych, dokonano wyboru siedmiu rynków krajowych (Francji, Luksemburga, Niemiec, Hiszpanii, Włoszech, Wielkiej Brytanii oraz Irlandii), które w latach 1992 – 2007 posiadały najwyższy udział w rynku europejskim mierzony wartością aktywów netto funduszy inwestycyjnych z siedzibą w danym kraju. Dodatkowo, kraje te przez cały badany okres pozostawały członkami Unii Europejskiej, co skutkowało podleganiem przez nie tożsamym regulacjom unijnym w zakresie funkcjonowania rynków finansowych.

Okres badania został ograniczony do lat 1992 – 2007, co uzasadnione jest dostępnością danych dotyczących samego rynku funduszy, jak i jego otoczenia prawnego i ekonomicznego.

Przyjętymi miernikami wielkości krajowych rynków funduszy inwestycyjnych jest **liczba funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w danym kraju** oraz **wielkość aktywów netto zarządzanych przez te fundusze**.

Mierniki te nie są optymalne dla mierzenia zmian wielkości krajowego rynku funduszy inwestycyjnych z następujących względów:

- na wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze zarejestrowane w danym kraju wpływają dwa czynniki: (1) saldo wpłat i wypłat dokonywanych przez uczestników w danym okresie oraz (2) wyniki zarządzania aktywami zgromadzonymi przez fundusze. Z punktu widzenia badania funduszy inwestycyjnych jako formy oszczędzania (ujęcie mikroekonomiczne) badanie wielkości rynku funduszy przy użyciu ich wartości aktywów netto wydaje się nieakceptowalne, z punktu widzenia zaś znaczenia funduszy inwestycyjnych na rynku finansowym oraz w gospodarce (ujęcie makroekonomiczne) ujmowanie

całości środków, jakimi w danym okresie zarządzają fundusze, uznane zostało za możliwe do przyjęcia.

- Wraz z tworzeniem się jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych przyspieszeniu ulegał proces polegający na tworzeniu funduszy inwestycyjnych w kraju A celem oferowania ich w kraju B Unii Europejskiej. Proces ten wzmacniany był przez korzystne regulacje prawne dla podejmowania działalności przez spółki zarządzające oraz powstawanie różnic w opodatkowaniu pomiędzy funduszami domicylowanymi w kraju A a funduszami zagranicznymi (funduszami z siedzibą w innym kraju UE prowadzącymi dystrybucję transgraniczną). W konsekwencji, ujmowanie wielkości rynku funduszy na podstawie liczby i aktywów netto funduszy zarejestrowanych w kraju A prowadzi do sytuacji, gdy fundusze te oraz aktywa przez nie pozyskane nie są wliczane do liczby i aktywów netto funduszy kraju B, w którym prowadzą dystrybucję. Jakkolwiek uznać należy powyższą wadę za istotną, to brak jest wiarygodnych danych dotyczących liczby funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w kraju A, które dystrybuują tytuły uczestnictwa wyłącznie w kraju B oraz brak jest analogicznych zagregowanych danych dotyczących aktywów pozyskanych w kraju B².

Biorąc jednak pod uwagę cel badania prowadzący się do identyfikacji czynników determinujących wielkość i strukturę krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, do którego zaliczane są także fundusze inwestycyjne utworzone w danym kraju, a dystrybuujące tytuły uczestnictwa wyłącznie w innym, mimo wyżej wskazanych wad mierników odnoszących się do wartości aktywów netto, takie podejście wydaje się odpowiednie. Dla rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, oprócz popytu wewnętrznego na fundusze inwestycyjne, kluczowe są ramy prawne wyznaczone dla tej działalności oraz wielość form organizacyjnych przewidzianych dla tworzonych funduszy, ich elastyczność oraz zasady opodatkowania.

Do czynników prawnopodatkowych, kształtujących krajowe rynki instytucji wspólnego inwestowania w analizowanych krajach, należą:

- regulacje prawne,
- dopuszczalne formy organizacyjne,
- regulacje podatkowe.

² Zjawisko to powoduje, że aktywa netto funduszy zagranicznych rosną znacząco szybciej niż aktywa netto funduszy krajowych. Na podstawie fragmentarycznych danych można wskazać, że w latach 2003 – 2006 we Francji średnioroczny wzrost aktywów funduszy krajowych wynosił 13,7%, zaś funduszy zagranicznych – 33,3%, w Niemczech odpowiednio 7,6% i 20,6%, a we Włoszech – 0,6% i 23,7% za: EFAMA Fact Book 2007, s. 43.

Szczegółowa analiza zmian ustawodawczych w badanych krajach w latach 1992 – 2007 została zawarta w tabeli 15 i tabeli 16. Jednocześnie, charakter zmian otoczenia prawnego przed 1992 rokiem przedstawiono analizując odrębnie badane kraje.

3.1. Regulacje prawne poprzedzające Dyrektywę UCITS

Francja

Pierwsze regulacje, wprowadzające do francuskiego systemu prawnego możliwość tworzenia instytucji wspólnego inwestowania, weszły w życie w 1945 roku³. Początkowo, wyłącznie dopuszczalną formą były spółki inwestycyjne o charakterze zamkniętym (*société d'investissement à capital fixe* - SICAF), które okresowo emitowały papiery wartościowe dla nowych inwestorów. Od 1945 roku istniały także regulacje dotyczące *Sociétés nationales d'investissement* – SNI, które nie są instytucjami wspólnego inwestowania w rozumieniu *Monetary and Financial Code*. SNI są przedmiotem specjalnej regulacji⁴ i mogą być tworzone na mocy decyzji najwyższego sądu administracyjnego (*Conseil d'Etat*), na wniosek ministra gospodarki i finansów. Zadaniem SNI jest zarządzanie majątkiem publicznym.

Od 1963 roku⁵ możliwe było tworzenie i oferowanie spółek inwestycyjnych (*société d'investissement à capital variable* - SICAV), które w regularnych odstępach czasu zbywały tytuły uczestnictwa nowym inwestorom i odkupywały je od inwestorów zamierzających zamknąć swoje pozycje. Zasady tworzenia i oferowania SICAV zostały gruntownie zmienione w 1979 roku⁶.

W 1970 roku skodyfikowano regulacje dotyczące instytucji lokujących aktywa w nieruchomości (*société civile de placement immobiliser* – SCPI).

W 1979 roku wprowadzono do francuskiego systemu prawnego możliwość powoływania funduszy powierniczych (*fonds communs de placement* - FCP), tj. instytucji, które umożliwiały uczestnikom współposiadanie instrumentów finansowych i jednocześnie nie posiadały osobowości prawnej⁷.

Regulacje te jednak nie chroniły w dostateczny praw inwestorów. W szczególności, relacja pomiędzy FCP, SICAV i instytucjami finansowymi będącymi ich promotorami (założycielami) była na tyle silna, że powodowała powstawanie konfliktów interesów.

³ *Ordonnance no 45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement* (JORF du 5 novembre 1945, s. 7290).

⁴ Zawartej w art. 1 – 5 *Ordonnance no 45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement*

⁵ Powyższe było możliwe dzięki wejściu w życie *Décret n°63-966 du 20 septembre 1963* (JORF du 22 septembre 1963, s. 8562)

⁶ *Loi n°79-12 du 3 janvier 1979 relative aux sociétés d'investissement à capital variable* (JORF du 4 janvier 1979 s. 22).

⁷ *Loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement* (JORF du 14 juillet 1979, s. 1831).

Jednocześnie, pierwotnym celem wykorzystywania tych instytucji było zarządzanie portfelami papierów wartościowych należących do promotora, co w oczywisty sposób prowadziło do przedkładania jego interesu nad interes pozostałych uczestników⁸. Konsekwencją tego stanu rzeczy była niewielka popularność FCP i SICAV jako sposobu gromadzenia oszczędności przez gospodarstwa domowe i konieczność znaczącej rewizji ustawodawstwa dotyczącego funduszy inwestycyjnych we Francji.

Luksemburg

Do początku lat osiemdziesiątych XX wieku nie było w Luksemburgu odrębnych regulacji dotyczących tworzenia i funkcjonowania instytucji zbiorowego inwestowania, a instytucje były tworzone w oparciu o wypracowaną praktykę i regulacje dotyczące spółek pochodzące z 1929 roku⁹. Regulacje te były jednak wysoce nieprzystosowane do działalności spółki skupiającej wielu inwestorów, której wyłącznym przedmiotem działalności było lokowanie środków spółki w instrumenty finansowe.

Mimo, że pierwsza instytucja zbiorowego inwestowania powstała w Luksemburgu już w 1959 roku, pierwsze szcątkowe regulacje odnoszące się do tworzenia funduszy inwestycyjnych zostały wydane w 1965 roku¹⁰. Kompleksowa regulacja dotycząca funduszy i nadzoru nad nimi została wydana 12 grudnia 1972 roku¹¹. Sam rynek, z uwagi na brak regulacji prawnych, pozostawał w uśpieniu¹² do 1983 roku¹³, kiedy wprowadzono możliwość tworzenia spółek o zmiennym kapitale i utworzono organ nadzoru nad rynkiem finansowym (*l'Institut Monétaire Luxembourgeois*¹⁴).

Niemcy

Pierwszy niemiecki fundusz inwestycyjny został założony w 1949 roku¹⁵. Pierwsza kompleksowa regulacja dotycząca tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych pochodziła z 1957 roku¹⁶.

⁸ www.ibfd.com

⁹ *Loi du 31 juillet 1929 sur le régime fiscal des sociétés de participations financières*, (Mémorial A n° 39, s. 6850).

¹⁰ Dotyczyły wyłącznie minimalnych wymogów podejmowania i prowadzenia działalności. Nie przewidywały natomiast jakiegokolwiek nadzoru państwa nad funduszami inwestycyjnymi.

¹¹ *Arrêté grand-ducal du 22 décembre 1972 ayant pour objet le contrôle des fonds d'Investissement*, (Mémorial A n° 80, s. 2112).

¹² Y. Prussen, *Implementation of UCITS Directive in Luxembourg*, *International Business Lawyer*, November 1998, Vol. 16, p. 461.

¹³ *Loi du 21 août 1983 relative aux organismes de placement collectif*, (Mémorial A n° 68, s. 1461).

¹⁴ W 1998 roku został on zastąpiony przez komisję papierów wartościowych (*Commission de Surveillance du Secteur Financier - CSSF*).

¹⁵ N. Walter, R. von Rosen, *German Financial Markets*, Woodhead Publishing, Cambridge 1995, s. 79.

¹⁶ *Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften und der Gewerbeordnung (Zweiter Teil des Gesetzes über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile, über die Besteuerung ihrer*

W odniesieniu do oferowania zagranicznych funduszy na terytorium Niemiec od 1969 roku obowiązywała ustawa¹⁷ regulująca proces dopuszczenia na rynek niemiecki. Jej powstanie wiązało się ze skandalem dotyczącym lokat w akcje *Investors Overseas Services Ltd*¹⁸, szwajcarskiej spółki oferującej głównie w Niemczech tytuły uczestnictwa zarządzanych przez siebie funduszy inwestycyjnych, które lokowały środki w inne fundusze zarządzane przez ten sam podmiot i która będąc swoistą piramidą finansową, upadła wobec zmasowanych wypłat klientów.

Dodatkowo, ponieważ prawo niemieckie traktuje fundusze jako specjalne banki, podlegają one także częściowo regulacjom dotyczącym funkcjonowania banków¹⁹.

Wobec znacznego odpływu środków do Luksemburga w drugiej połowie lat osiemdziesiątych dokonano w 1990 roku nowelizacji prawa dotyczącego funkcjonowania funduszy inwestycyjnych między innymi poprzez nieznaczne złagodzenie wymogów i limitów inwestycyjnych dla funduszy nonUCITS. Powyższe nie zapobiegło jednak dalszemu odpływowi aktywów na rzecz funduszy luksemburskich.

Wielka Brytania

Brytyjski rynek funduszy inwestycyjnych należy do najstarszych na świecie. Pierwsze fundusze inwestycyjne typu korporacyjnego (*investment trust*) pojawiły się w Wielkiej Brytanii w 1868 roku²⁰. Innym typem instytucji zbiorowego inwestowania są tworzone w oparciu o *Limited Partnership Act 1907* spółki osobowe. Z uwagi na dużą elastyczność i słabą ochronę praw wspólników wykorzystywane są one przez inwestorów instytucjonalnych oraz zamożnych inwestorów prywatnych do lokowania środków w przedsięwzięcia typu *start-up* oraz inwestycje *venture capital*.

Cechą charakterystyczną brytyjskiego rynku były wprowadzone w 1986 roku²¹ uprzywilejowane podatkowo programy systematycznego oszczędzania – PEP (*personal equity plan*), umożliwiające coroczne lokowanie określonej kwoty (początkowo £ 6.000) w notowane akcje spółek brytyjskich i europejskich. Wraz z rozszerzeniem spektrum dopuszczalnych lokat o fundusze inwestujące co najmniej 50% aktywów w akcje i

Erträge sowie zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften) vom 28. Juli 1969, (BGBl. I S. 986, 992).

¹⁷ *Gesetz über steuerliche Maßnahmen bei Auslandsinvestitionen der deutschen Wirtschaft vom 18. August 1969 (BGBl. I S. 1211, 1214).*

¹⁸ R. Maurer, *Institutional Investors in Germany: Insurance Companies and Investment Funds*, Center for Financial Studies, CFS Working Paper no. 2003/14, Frankfurt, s. 32.

¹⁹ Głównie dotyczy to *Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2776).*

²⁰ Pierwszym był założony w 1868 roku *Foreign & Colonial Investment Trust*.

²¹ *Personal Equity Plans Regulations 1986.*

instrumenty dłużne wyżej wskazanych emitentów, PEP stanowiły istotny czynnik wzmagający napływ środków do funduszy.

Hiszpania

Pierwsze regulacje umożliwiające tworzenie instytucji zbiorowego inwestowania w Hiszpanii pochodzą z 1958 roku²². Jednakże, do czasu uchwalenia nowej regulacji w 1984 roku²³, która została znacząco znowelizowana w 1990 roku, rynek pozostawał w uśpieniu. Rozwój hiszpańskiego rynku funduszy inwestycyjnych nastąpił dopiero w latach dziewięćdziesiątych XX wieku.

Irlandia

Możliwość tworzenia funduszy inwestycyjnych w Irlandii istniała od 1972 roku. Pierwszą kategorią funduszy, były fundusze powiernicze (*unit trusts*), których popularność była niewielka i które zostały wyparte z rynku przez fundusze inwestycyjne innych typów wprowadzone później do irlandzkiego porządku prawnego. Fundusze typu korporacyjnego początkowo były tworzone w oparciu o *Companies Act 1963*, wielokrotnie nowelizowany i zastąpiony nową regulacją w 1999 roku (*Companies Act 1999*).

Włochy

Do 1983 roku we Włoszech dystrybuowane były wyłącznie tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych na podstawie regulacji z 1956 roku²⁴. Mimo, że w 1977 roku wprowadzono pierwsze regulacje dotyczące funkcjonowania rynku finansowego, pierwsze unormowania dotyczące tworzenia i funkcjonowania włoskich funduszy inwestycyjnych pochodzą z 1984 roku.

3.2. Rola Dyrektywy UCITS w kształtowaniu rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1985 – 2007

Przyjęcie Dyrektywy UCITS w dniu 24 grudnia 1985 roku zapoczątkowało proces wyodrębniania się z krajowych rynków funduszy inwestycyjnych segmentu funduszy zorganizowanych zgodnie z Dyrektywą i jednocześnie otwarcia rynków krajowych na konkurencję ze strony funduszy UCITS, zarejestrowanych w innych państwach członkowskich.

Przenoszenie do ustawodawstw krajowych przepisów odnoszących się do jednolitej licencji nie następowało jednocześnie. Pierwszym krajem, który wdrożył Dyrektywę UCITS

²² *Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria.*

²³ *Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, (Boletín Oficial del Estado, 27 Diciembre 1984 (núm. 0310)).*

²⁴ *Legislative Decree 476/1956*

był Luksemburg (30 marca 1988). W terminie wskazanym w Dyrektywie wdrożenie nastąpiło jeszcze w Irlandii, Włoszech, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii (w 1989 roku). Mimo wskazania w Dyrektywie UCITS terminu do jej wdrożenia do ustawodawstw krajowych (1 października 1989), w niektórych z analizowanych krajów w celu ochrony lokalnego rynku przed otwarciem się na fundusze zagraniczne proces wdrożenia Dyrektywy UCITS był opóźniany. W Niemczech nastąpiło ono dopiero ustawą z dnia 16 lutego 1990 roku²⁵. We Francji, w której obawy przed otwarciem rynku były najsilniejsze, wdrożenie Dyrektywy UCITS nastąpiło dopiero jesienią 1990 roku.

Rozpoczęcie stosowania Dyrektywy uwypukliło niedoskonałości przepisów hamujące rozwój wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych w Europie²⁶. Stąd, od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku prowadzone były prace nad nowelizacją Dyrektywy, które wskutek braku wspólnego stanowiska zakończyły się dopiero przyjęciem tzw. Dyrektywy UCITS III w 2002 roku. Niezależnie od powyższego, w poszczególnych krajach były na bieżąco dokonywane zmiany otoczenia prawnego funduszy, zarówno w segmencie UCITS, jak i w segmencie nonUCITS. Nowelizacje te z jednej strony miały tworzyć nowe możliwości w zakresie oferty produktowej spółek zarządzających, z drugiej – podnosić poziom ochrony inwestorów.

Dyrektywy, nowelizujące Dyrektywę UCITS w 2002 roku²⁷, przewidywały termin wdrożenia nowelizacji do ustawodawstw krajowych do dnia 13 sierpnia 2003 roku. Ponownie, jako pierwszy członek EU wdrożył je Luksemburg w grudniu 2002 roku. W pozostałych krajach członkowskich stało się to w 2003 roku, przy czym warto zauważyć, że ponieważ przepisy dyrektyw nowelizujących Dyrektywę UCITS nadawały dodatkowe uprawnienia w zakresie jednolitej licencji, w interesie państw członkowskich leżało ich możliwie szybkie wdrożenie, bowiem w przeciwnym wypadku osłabiona zostałaby konkurencyjność funduszy macierzystych na rynkach zagranicznych. Stąd, w przeciwieństwie do pierwotnej wersji Dyrektywy UCITS, w żadnym z analizowanych krajów nie doszło do przekroczenia terminu wdrożenia wskazanego w Dyrektywie UCITS III.

²⁵ C. Graf Hardenberg, *Amendment of German Investment Fund Laws*, International Business Lawyer, 1990, No. 18, s. 224.

²⁶ D. Ciani, *European Investment Funds: The UCITS Directive 1985 and the objectives of the proposal for a UCITS II Directive*, Journal of Financial Regulation and Compliance, 1996, Vol. 4, issue 2, s. 150.

²⁷ Dyrektywa 2001/107/EC i Dyrektywa 2001/108/EC przyjęte w dniu 13 lutego 2002 roku.

Tabela 15. Zmiany regulacji prawnych funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach w latach 1985 - 1996

kraj	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Francja				Nowelizacja regulacji dot. SICAV i FCP ²⁸ . Wprowadzenie FCC ²⁹ .	Zmiana regulacji dotyczących publicznego oferowania papierów wartościowych ³⁰ .			Wprowadzenie PEA ³¹ .				
Luksemburg				Wdrożenie Dyrektywy UCITS (jako pierwszy członek UE) ³² . Wprowadzenie funduszy parasolowych.			Wprowadzenie funduszy specjalnych dla inwestorów instytucjonalnych ³³ . Wprowadzenie funduszy <i>hedge</i> ³⁴ .					
Niemcy						Wdrożenie Dyrektywy UCITS ³⁵ .				Gruntowna nowelizacja KAGG – wprowadzenie funduszy rynku pieniężnego.		
Wielka Brytania	Nowelizacja prawa spółek i funduszy działających w formie spółek ³⁶ .	Gruntowna nowelizacja przepisów dotyczących produktów finansowych ³⁷ .			Nowelizacja zasad opodatkowania PEP ³⁸ .						Wprowadzenie <i>venture capital trusts</i> ³⁹ i OEIC ⁴⁰ .	

²⁸ *Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances* (JORF du 31 décembre 1988 s. 16736)

²⁹ *Fonds commun de créances* – fundusze sekurytyzacyjne

³⁰ *Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier* (JORF du 4 août 1989 s. 9822)

³¹ *Plan d'Épargne en Actions* – plany oszczędnościowe na cele emerytalne korzystające z przywilejów podatkowych

³² *Loi du 23 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif* (Mémorial A n° 13, s. 140).

³³ *Loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public*, (Mémorial A n° 49, s. 995).

³⁴ Tworzone na mocy *Circulaire IML 91/75 de 21 janvier 1991 concerne: révision et refonte des règles auxquelles sont soumis les organismes luxembourgeois qui relèvent de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif*.

³⁵ Nowelizacja KAGG z 16 lutego 1990.

kraj	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Hiszpania				Przyjęcie ustawy o rynkach finansowych ⁴¹		Nowelizacja przepisów dotyczących funduszy inwestycyjnych ⁴² .						
Irlandia			Powołanie Międzynarodowego Centrum Usług Finansowych w Dublinie.		Wdrożenie Dyrektywy UCITS ⁴³ .	Reforma prawa funduszy (<i>Unit Trusts Act 1990</i>) i <i>Companies Act 1990</i> .				Wprowadzenie <i>Investment Limited Partnership</i> ⁴⁴ .		
Włochy								Wprowadzenie regulacji zezwalających na dystrybucję zagranicznych funduszy nonUCITS ⁴⁵ . Wprowadzenie SICAV ⁴⁶ .	Wprowadzenie funduszy zamkniętych ⁴⁷ .			

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy ustawodawstw krajowych

³⁶ *Companies Act 1985*

³⁷ *Financial Services Act 1986*

³⁸ *Personal Equity Plan (Amendment) Regulations 1989*

³⁹ *Secs. 70-73 and Schedules 14-16 of the 1995 Finance Act oraz Statutory Instrument 1995 No. 1979*

⁴⁰ *Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996* uchwalone 11 listopada 1996.

⁴¹ *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, (Boletín Oficial del Estado, de 29 julio 1988).

⁴² *Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 16 Noviembre 1990, núm. 275).

⁴³ *Statutory Instrument 78 of 1989 (SI78) "European Communities (undertakings for collective investment in transferable securities) Regulations 1989"*

⁴⁴ *Investment Partnership Act 1994*.

⁴⁵ *Legislative Decree 82/1992*

⁴⁶ *Legislative Decree 84 of 25 January 1992*

⁴⁷ *Law 344/1993*

Tabela 16. Zmiany regulacji prawnych funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach w latach 1997 - 2007

kraj	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Francja	Wprowadzenie FCPI ⁴⁸ .	Wprowadzenie funduszy funduszy, funduszy <i>master</i> – <i>feeder</i> , funduszy z subfunduszami ⁴⁹ .		Nowelizacja i kodyfikacja prawa funduszy inwestycyjnych ⁵⁰	Nowelizacja prawa spółek – zmiana uprawnień organów SICAV.		Wprowadzenie SIIC, Wprowadzenie ⁵¹ PERP ⁵² i PERCO ⁵³ Wdrożenie UCITS III ⁵⁴	Wprowadzenie FPI i SPPICAV ⁵⁵ .	Wprowadzenie OPC ⁵⁶ .			
Luksemburg						Wdrożenie UCITS III – jako pierwszy członek UE ⁵⁷ Wprowadzenie funduszy alternatywnych ⁵⁸		Wprowadzenie SICAR ⁵⁹ . Wprowadzenie funduszy sekurytyzacyjnych ⁶⁰ .			Wdrożenie Dyrektywy MiFID ⁶¹ . Wprowadzenie specjalnych funduszy ⁶² .	Wdrożenie Dyrektywy 2007/16/EC ⁶³ .

⁴⁸ *Fonds commun de placement dans l'innovation* uregulowane w Rozdziale IV bis *Loi de finances pour 1997* (n° 96-1181 du 30 décembre 1996), (JORF n°304, s. 19490)

⁴⁹ *Loi no 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, (JORF n°152 s. 10127)

⁵⁰ Dotychczasowe regulacje uchylone na mocy *Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier*, (JORF n°291, s. 20004), nowe regulacje zawarte w art. L214-1.

⁵¹ *Loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites*, (JORF n°193 du 22 août 2003, s. 14310)

⁵² PERP – *Plan d'Epargne Retraite Populaire* (produkt oparty o indywidualne ubezpieczenie na cele emerytalne),

⁵³ PERCO - *Plan d'Epargne Retraite Collectif* (produkt grupowy oparty o lokaty m.in. w fundusze inwestycyjne),

⁵⁴ Wdrożone przez *Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière*, (JORF n°177 du 2 août 2003, s. 13220)

⁵⁵ *Société de placement à prépondérance immobilière à capital variable*

⁵⁶ *Ordonnance n° 2005-1278 du 13 octobre 2005 définissant le régime juridique des organismes de placement collectif immobilier et les modalités de transformation des sociétés civiles de placement immobilier en organismes de placement collectif immobilier*, (JORF n°240 du 14 octobre 2005, s. 16306).

⁵⁷ *Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée*, (Mémorial A n° 151, s. 3660).

⁵⁸ Możliwość lewarowania pozycji i krótkiej sprzedaży – *Circulaire CSSF 02/80 du 5 décembre 2002 concerne les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif ("OPC") luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives*.

⁵⁹ SICAR – *Société d'investissement en capital à risque* – wprowadzone przez *Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR)*, (Mémorial A n° 95, s. 1567).

⁶⁰ *Loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation*, (Mémorial A n° 46, s. 720).

⁶¹ *Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers*, (Mémorial A n° 116, s. 2075).

⁶² *Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés*, (Mémorial A n° 13, s. 368).

⁶³ *Règlement grand-ducal du 8 février 2008 relatif à certaines définitions de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif*.

kraj	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Niemcy		Nowelizacja KAGG i wprowadzenie AS-Fonds ⁶⁴ oraz funduszy funduszy.			Reforma systemu emerytalnego ⁶⁵	Nowelizacja KAGG – ułatwienia dla funduszy nieruchomości dla inwestycji zagranicznych. Wejście w życie reformy systemu emerytalnego (III filar m.in. w funduszach inwestycyjnych) – wprowadzenie Riester Pensions ⁶⁶ .		Reforma ustawodawstwa – uchylene KAGG i regulacji dot. funduszy zagranicznych (wdrozenie UCITS III) ⁶⁷ . Wprowadzenie funduszy <i>hedge</i> i SICAV. Reforma prawa podatkowego ⁶⁸ .			Nowelizacja ustawy o funduszach: liberalizacja tworzenia funduszy zamkniętych, uproszczenie dokumentów obowiązkowych (skrót prospektu), wprowadzenie <i>infrastructure funds</i> i innych funduszy ⁶⁹ . Liberalizacja przepisów dot. <i>specialfonds</i> .	

⁶⁴ *Altersvorsorge- Sondervermögen* – funduszy nieprowadzących określonej polityki inwestycyjnej, ale pomnażających środki na cele emerytalne.

⁶⁵ *Altersvermögensgesetz 2001*. Regulacja ta wprowadziła indywidualne konta emerytalne IPA (*Individual Pension Accounts*) – korzystne podatkowo, ale wymagające spełnienia określonych kryteriów w odniesieniu do typów lokat dla nich dostępnych.

⁶⁶ *Riester pensions* – produkty emerytalne prowadzone przez banki, zakłady ubezpieczeń lub fundusze inwestycyjne. Z uwagi na obowiązek gwarantowania wypłat kapitału RP dyskryminowały fundusze na rzecz banków i ubezpieczycieli.

⁶⁷ 1 stycznia 2004 roku weszła w życie *Investmentmodernisierungsgesetz* będąca częścią projektu mającego uczynić niemiecki rynek finansowy bardziej konkurencyjnym (*Financial Market Promotion Plan 2006*), która wprowadziła *Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003* (BGBl. I S. 2676), która uchyliła KAGG oraz *Austandinvestmentgesetz* oraz wprowadziła *Investmentsteuergesetz* regulujący kompleksowo opodatkowanie inwestycji.

⁶⁸ Nowelizacja *Investmentsteuergesetz* w kierunku ujednoczenia zasad opodatkowania funduszy krajowych i zagranicznych (dotąd zagraniczne były dyskryminowane).

⁶⁹ *Infrastructure funds* to fundusze lokujące co najmniej 60% aktywów w przedsięwzięcia oparte na partnerstwie publiczno – prywatnym, "inne fundusze" to fundusze o liberalnej polityce inwestycyjnej nakierowane na lokowanie aktywów w innowacyjne produkty finansowe (spółki niepubliczne, metale szlachetne, pule wierzycielności).

kraj	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Wielka Brytania	Wprowadzenie <i>open-ended investment company</i> ⁷⁰ .			Nowelizacja przepisów dotyczących usług i rynków finansowych ⁷¹ . Rozszerzenie zakresu normowania i centralizacja nadzoru nad rynkiem finansowym.	Nowelizacja przepisów dot. <i>open-ended investment company</i> ⁷² .		Wdrożenie dyrektywy UCITS III ⁷³ .					Zmiana regulacji dot. PEP ⁷⁴ .
Hiszpania					Wprowadzenie funduszy, funduszy <i>master-feeder</i> , funduszy indeksowych ⁷⁵ . Reforma emerytalna ⁷⁶ .		Wdrożenie UCITS III ⁷⁷ .	Zniesienie ograniczeń dla funduszy emerytalnych w lokowaniu środków w fundusze inwestycyjne (dotychczas do 5% aktywów) ⁷⁸ .	Nowelizacja prawa dot. funduszy inwestycyjnych – wprowadzenie funduszy <i>hedge</i> i ETF, regulacji dotyczących dystrybucji zagranicznej oraz ochrony inwestorów ⁷⁹ .			

⁷⁰ *The Financial Services (Open-Ended Investment Companies) Regulations 1997*

⁷¹ *Financial Services and Markets Act 2000*

⁷² Na mocy *Open-ended Investment Companies Regulations 2001*

⁷³ Wdrożono w listopadzie 2002, weszła w życie częściowo w sierpniu 2003, częściowo w lutym 2004.

⁷⁴ *Personal Equity Plan (Amendment) Regulations 2007*

⁷⁵ *Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 17 Febrero 2001, núm. 42).

⁷⁶ *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social*, (Boletín Oficial del Estado, 31 de diciembre 2001, núm. 313).

wprowadziła m.in. możliwość lokowania aktywów funduszy emerytalnych w fundusze inwestycyjne (krajowe albo UCITS)

⁷⁷ *Ley 35/2003, de 4 de noviembre 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 5 de noviembre de 2003, núm. 265).

⁷⁸ *Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el reglamento de planes y fondos de pensiones*, (Boletín Oficial del Estado, 25 de febrero de 2004, núm. 48), rozszerzający możliwości lokowania przez fundusze emerytalne w fundusze inwestycyjne.

⁷⁹ Nowelizacja z 4 listopada 2005.

kraj	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Irlandia			Wprowadzenie nowych regulacji dotyczących <i>investment companies</i> ⁸⁰ .	Dopuszczalne tworzenie funduszy <i>hedge</i> .		Dopuszczalne tworzenie funduszy <i>hedge</i> i oferowanie inwestorom indywidualnym. Wejście w życie reformy systemu emerytalnego.	Wdrożenie UCITS III ⁸¹ . Wprowadzenie CCF ⁸² .				Wprowadzenie funduszy dla inwestorów kwalifikowanych ⁸³	
Włochy					Zmiana regulacji dotyczących dystrybucji zagranicznych funduszy nonUCITS ⁸⁴ .		Wdrożenie UCITS III ⁸⁵ .					

Zródło: opracowanie własne na podstawie analizy ustawodawstw krajowych

⁸⁰ *Companies Act 1999*

⁸¹ Nowelizacja *Unit Trusts Act 1990* dokonana z dniem 29 maja 2003 (wdrożenie dyrektywy produktowej UCITS III), w dniu 21 października 2003 (wdrożenie Dyrektywy o spółkach zarządzających) oraz wydanie nowej rekomendacji przez organ nadzoru (*Statutory Instrument No. 212 of 2003*) w grudniu 2003.

⁸² CCF – *Common Contractual Fund* wprowadzony na mocy *Finance Act 2003*. Fundusz ten jest transparentny podatkowo, pod warunkiem, że jego uczestnikami są wyłącznie fundusze emerytalne albo banki działające na ich rzecz.

⁸³ *Qualifying Investor Fund (QIF)* i *Professional Investor Fund (PIF)* o uproszczonej procedurze wydawania zezwolenia

⁸⁴ *Regulations of the Bank of Italy of 31 December 2001*

⁸⁵ Na mocy *Legislative Decree dated 31 July 2003 (Official Journal No. 34 of 14 February 2004)*.

Lata 2002 – 2008 były okresem wprowadzania do ustawodawstw krajowych przepisów pozwalających na tworzenie nowych typów funduszy inwestycyjnych. Szczególną aktywnością na tym polu wykazywały się Francja i Luksemburg, a w drugiej części okresu także Hiszpania i Niemcy. Warto zauważyć, że brak było inicjatyw rozszerzających możliwości organizowania nowych typów funduszy inwestycyjnych w kraju, który w wyżej wskazanym okresie należał do najdynamiczniej rozwijających się rynków – w Irlandii.

Analiza zmian regulacji funduszy inwestycyjnych pozwala na sformułowanie wniosku, że pomimo istnienia w badanym okresie prawa wspólnotowego – zmiany prawne w analizowanych krajach nie następowały jednakowo. Luksemburg i Irlandię charakteryzowało aktywne podejście do wdrażania kolejnych wersji Dyrektywy UCITS, w którym upatrywały szansę na rozwój sektora funduszy inwestycyjnych i nakłonienie zagranicznych spółek zarządzających elastycznością regulacji prawnych oraz wysokimi kompetencjami pracowników do zakładania funduszy inwestycyjnych w tych krajach, a następnie, przy wykorzystaniu przywileju jednolitej licencji, oferowania ich w innych krajach Unii.

Warte podkreślenia jest, że o ile Luksemburg zawsze pozostawał w awangardzie krajów dostosowujących swój porządek prawny w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych do regulacji wspólnotowych, o tyle Irlandia dołączyła do niego dopiero po wdrożeniu pierwotnej wersji Dyrektywy w 1989 roku, mimo że już dwa lata wcześniej powołano w Dublinie Międzynarodowe Centrum Usług Finansowych.

Wśród pozostałych krajów można wyodrębnić dwie ich grupy. Do pierwszej z nich należą Francja, Wielką Brytania i Niemcy. Do drugiej – Hiszpania i Włochy. W krajach grupy pierwszej, w których istniały ustabilizowane rynki funduszy inwestycyjnych, przeważały, podyktowane protekcjonalizmem, obawy przed utworzeniem wspólnego europejskiego rynku tych instytucji. Francja była krajem, który jako ostatni wdrożył Dyrektywę UCITS, nieznacznie wcześniej nastąpiło to w Niemczech, w których nie dostrzeżono potencjału tkwiącego w zharmonizowanych funduszach otwartych (zgodnych z UCITS) i gdzie poświęcono większą uwagę funduszom zamkniętym.

W krajach drugiej grupy, tj. w Hiszpanii i we Włoszech, rynek funduszy inwestycyjnych znajdował się w bardzo wczesnej fazie rozwoju. W konsekwencji, oczywistą drogą było wdrożenie w pierwszej kolejności funduszy o możliwie najprostszej konstrukcji, tj. funduszy otwartych. W obu krajach regulacje krajowe umożliwiające tworzenie funduszy inwestycyjnych weszły w życie w 1984 roku, a więc w końcowej fazie prac nad Dyrektywą UCITS.

3.3. Formy organizacyjne

Oprócz tempa wdrażania do lokalnych porządków prawnych przepisów prawa wspólnotowego pozwalających korzystać z przywileju jednolitej licencji konkurencja regulacyjna przejawiała się także w uelastycznianiu regulacji lokalnych i czynieniu ich bardziej odpowiadającymi potrzebom spółek zarządzających.

Rozwój możliwości w zakresie kreowania nowych form instytucjonalnych dla funduszy inwestycyjnych przebiegał z różnym nasileniem w analizowanych krajach w badanym okresie. W tabeli 17 przedstawiono formy prawne, w jakich możliwe jest podejmowanie działalności przez fundusze inwestycyjne zgodnie z ustawodawstwem badanych krajów (w nawiasach zaznaczono rok wejścia w życie regulacji).

Na oba segmenty krajowych rynków funduszy inwestycyjnych (segment UCITS i segment nonUCITS) działały ze zbliżonym natężeniem czynniki makroekonomiczne właściwe dla danego kraju, kształtujące popyt na fundusze w poszczególnych segmentach. Oprócz czynników o charakterze ekonomicznym, krajowe rynki funduszy inwestycyjnych są kształtowane przez regulacje prawne, w szczególności odnoszące się do dopuszczalnych form organizacyjnych, poziomu ochrony inwestorów oraz opodatkowania inwestycji. O ile segment funduszy nonUCITS jest w całości regulowany przez przepisy krajowe i podlegał konkurencji regulacyjnej, nasilającej się wraz z liberalizacją ograniczeń przepływu kapitału pomiędzy krajami członkowskimi, o tyle regulacje odnoszące się do segmentu funduszy UCITS wynikające z Dyrektywy UCITS winny być tożsame na terenie całej Unii Europejskiej. W zakresie nieuregulowanym Dyrektywą UCITS albo pozostawianym w Dyrektywie UCITS regulacjom krajowym istnieje może konkurencja regulacyjna pomiędzy poszczególnymi krajami. W praktyce sprowadza się ona jednak do zapewnienia elastyczności regulacji krajowych w maksymalnym dopuszczalnym Dyrektywą UCITS stopniu, minimalizowania czasu wdrażania zmian Dyrektywy UCITS do ustawodawstwa krajowego zwłaszcza, jeśli kreują one przywileje dla funduszy z nią zgodnych oraz ograniczenia do minimalnego zakresu i terminów uzyskiwania zezwolenia na podjęcie i prowadzenie działalności przez fundusze inwestycyjne i spółki zarządzające.

Dominującymi formami organizacyjnymi przewidzianymi ustawodawstwami analizowanych krajów były typ statutowy oraz typ kontraktowy. Wyłącznie w krajach wywodzących się z kręgu prawa anglosaskiego (Wielka Brytania, Irlandia) występował typ powierniczy.

W krajach anglosaskich pierwotną formą funkcjonowania instytucji wspólnego inwestowania były instytucje typu powierniczego. W toku stopniowego rozszerzania, wskutek

konkurowania o oszczędności, katalogu form organizacyjnych, w tych krajach pojawiały się formy statutowe oraz fundusze kontraktowe (te ostatnie wyłącznie w Irlandii). Regulacje irlandzkie, które zmierzały do maksymalnej elastyczności w zakresie dopuszczalnych form organizacyjnych, jako jedyne z analizowanych krajów przewidują możliwość powoływania funduszy inwestycyjnych o wszystkich trzech znanych konstrukcjach prawnych.

Tabela 17. Konstrukcje prawne funduszy inwestycyjnych w badanych krajach w latach 1992 – 2007 wraz z datami wprowadzenia

Kraj	Fundusze powiernicze	Fundusze statutowe	Fundusze kontraktowe
Francja		<i>société d'investissement à capital fixe</i> – SICAF (1945) <i>société d'investissement à capital variable</i> – SICAV (1963) <i>société civile de placement immobilier</i> – SCPI (1970) <i>société d'Investissement Immobilier Cotée</i> – SIIC (2003) <i>société de Placement à Prépondérance Immobilière à Capital Variable</i> – SPPICAV (2005)	<i>fonds communs de placement</i> – FCP (1979) <i>fonds commun de créances</i> – FCC (1988) <i>Fonds communs de placement dans l'innovation</i> – FCPI (1997) <i>Fonds de Placement Immobilier</i> – FPI (2005)
Luksemburg		<i>société d'investissement à capital variable</i> – SICAV (1988) <i>société d'investissement à capital fixe</i> – SICAF (1998) <i>Fonds d'Investissement Spécialisé</i> – FIS- SICAV (2004) <i>société d'investissement à capital à risque</i> – SICAR (2004)	<i>fonds communs de placement</i> – FCP (1988) <i>Fonds d'Investissement Spécialisé</i> – FIS- (2004)
Niemcy		<i>Investmentaktiengesellschaft</i> (2004)	<i>Kapitalanlagefonds</i> (1957) <i>Single hedge funds</i> (2004) <i>Funds of hedge funds</i> (2004)
Wielka Brytania	<i>Unit trusts</i> (1946)	<i>Investment trusts</i> (1868) <i>Venture capital trusts</i> (1995) <i>Open-ended investment company</i> (1996) <i>Limited partnership</i> (1907)	
Hiszpania		<i>Sociedad de Inversión Mobiliaria de capital variable</i> – SIMCAV (1984) <i>Sociedad de Inversión Mobiliaria</i> – SIM (1984)	<i>Fondos de Inversión</i> – FI (1984) <i>Fondos de Inversión en Activos de Mercado Monetario</i> – FIAMM ⁸⁶ (1984)
Irlandia	<i>Unit trusts</i> (1972)	<i>variable capital investment companies</i> – VCIC <i>investment limited partnerships</i> – ILP (1994)	<i>common contractual funds</i> – CCF (2003)
Włochy		<i>Società di investimento a capitale variabile</i> - SICAV (1992)	<i>Fondi comuni di investimento</i> – (1983)

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy ustawodawstw krajowych

⁸⁶ Fundusze rynku pieniężnego

W państwach wywodzących swoje systemy prawne z systemu prawa cywilnego nie występują fundusze powiernicze, bowiem koncepcja własności powierniczej, a w szczególności rozdziału pomiędzy nominalnym właścicielem (*nominal owner*) i beneficjentem (*beneficial owner*) jest obca systemowi prawa cywilnego.

W krajach, w których rynki kapitałowe mają długą historię, jako pierwsze pojawiły się fundusze typu statutowego (spółkowego), których tytuły uczestnictwa notowane były na giełdach. Do krajów tych zaliczyć można Francję i Luksemburg.

W Niemczech, Włoszech i w Hiszpanii, w których tradycyjnie system bankowy odgrywał większą rolę w finansowaniu podmiotów gospodarczych, wskutek czego ich rynki finansowe były słabiej rozwinięte, w pierwszej kolejności pojawiły się fundusze typu kontraktowego.

W regulacjach analizowanych krajów widoczna jest tendencja do stopniowego rozszerzania katalogu form prawnych prowadzenia działalności przez fundusze inwestycyjne.

O ile w Irlandii, jak wspomniano wyżej, ewolucja dopuszczalnych form tworzenia funduszy zmierzała w kierunku rozszerzania form o nieznane systemowi wywodzącemu się z *common law* konstrukcje prawne, co prawdopodobnie miało na celu zmniejszenie różnic form prawnych przy oferowaniu irlandzkich funduszy inwestorom kontynentalnym, o tyle w Luksemburgu i we Francji zwiększanie katalogu rodzajów funduszy było przeprowadzane w ramach znanych wcześniej kategorii funduszy (statutowych i kontraktowych).

W przypadku Francji szczególną rolę w procesie zwiększenia wachlarza form organizacyjnych odgrywały aspekty podatkowe, bowiem z niektórymi z rodzajów funduszy, w szczególności tworzonymi z myślą o wspieraniu innowacyjnych gałęzi gospodarki, związane były przywileje w zakresie opodatkowania dochodów.

Szeroki katalog dopuszczalnych form organizacyjnych sprzyja kształtowaniu konstruowaniu przez spółki zarządzające funduszy inwestycyjnych w sposób elastycznie dopasowujący się do zmiennego w czasie popytu. Istnieje licznych dopuszczalnych przez system prawny konstrukcji funduszy inwestycyjnych umożliwia zaspokajanie popytu, którego wielkość jest zależna od czynników ekonomicznych, w szczególności od atrakcyjności tej formy lokowania nadwyżek pieniężnych w stosunku do alternatywnych sposobów oszczędzania. Istotne znaczenie dla kształtowania wielkości popytu na usługi zarządzania, w tym na fundusze inwestycyjne ma kształt i wysokość opodatkowania dochodów uzyskanych wskutek inwestycji.

3.4. Wielkość i przedmiot opodatkowania

Opodatkowanie może wielokierunkowo wpływać na wielkość i strukturę rynku funduszy inwestycyjnych. Z jednej strony, kształt opodatkowania spółek zarządzających wpływa na podaż funduszy na danym rynku, bowiem założyciele takiej spółki działają w celu maksymalizacji dochodu netto osiąganego z takiej działalności i wybierając państwo siedziby spółki biorą pod uwagę kształt i wielkość opodatkowania działalności polegającej na zarządzaniu funduszami inwestycyjnymi, które determinują wielkość dochodu netto, który uzyskają z tej działalności. Podobny wpływ na decyzję o lokacji siedziby spółki zarządzającej i funduszy ma wielkość i sposób opodatkowania dochodów funduszu inwestycyjnego – jeśli zgodnie z prawodawstwem krajowym dochody funduszu są opodatkowane okresowo (corocznie) na poziomie funduszu, to osiągnięty przez taki fundusz zwrot netto z inwestycji dla uczestnika będzie mniej atrakcyjny niż w sytuacji, gdy fundusz inwestycyjny jest podmiotowo zwolniony od opodatkowania, które pojawia się na poziomie uczestnika (okresowo, jak ma to miejsce zazwyczaj w odniesieniu do lokat osób prawnych albo na koniec inwestycji w odniesieniu do uczestników będących osobami fizycznymi). Poza Włochami od 2004 roku w analizowanych krajach nie wprowadzono opodatkowania dochodów uzyskiwanych przez fundusze inwestycyjne na poziomie funduszu.

Tabela 18. Maksymalne stawki podatku dochodowego od osób prawnych (OP) i osób fizycznych (OF) w badanych krajach w latach 1992 – 2007

Kraj	Francja		Luksemburg		Irlandia		Wlk Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	OF	OP	OF	OP	OF	OP	OF	OP	OF	OP	OF	OP	OF	OP
1992	bd	bd	bd	bd	46,0%	bd	40,0%	bd	53,0%	56,8%	46,0%	bd	40,0%	bd
1993	bd	bd	bd	bd		bd		bd				bd	bd	bd
1994	bd	bd	bd	bd	48,0%	bd	33,0%	bd	51,0%	56,7%	51,0%	bd	56,0%	bd
1995	bd	36,7%	50,0%	40,9%		40,0%		31,0%				56,0%		52,2%
1996	bd	36,7%		39,3%	38,0%	40,0%	40,0%		51,6%	46,4%	41,3%	53,0%	56,0%	35,0%
1997	56,8%	41,7%	37,5%	36,0%	42,0%			30,0%						
1998	56,5%	40,0%	38,0%	32,0%		42,0%	30,0%		39,6%	46,1%	38,3%	38,3%	45,0%	
1999	53,3%	37,8%		42,0%	28,0%			42,0%						30,0%
2000	53,2%	36,4%	38,0%	24,0%	42,0%	30,0%	42,0%		38,7%	43,0%	37,3%	43,0%	32,5%	
2001	60,4%	35,4%	30,4%	20,0%				42,0%						30,0%
2002	57,2%			38,9%	12,5%	16,0%	42,0%		30,0%	42,0%	38,7%	43,0%	37,3%	
2003	55,7%	34,4%	29,6%	41,0%	42,0%	30,0%		42,0%						38,7%
2004	55,9%	35,0%	38,9%				41,0%		42,0%	30,0%	42,0%	38,7%	43,0%	
2005	55,9%	34,4%	29,6%	41,0%	42,0%	30,0%		42,0%						38,7%
2006	47,8%	34,4%	29,6%				41,0%		42,0%	30,0%	42,0%	38,7%	43,0%	
2007	47,8%	34,4%	29,6%	41,0%	42,0%	30,0%		42,0%						38,7%

Źródło: OECD Economic Outlook 2002, 2004, 2006, OECD.

Wielkość i kształt przepisów podatkowych determinują także popyt na fundusze inwestycyjne. Zasady opodatkowania dochodów wpływają na wielkość dochodu rozporządzalnego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, które lokując środki kierują się

relacją podejmowanego ryzyka do zwrotu netto z inwestycji⁸⁷. W konsekwencji, wpływ na wielkość popytu na fundusze inwestycyjne – oprócz sposobu opodatkowania dochodów z funduszy – będzie miał także kształt opodatkowania lokat substytucyjnych do funduszy (polis ubezpieczeniowych, samodzielnych inwestycji w instrumenty finansowe i lokat bankowych). Maksymalne stawki podatku dochodowego w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007 przedstawiono w tabeli 18.

Tabela 19. Zasady opodatkowania funduszy oraz lokujących w fundusze osób fizycznych i prawnych w badanych krajach w latach 1992 – 2007

Kraj	Fundusze	Osoby fizyczne	Osoby prawne
Francja	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe z podatku dochodowego⁸⁸, Zwolnienie opłat za zarządzanie i opłat depozytowych z VAT⁸⁹ - od 1 kwietnia 2007 SICAV są podatnikiem⁹⁰. 	<ul style="list-style-type: none"> Zasada transparentności opodatkowania, Możliwość przenoszenia ulg, zwolnień i odliczeń z poziomu funduszu na inwestora, Dochody z funduszy to dochody z papierów wartościowych⁹¹, Istniejące od 1965 roku zwolnienie podatkowe z podatku od dywidend (w tym z funduszy) do kwoty 8.000 FF, Przywileje podatkowe dla lokat w FCPR i FCPI (od 1997), Zwolnienie w odniesieniu do konwersji między subfunduszami (od 1998), Zwolnienie dochodów do 1.220 EUR, od 2002 rozszerzone na fundusze zagraniczne, Reforma podatkowa w 2006 roku – zmniejszenie obciążeń podatkowych oraz liczby przedziałów podatkowych. 	<ul style="list-style-type: none"> Zasada transparentności opodatkowania, Możliwość przenoszenia ulg, zwolnień i odliczeń z poziomu funduszu na inwestora, Dochody doliczane do pozostałych dochodów, Stawka podatkowa do 1999 – 40% dochodu, od 2000 – 33,3% dochodu⁹², Obniżona stawka w odniesieniu do lokat w FCPR i FCPI – 20,9% dochodu, Zwolnienie podmiotowe dla niektórych podmiotów (zakłady ubezpieczeń).
Luksemburg	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe z podatku dochodowego, Podatek od aktywów (<i>taxe d'abonnement</i>) od 2002 roku w wysokości 0,05% WAN rocznie (w określonych przypadkach – 0,01% WAN⁹³), od 2004 zupełne zwolnienie dla funduszy rynku pieniężnego, Wyłączenie opodatkowania VAT (nie dotyczy funduszy nieruchomości). 	<ul style="list-style-type: none"> Wypłata dochodów w przypadku funduszy inwestujących w akcje emitentów z państw EU – 50% dochodu podlega opodatkowaniu, Przy sprzedaży brak opodatkowania, jeśli akcje SICAV były posiadane przez inwestora dłużej niż 6 miesięcy, w przeciwnym wypadku – dochód doliczany do dochodów z innych źródeł, Reforma podatkowa w latach 2001-2002 – obniżenie opodatkowania, 	<ul style="list-style-type: none"> Wypłata dochodów opodatkowana według standardowej stawki, Przy sprzedaży dochód jest łączony z dochodami z innych źródeł i opodatkowany standardową stawką podatku, Podmiotowe wyłączenie dla spółek holdingowych i funduszy emerytalnych, Reforma podatkowa w latach 2001-2002 – obniżenie opodatkowania.

⁸⁷ D. Bergstersser, J. Poterba, *Do after – tax returns affect mutual fund flows ?*, Journal of Financial Economics, March 2002, Vol. 63, issue 3, s. 381. J. Poterba, *Taxation, Risk – taking and Household Portfolio Behavior*, NBER Working Paper No. W8340, National Bureau of Economic Research, June 2001, s. 3.

⁸⁸ W odniesieniu do SICAV zwolnienie jest przewidziane w art. Art. 208(1) bis A *Code général des impôts*. FCP nie posiadając osobowości prawnej nie podlegają podatkowi dochodowemu od osób prawnych.

⁸⁹ Art. 261-C (1) (f) *Code général des impôts*.

⁹⁰ Na mocy *VAT Circular No 723 on 29 December 2006* wydanego w związku z orzeczeniami Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości w sprawie C – 8/03 (sprawa BBL).

⁹¹ Art. 137 bis A *Code général des impôts*.

⁹² Stawki dotyczą stawek najwyższych za: *Taxation Trends In the European Union*, European Commission, Luxembourg 2007, s. 91.

⁹³ W odniesieniu do funduszy dla inwestorów instytucjonalnych oraz funduszy pieniężnych - the Law of 23 December 1994

Niemcy	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe z podatku dochodowego. 	<ul style="list-style-type: none"> Od 1 stycznia 1993 roku wprowadzono podatek dochodowy od inwestycji kapitałowych (powyżej 6.100 DEM na osobę rocznie) w wysokości 30% dochodu, Reforma podatkowa w latach 1999 – 2005 – stopniowe obniżanie podatków, Od 2004 ujednoczenie zasad opodatkowania dochodów rezydentów z tytułu udziału w funduszach niemieckich i zagranicznych⁹⁴. 	Reforma podatkowa w latach 1999 – 2005 – stopniowe obniżanie podatków.
Wielka Brytania	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe od podatku od zysków kapitałowych⁹⁵, Stawka podatkowa podatku dochodowego – 20% dochodu. 	<ul style="list-style-type: none"> Od 1995 zwolnienie z 20% podatku dochodowego dla lokat w <i>Venture Capital Trusts</i>, Do kwietnia 1999 roku wpłaty roczne do £ 6.000 do <i>Personal Equity Plans</i> były zwolnione z opodatkowania, Od kwietnia 1999 roku PEP zostały zastąpione przez <i>Individual Savings Accounts</i> i <i>Tax-Exempt Special Savings Account</i> umożliwiając bezpodatkowe inwestowanie do £ 7.000 rocznie, Dochody z uczestnictwa w funduszach traktowane jak dywidendy i opodatkowane stawkami 10% i 32,5%. Do 1998 roku istniała możliwość indeksacji kosztów nabycia. 	<ul style="list-style-type: none"> Dochody z funduszy są doliczane do podstawy opodatkowania i opodatkowywane według standardowej stawki, Istnieje możliwość indeksacji kosztów nabycia,
Hiszpania	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe z podatku dochodowego. 	<ul style="list-style-type: none"> Do 1999 opodatkowanie dochodów wypłaconych stawką 25% dochodu doliczaną do innych źródeł dochodów; po roku stawka obniżona do 7%, a dochód nie kumulowany z innymi źródłami (dalej degresywne opodatkowanie zależne od czasu uczestnictwa – po 15 latach zwolnienie z podatku), 1999 – reforma podatkowa, Dochody z funduszy opodatkowane stawką 18%. 	<ul style="list-style-type: none"> 1995 – reforma podatkowa.
Irlandia	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie podmiotowe z podatku dochodowego. 	<ul style="list-style-type: none"> Do 2001 roku⁹⁶ nie było możliwe lokowanie aktywów w fundusze zagraniczne w IFSC w Dublinie, Od 2001 roku stawka podatku – 25% dochodu. 	<ul style="list-style-type: none"> Do 2001 roku nie było możliwe lokowanie aktywów w fundusze zagraniczne w IFSC w Dublinie.
Włochy	<ul style="list-style-type: none"> Od 1998 opodatkowanie dochodów funduszy obniżoną stawką podatku dochodowego od osób prawnych (12,5%), Do 30 czerwca 1997 istniał podatek od aktywów netto⁹⁷. 	<ul style="list-style-type: none"> Zwolnienie dochodów z włoskich funduszy dla nie-przedsiębiorców, Dochody z funduszy zagranicznych doliczane do podstawy opodatkowania. 	<ul style="list-style-type: none"> Dochody z uczestnictwa w funduszach doliczane do podstawy opodatkowania i podlegające podatkowi dochodowemu według standardowej stawki,

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy ustawodawstw krajowych

Regulacje podatkowe różnorako wpływały na rozwój badanych rynków. Zmniejszanie obciążeń fiskalnych dochodów powodowało wzrost dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych, który wzmacniał popyt na usługi finansowe. Ten skutek był obserwowany na

⁹⁴ Nowelizacja Investmentsteuergesetz z dniem 1 stycznia 2004.

⁹⁵ (Sec. 100(1) Taxation of Chargeable Gains Act of 1992 and Reg. 3(1) SI 1997/1154).

⁹⁶ Zmiana na mocy *Finance Act 2000*.

⁹⁷ Zniesiony na mocy Legislative Decree 461 of 21 November 1997.

wszystkich analizowanych rynkach, choć zmniejszanie stawek opodatkowania nie następowało w równym tempie.

Zauważalną tendencją w badanym okresie jest **stopniowe zmniejszanie obciążeń fiskalnych dochodów osób fizycznych i przedsiębiorstw**. W odniesieniu do opodatkowania osób fizycznych wyłącznie w Hiszpanii maksymalna stawka podatku w 2007 roku była wyższa niż w 1992 roku (o 3 punkty procentowe). W Wielkiej Brytanii maksymalna stawka podatku pozostała na niezmiennym poziomie. W pozostałych analizowanych krajach maksymalne stawki podatku dochodowego od osób fizycznych były (czasem wielokrotnie) obniżane – w największym wymiarze proces ten zachodził w Luksemburgu i w Niemczech, gdzie łączne zmniejszenie maksymalnej stawki podatku wynosiło 11 punktów procentowych. We Francji, Irlandii i we Włoszech obniżenie maksymalnej stawki podatku dochodowego nastąpiło w mniejszym wymiarze. Na koniec okresu stawka ta we wszystkich analizowanych krajach była zbliżona do 40% dochodu.

Zdecydowanie szybciej w badanym okresie obniżane były obciążenia fiskalne przedsiębiorstw. Liderem obniżek wśród analizowanych krajów była Irlandia, która w latach 1992 – 2007 zmniejszyła maksymalną stawkę opodatkowania przedsiębiorstw o 27,5 punkta procentowego do najniższego poziomu 12,5% dochodu. Do silnego zmniejszenia ciężarów podatkowych doszło także w Niemczech, we Włoszech i w Luksemburgu (odpowiednio o 18, 1 p.p., 14,9 p.p. oraz 11,3 p.p.). Najwolniej maksymalna stawka podatku dochodowego od osób prawnych spadała w Wielkiej Brytanii, Francji i w Hiszpanii (około 3 p.p.). Zasady opodatkowania dochodów funduszy inwestycyjnych oraz inwestorów będących osobami fizycznymi i osobami prawnymi w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007 przedstawione są w tabeli 19.

Regulacje podatkowe odnoszące się do lokowania oszczędności w fundusze inwestycyjne w badanych krajach zmieniały się w czasie z uwagi na występowanie różnych czynników. Opodatkowanie dochodów z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych, podobnie jak opodatkowanie innych źródeł dochodów, realizuje przede wszystkim funkcję fiskalną. Jednakże, w niektórych z badanych krajów istniały zachęty podatkowe mające wzmocnić popyt gospodarstw domowych na produkty służące długoterminowemu oszczędzaniu z przeznaczeniem głównie na cele emerytalne (we Francji, w Niemczech i w Wielkiej Brytanii).

Trend ten nasilił się od końca lat dziewięćdziesiątych XX wieku – fundusze inwestycyjne były wskazywane jako jeden z głównych sposobów oszczędzania na cele emerytalne, a istnienie zachęt podatkowych – jako główna determinanta tworzenia

dotychczasowych systemów zabezpieczenia emerytalnego⁹⁸. Podejście takie napotkało dwojakiego rodzaju przeszkody. Po pierwsze, regulacje dotyczące podatków bezpośrednich (odmiennie niż ma to miejsce w odniesieniu do podatków pośrednich) nie są przedmiotem harmonizacji na poziomie prawa wspólnotowego. Po drugie, silny sektor bankowy i ubezpieczeniowy wpłynął na kształt Dyrektywy w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami⁹⁹, wykluczając z zakresu jej normowania lokaty w funduszach inwestycyjnych.

Przez cały badany okres zachęty podatkowe dotyczące gromadzenia środków na cele emerytalne istniały w Wielkiej Brytanii; od 2003 roku wprowadziła je Francja, a rok wcześniej – Niemcy. Zachęty te wspierając politykę wyżej wskazanych państw w zakresie reformy emerytalnej poprzez budowę drugiego i trzeciego filaru oszczędności emerytalnych przyczyniły się z jednej strony do znaczącej popularyzacji funduszy inwestycyjnych jako sposobu oszczędzania, z drugiej zaś – do wzrostu liczby uczestników i aktywów powierzonych tym instytucjom.

Istotnym czynnikiem determinującym popyt na tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są reformy emerytalne – w 2003 roku w USA 36% wszystkich aktywów funduszy inwestycyjnych było ulokowanych na kontach emerytalnych (*Individual Retirement Accounts – IRA* i planach emerytalnych, w szczególności 401(k)¹⁰⁰. Reformy emerytalne i towarzyszące im zachęty podatkowe w odniesieniu do długoterminowych planów emerytalnych mają zasadnicze znaczenie dla rozwoju rynku funduszy – udział funduszy w IRA wzrósł z 22% w 1990 do 43% w 2003 roku. W odniesieniu do 401(k) udział funduszy wzrósł z 2% do 16% w 2003 roku.

Dla rozwoju rynku oszczędności emerytalnych ważne są także zachęty podatkowe – ich brak, przy jednoczesnym wprowadzeniu produktów emerytalnych, prowadzi do sytuacji, która miała miejsce w Niemczech. W 1998 roku wprowadzono tam tzw. *AS fonds*, które nie zyskały popularności w związku z brakiem jakichkolwiek zachęt podatkowych do oszczędzania w nich¹⁰¹. W 2003 roku zamknięto 9 z 43 funduszy AS istniejących rok wcześniej¹⁰².

Opodatkowanie funduszy inwestycyjnych może hamować wzrost konkurencyjności na krajowym rynku, jeśli nie traktuje równo dochodów z funduszy krajowych i zagranicznych.

⁹⁸ *Supplementary Pensions in the Single Market*, European Commission, COM (1997) 283 final.

⁹⁹ *Council Directive 2003/41/EC of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision* (OJ L 235, 23.09.2003, s. 10).

¹⁰⁰ FEFSI Fact Book 2004, s. 30.

¹⁰¹ *Ibidem*, s. 52.

¹⁰² *Ibidem*, s. 132.

W przypadku dyskryminacyjnego opodatkowania funduszy zagranicznych, zagraniczni dostawcy nie są zainteresowani wchodzeniem na rynek z niekonkurencyjnymi podatkowo funduszami inwestycyjnymi. W przypadku dyskryminacji funduszy krajowych, zmniejszeniu ulega podaż funduszy krajowych na korzyść funduszy zagranicznych.

W 2000 roku w poszczególnych krajach istniały znaczące bariery podatkowe dla funkcjonowania wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych. Dotyczyły one dyskryminacji dochodów osiąganych z tytułu inwestycji w fundusze zagraniczne wobec funduszy krajowych poprzez różne konstrukcje opodatkowania oraz możliwych odliczeń podatkowych¹⁰³. Istnienia przepisów dyskryminujących fundusze zagraniczne nie stwierdzono wyłącznie w Szwecji, Luksemburgu, Finlandii i Hiszpanii.

W Wielkiej Brytanii przepisy dyskryminujące fundusze zagraniczne wprowadzone w 1984 roku uzasadnione były zamiarem zapobieżenia zjawisku unikania opodatkowania poprzez przenoszenie majątku do takich funduszy i nieujawnianie dochodów z nich płynących. Dyskryminacja polegała na konieczności corocznego ubiegania się przez fundusz zagraniczny o certyfikat będący podstawą stosowania korzystniejszej stawki podatkowej do dochodów uzyskanych przez uczestników¹⁰⁴.

W Niemczech przepisy dyskryminujące fundusze zagraniczne obowiązywały do 1 stycznia 2004 roku¹⁰⁵ i dotyczyły między innymi zwolnienia z podatku od dywidend płaconych przez niemieckie spółki, gdy odbiorcą był fundusz krajowy. Zrównaniu uległa także kwota dochodu osiągniętego z inwestycji w fundusze inwestycyjne wolna od opodatkowania, niezależnie od tego, czy fundusz jest zarejestrowany w Niemczech (zróżnicowanie na niekorzyść funduszy zagranicznych zostało wprowadzone z dniem 1 stycznia 2001 roku).

We Francji dyskryminacja podatkowa funduszy zagranicznych dotyczyła głównie możliwości uczestniczenia w preferencyjnych podatkowo programach oszczędnościowych (*Plan d'Epargne en Actions*), wprowadzonych w 1992 roku, wyłącznie w funduszach krajowych i została zniesiona z dniem 1 stycznia 2005 roku. W Irlandii przepisy dyskryminujące lokaty rezydentów w fundusze zagraniczne zostały zniesione z dniem 1 stycznia 2001 na mocy *Finance Act 2001*. We Włoszech reforma podatkowa wprowadzona w 1998 roku skutkowałą podwójnym opodatkowaniem dochodów uzyskanych przez

¹⁰³ *Discriminatory tax barriers facing the EU funds industry: A progress report*, PricewaterhouseCoopers, EFAMA, 2005.

¹⁰⁴ *Tax discrimination against foreign funds: Light at the end of the tunnel*, PricewaterhouseCoopers, EFAMA, 2003.

¹⁰⁵ Do wejścia w życie *Investment-Modernisierungsgesetz* w 2004 roku.

zagraniczne fundusze, wypłacające dochody obywatelom Włoch i stanowiła istotną przeszkodę w penetrowaniu włoskiego rynku przez fundusze luksemburskie (brak umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania pomiędzy Włochami a Luksemburgiem).

Znacznie silniejszym bodźcem wzmacniającym popyt na fundusze inwestycyjne było wprowadzanie zachęt podatkowych zmierzających do zwiększenia wolumenu oszczędności przeznaczonych na cele emerytalne. Zachęty te z jednej strony zapewniały zwiększony strumień nowych aktywów, z drugiej zaś aktywa te – jako przeznaczone na cele emerytalne – były lokowane długoterminowo, co dodatkowo zwiększało podaż funduszy inwestycyjnych.

Podaż funduszy lokalnych zwiększana była także przez istniejące w pierwszej części okresu zachęty podatkowe odnoszące się do opodatkowania spółek zarządzających. Działanie tego czynnika na wzrost rynku funduszy inwestycyjnych szczególnie widoczne było w Irlandii i w Luksemburgu.

Stopniowe obniżanie obciążeń fiskalnych wpływało na rynek funduszy inwestycyjnych także pośrednio. Zmniejszenie obciążeń podatkowych przedsiębiorstw będących emitentami instrumentów finansowych wpływało na zwiększenie wielkości zysków netto i wypłacanych dywidend, a pośrednio także – na zwiększenie rynkowej wyceny akcji, co skutkowało zwiększaniem się stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych lokujących część lub całość aktywów w akcje i wzrostem ich atrakcyjności na tle substytucyjnych produktów oszczędnościowych.

Zmiany otoczenia prawnego skutkujące rozszerzeniem katalogu dopuszczalnych form organizacyjnych i uprawnień przysługujących uczestnikom wobec funduszu inwestycyjnego oraz zachęty podatkowe wprowadzane w badanym okresie przyczyniały się do postrzegania funduszy inwestycyjnych jako alternatywy dla dotychczasowych sposobów lokowania nadwyżek finansowych. Popyt na fundusze inwestycyjne zależny był jednak także od innych czynników – czynników makroekonomicznych, których ogólna charakterystyka zostanie przedstawiona w kolejnym rozdziale.

Rozdział IV

Charakterystyka makroekonomicznych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

Czynniki makroekonomiczne to czynniki oddziałujące na gospodarkę jako całość.

Zalicza się do nich w szczególności:

- wzrost gospodarczy,
- koniunkturę gospodarczą,
- poziom stóp procentowych,
- poziom inflacji,
- poziom bezrobocia,
- kurs walutowy,

Wśród czynników makroekonomicznych oddziałujących na rynek instrumentów finansowych i jego uczestników, w tym na fundusze inwestycyjne poza wymienionymi wyżej wskazuje się także na:

- poziom zamożności,
- wielkość rynku finansowego,
- wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania.

Pomiędzy wymienionymi powyżej czynnikami makroekonomicznymi istnieją różnorodne zależności, których szczegółowa analiza wykracza poza ramy niniejszej rozprawy. Oddziałują one nie tylko na gospodarkę i poszczególne jej sektory, w tym także sektor funduszy inwestycyjnych, ale także wpływają na siebie wzajemnie kształtując popyt i podaż na rynku finansowym i w konsekwencji – jego wielkość.

Zmiany zachodzące w gospodarce realnej określają wielkość popytu i podaży instrumentów finansowych i w konsekwencji wielkość rynku finansowego. Wzrost gospodarczy prowadzi do zwiększania się popytu na kapitał (podaży instrumentów finansowych), który jest mobilizowany, a następnie alokowany za pośrednictwem rynku finansowego¹. W długim terminie wzrost gospodarczy przekłada się na wzrost poziomu

¹ Pierwszy na rolę banków we wspomaganie wzrostu gospodarczego zwrócił uwagę J. Schumpeter – por. J. Schumpeter, *The theory of economic development*, Oxford University Press, Cambridge 1911. Por. także J. Robinson, *The rate of interest and other essays*, MacMillan, London, 1952, s. 86.

zamożności gospodarstw domowych, których dochody w części przeznaczonej na oszczędności przyczyniają się do dalszego wzrostu popytu na instrumenty finansowe².

Poziom wzrostu gospodarczego jest ściśle powiązany z wielkością bezrobocia, a dynamika tempa tego wzrostu wpływa na poziom rynkowych stóp procentowych i inflacji. Jednocześnie, trzy wskazane wcześniej czynniki determinują koniunkturę gospodarczą w gospodarce jako całości, która wpływa na oczekiwania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz ich decyzje w zakresie podziału środków pomiędzy inwestycje a oszczędności. Wraz ze zmianami koniunktury gospodarczej zmianie ulega wielkość popytu na instrumenty finansowe, która kształtowana jest przez wielkość oszczędności w gospodarce oraz wielkość ich podaży, na którą wpływają potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstw zależne od postrzegania przez nie perspektyw rynku, na którym działają.

Wielkość krajowego rynku funduszy inwestycyjnych jest powiązana także z wielkością rynku finansowego. Bez rozwiniętego rynku finansowego nie może istnieć sektor pośredników finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych, których zadaniem jest ułatwianie przepływu kapitałów od kapitałodawców do kapitałobiorców. Powiązanie to jednak, wobec procesów globalizacyjnych i postępujących ułatwień w przepływie kapitału pomiędzy państwami, w tym także polegających na wprowadzeniu wspólnej waluty, ulega systematycznemu osłabieniu, bowiem wraz z procesami liberalizacyjnymi rozszerzeniu ulega wspólny rynek oszczędności, a przepływ środków w coraz większym wymiarze dokonuje się pomiędzy kapitałodawcami krajowymi a kapitałobiorcami zagranicznymi³.

Czynniki działające dodatnio na rozwój rynku finansowego w znacznej mierze są także stymulantami rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych. Wzrost znaczenia rynku finansowego w gospodarce powodowany stopniowym zwiększaniem się wielkości popytu i podaży na instrumenty finansowe powoduje wzrost maksymalnego popytu na usługi zarządzania aktywami, w tym zarządzania zinstytucjonalizowanego. To, w jakiej części popyt na instrumenty finansowe jest transmitowany poprzez ich pośrednie nabywanie dzięki uczestnictwu w funduszach inwestycyjnych, zależy od splotu właściwych dla danego rynku czynników o charakterze ekonomicznym, prawnym i socjologicznym.

Jednocześnie, dodatnie działanie poszczególnych czynników ekonomicznych na rozwój rynku finansowego i na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych nie następuje z

² E. R. Sirri, P. Tufano, *The economics of pooling*, w: D. B. Crane (red.), *The global financial system: A functional perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995.

³ J. Greenwood, B. Jovanovic, *Financial development, growth and the distribution of income*, *Journal of Political Economy*, October 1990, No. 98, s. 1076.

jednakowym natężeniem. Inne czynniki mogą mieć zasadnicze znaczenie dla tempa rozwoju rynku finansowego, a inne – dla rynku funduszy inwestycyjnych.

Tabela 20. Wybrane badania nad czynnikami wpływającymi na rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

Autorzy	Rok publikacji	Okres badania	Liczba rynków	Czynniki makroekonomiczne uznane za istotne
A. Khorana H. Servaes P. Trufano ⁴	2005	2001	56	stopień rozwoju rynku finansowego, poziom zamożności
S. Ramos ⁵	2009	2007	20	stopień rozwoju rynku finansowego, konkurencja wśród funduszy
A. G. Antunes ⁶	2007	2004	18	poziom zamożności
L. Klapper V. Sulla D. Vittas ⁷	2004	1992 – 1998	40	stopień rozwoju rynku finansowego
D. Fernando L. Klapper V. Sulla D. Vittas ⁸	2003	1992 – 1998	40	poziom zamożności, stopień rozwoju rynku finansowego, opodatkowanie

Źródło: opracowanie własne

Uzasadniając dobór czynników makroekonomicznych do dalszej analizy wskazać należy, że o ile istnieje bogata literatura dotycząca makroekonomicznych determinant sprzyjających rozwojowi rynku finansowego, o tyle literatura podejmująca problematykę wpływu czynników makroekonomicznych kształtujących wielkość rynku funduszy inwestycyjnych jest stosunkowo nieliczna. W tej ostatniej podkreśla się pierwszoplanowane znaczenie **stopnia rozwoju rynku finansowego, poziomu zamożności społeczeństwa i**

⁴ A. Khorana, H. Servaes, P. Trufano, *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*, Journal of Financial Economics, October 2005, Vol. 78, Issue 1, s. 145.

⁵ S. Ramos, *The size and structure of the world mutual fund industry*, European Financial Management, January 2009, Vol. 15, No. 1, s. 145.

⁶ A. G. Antunes, *The determinants of mutual fund size: A cross-country analysis*, April 2007, <http://hdl.handle.net/10071/1437>

⁷ L. Klapper, V. Sulla, D. Vittas, *The development of mutual funds around the world*, Emerging Markets Review, March 2004, Vol. 5, issue 1, s. 1.

⁸ D. Fernando, L. Klapper, V. Sulla, D. Vittas, *The global growth of mutual funds*, World Bank Policy research Working Paper No. 3055, May 2003.

zasad opodatkowania dochodów z funduszy inwestycyjnych oraz substytucyjnych produktów finansowych. Zestawienie wybranych badań dotyczących czynników determinujących wielkość krajowych rynków funduszy inwestycyjnych, w tym czynników makroekonomicznych, zawarte jest w tabeli 20.

Oprócz wskazanej wyżej, kluczowej roli, jaką we wzroście rynku funduszy inwestycyjnych odgrywa wielkość rynku finansowego, podkreślenia wymaga znaczenie wielkości oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa domowe, stopnia ich wzrostu, a nadto skłonności do oszczędzania. O ile oferta rynku finansowego z punktu widzenia nabywców tytułów uczestnictwa jest popytem, o tyle wielkość oszczędności jest maksymalnym popytem na instrumenty finansowe, w tym oferowane przez fundusze inwestycyjne, jaki może zostać wygenerowany przez gospodarstwa domowe. Stąd w niniejszym rozdziale – dalszej analizie zostaną poddane czynniki wpływające na zwiększanie się skłonności do oszczędzania prowadzącej w konsekwencji do zwiększenia się sumy oszczędności w gospodarce.

Wśród czynników makroekonomicznych, których analiza zostanie pominięta, wskazać należy poziom bezrobocia, koniunkturę gospodarczą i kurs walutowy. Pomiedzy poziomem bezrobocia a wielkością wzrostu gospodarczego, stopniem zamożności i koniunkturą gospodarczą istnieje wzajemne oddziaływanie, które sprawia, że wystarczającym do analizy jest poziom wzrostu gospodarczego i zmiany poziomu zamożności, bowiem są one współkształtowane zarówno przez koniunkturę gospodarczą, jak i stanowiący jej składnik – poziom bezrobocia. Aktualna i oczekiwana stopa bezrobocia odgrywa istotne znaczenie także przy kształtowaniu się preferencji gospodarstw domowych w zakresie podziału dochodu pomiędzy konsumpcję i oszczędności, a charakterystyka tego czynnika zostanie przedstawiona wraz z analizą determinant skłonności do oszczędzania.

Pominięto także szerszą analizę kursu walutowego, którego znaczenie wobec procesu tworzenia i rozszerzania strefy euro, stopniowo maleje, a nadto – wobec przyjęcia łącznej wartości aktywów netto zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne wyrażonej w jednej walucie jako miernika wielkości rynku funduszy inwestycyjnych – kurs walutowy nie wpływa na postrzeganie kierunku zmian wielkości rynku funduszy inwestycyjnych.

Oprócz wyżej wskazanych czynników makroekonomicznych, dodatkowo analizie poddany został kształt opodatkowania w aspekcie wielkości i przedmiotu opodatkowania uczestników funduszy inwestycyjnych oraz spółek nimi zarządzających. W literaturze

przedmiotu opodatkowanie częściej zaliczane jest do czynników o charakterze prawnym. Biorąc pod uwagę inne niż fiskalna funkcje realizowane przez podatki, wydaje się, że uprawnione jest uznanie tego czynnika za czynnik o mieszanym prawnym i ekonomicznym charakterze. Kształt opodatkowania dochodów z poszczególnych źródeł wpływa na decyzje inwestorów dotyczące podziału dochodów pomiędzy konsumpcję a oszczędności oraz – w odniesieniu do zaoszczędzanej części dochodu – na jej alokację w dobra trwałe, instrumenty finansowe, w tym tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Wpływ wielkości opodatkowania został przedstawiony w punkcie 2.5 rozdziału drugiego.

W celu scharakteryzowania wpływu wyżej wybranych czynników makroekonomicznych na rynek funduszy inwestycyjnych, oprócz danych dotyczących siedmiu największych rynków funduszy w Europie (Irlandia, Francja, Wielka Brytania, Włochy, Hiszpania i Luksemburg) przedstawiono także dane dotyczące innych rynków europejskich. Prezentacja danych dodatkowych rynków ma służyć ukazaniu wybranych do dalszej, przeprowadzonej w kolejnym rozdziale, analizy na tle innych rynków europejskich.

4.1. Wzrost gospodarczy

Pojęcie wzrostu gospodarczego odnosi się do rozszerzania zdolności wytwarzania przez gospodarkę narodową dóbr i usług, a miernikiem ilościowym tego wzrostu jest poziom zmian produktu krajowego brutto⁹. Produkt krajowy brutto definiowany jest jako suma wartości dodanej dóbr i usług wytworzonej przez dostawców w danym kraju w okresie jednego roku, powiększona o podatki niewliczone w cenę produktów i usług¹⁰. Celem wyeliminowania wpływu wielkości populacji danego kraju na wielkość produktu krajowego brutto i ustalenia rzeczywistego poziomu rozwoju gospodarczego powszechnie stosowaną miarą jest wielkość produktu krajowego brutto na mieszkańca (PKB *per capita*)¹¹.

⁹ R. J. Barro, X. Sala-i-Martin, *Economic growth*, The MIT Press, Cambridge, 2004, s. 20.

¹⁰ *World development report 2002: Building institutions for markets*, Oxford University Press, New York 2002, s. 21.

¹¹ Oprócz mierników ilościowych wskazanych powyżej, istnieją także jakościowe mierniki wzrostu gospodarczego. Do najważniejszych z nich należą wskaźniki:

- społeczne – HDI (*Human Development Index*) - wprowadzony przez Program Rozwoju Narodów Zjednoczonych w 1990 r., ustalany na podstawie indeksów: przewidywanej długości życia, indeksu edukacji i indeksu PKB, GDI (*Gender Development Index*) – oparty na tych samych składnikach co indeks HDI, pozwalający jednakże na różnicowanie badań względem płci,
- instytucjonalne – HF (indeks wolności gospodarczej) – opracowany w 1995 roku przez *Heritage Foundation* mierzący stopień rozwoju instytucjonalnego www.heritage.org,
- ekologiczne – ISEW (*Index of Sustainable Economic Welfare*) –uwzględniający średnie spożycie i podział dóbr oraz dewastację środowiska naturalnego,
- rozwoju zrównoważonego – SDI (*Sustainable Development Index*) – opierający się na próbie oceny jakości życia w jego siedmiu aspektach: (1) prawach człowieka, (2) przewidywanej długości życia, (3) zdrowiu i

Potencjalna zależność pomiędzy poziomem wzrostu gospodarczego a rozwojem rynku finansowego jest przedmiotem badań od prawie stu lat¹², jednakże dopiero od lat 70 XX wieku podejmowano badania empiryczne powyższej zależności¹³. Badania te związane były z poszukiwaniem odpowiedzi na pytanie, jak zmienia się struktura rynku finansowego wraz ze wzrostem gospodarczym i jaki wpływ wywiera na poziom tego wzrostu. Powiązania pomiędzy wzrostem gospodarczym a rozwojem rynku finansowego przedstawiono na schemacie 7. Wysuwano w zakresie tej zależności dwie hipotezy:

- pierwszą, zgodnie z którą oferowanie nowych instrumentów finansowych i rozwój rynku finansowego kreuje podaż oszczędności, które są następnie absorbowane przez podmioty gospodarcze, co w rezultacie prowadzi do wzrostu gospodarczego w sferze realnej¹⁴,
- drugą, która zakłada, że wzrost gospodarczy w sferze realnej kreuje popyt na instrumenty finansowe i przekłada się na rozwój rynku finansowego¹⁵.

Rozważając wzajemną relację pomiędzy wielkością rynku finansowego a tempem wzrostu gospodarczego należy przypomnieć funkcje, jakie spełnia rynek finansowy w gospodarce. Należą do nich:

- zapewnienie sposobów rozliczeń płatności handlowych,
- zapewnienie mechanizmów służących gromadzeniu zasobów,
- zapewnienie mechanizmów dla transferu zasobów w czasie i przestrzeni i pomiędzy gałęziami przemysłu,
- zapewnienie sposobów zarządzania ryzykiem,

opiece medycznej, (4) edukacji i technologii, (5) rozwoju ekonomicznym i długi zagranicznym, (6) zużyciu surowców i (7) wpływie na środowisko naturalne.

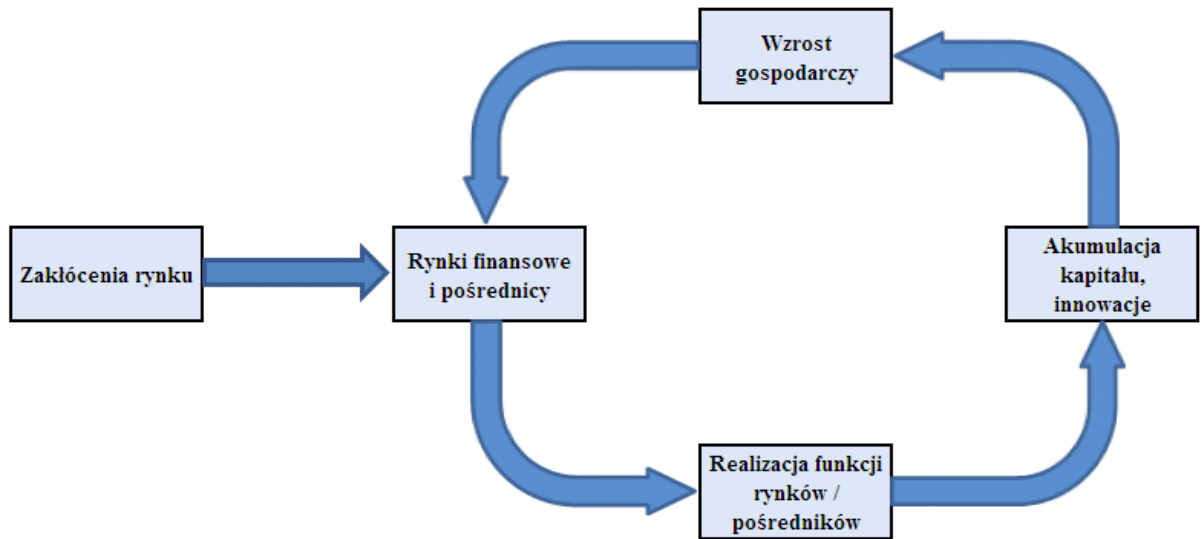
¹² W literaturze pierwszy na zależność pomiędzy stopniem rozwoju rynku finansowego a poziomem wzrostu gospodarczego zwrócił uwagę J.A. Schumpeter, w: J. A. Schumpeter, *The theory of economic development*, Oxford University Press, Cambridge 1911.

¹³ R. W. Goldsmith analizował dane z 35 krajów do roku 1963 - R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven 1969. Późniejsze analizy pochodzą z prac R. I. McKinnon – R. I. McKinnon, *Money and capital in economic development*, The Brookings Institution, Washington 1973 oraz E. S. Shaw – E. S. Shaw, *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, London 1973. Powyższe za: C. Calderón, L. Liu, *The direction of causality between financial development and economic growth*, Central Bank of Chile Working Papers, No. 184, October 2002.

¹⁴ R.G. King, R. Levine, *Finance and growth: Schumpeter might be right*, Quarterly Journal of Economics, August 1993, Vol. 108, Issue 3, s. 717, R.G. King, R. Levine, *Finance, entrepreneurship and growth*, Journal of Monetary Economics, December 1993, Vol. 32, Issue 3, s. 513, K. Neusser, M. Kugler, *Manufacturing growth and financial development: Evidence from OECD countries*, Review of Economics and Statistics, November 1998, Vol. 80, No 4, s. 638.

¹⁵ W. S. Jung, *Financial development and economics growth: International evidence*, Economic Development and Cultural Change, January 1986, Vol. 34, Issue 2, s. 333.

- dostarczanie informacji o cenach wspomagającej podejmowanie decyzji,
- niwelowanie asymetrii informacyjnej¹⁶.



Schemat 7. Zależność pomiędzy rynkami finansowymi a wzrostem gospodarczym

Źródło: opracowanie własne

Powyższe funkcje rynków finansowych są niezmiennie, jednakże pomiędzy poszczególnymi państwami występują istotne różnice w zakresie jakości usług finansowych i struktury instytucji je świadczących oraz rodzajów istniejących instrumentów finansowych i ich rynków. Na szczególną uwagę zasługuje wyróżnienie systemów finansowych opartych na bankach jako wiodących pośrednikach finansowych oraz systemów finansowych opartych na rynkach instrumentów finansowych i działających na nich niebankowych pośrednikach finansowych, w tym funduszach inwestycyjnych.

Niezależnie od właściwego danemu państwu ukształtowania formalnego pośredników finansowych działających na rynku finansowym, głównym zadaniem pośredników finansowych jest wspomaganie transferu środków od oszczędzających do kapitałobiorców¹⁷, a w szczególności niwelowanie asymetrii informacyjnej i obniżanie kosztów zewnętrznego finansowania oraz kosztów transakcyjnych¹⁸.

Z rozwojem rynku finansowego w ujęciu jakościowym mamy do czynienia wtedy, gdy instrumenty finansowe, ich rynki i pośrednicy finansowi w coraz wyższym stopniu są w

¹⁶ R. C. Merton, Z. Bodie, *A conceptual framework for analyzing the financial environment*, w: *The global financial system. A functional perspective*, D. B. Crane (red.), Harvard Business School Press, Boston 1995, s. 5.

¹⁷ R. G. Rajan, L. Zingales, *Financial dependence and growth*, *The American Economic Review*, June 1998, Vol. 88, Issue 3, s. 559.

¹⁸ R. Levine, *Law, Finance and economic growth*, *Journal of Financial Intermediation*, January 1999, Vol. 8, No. 1 – 2, s. 8.

stanie wypełniać funkcje rynku wskazane powyżej¹⁹. W konsekwencji, rozwój rynku finansowego wpływa na:

- zwiększenie ilości i dostępu do informacji o możliwych sposobach lokowania kapitału. Informacje te są niezbędne podmiotom posiadającym nadwyżki kapitału celem ich lokowania. Im bardziej rozwinięty jest rynek pośredników finansowych, tym tańsze jest pozyskiwanie i przetwarzanie informacji o podmiotach gospodarczych będących potencjalnymi kapitałobiorcami, ich zarządach i otoczeniu rynkowym²⁰. Szerszy dostęp do wiarygodnych informacji o możliwościach lokowania środków powoduje mobilizację oszczędności i bardziej efektywną alokację kapitałów;
- poprawienie jakości monitorowania inwestycji i wdrażania zasad *corporate governance*. Minimalizowanie kosztów monitorowania sposobu wydatkowania środków pożyczonych od kapitałodawców przez podmioty gospodarcze oraz jego zgodności z warunkami pozyskania kapitału jest kluczowe z punktu widzenia poziomu oszczędności oraz decyzji o powierzeniu środków podejmowanych przez kapitałodawców²¹ i prowadzi do zwiększenia efektywności alokacji zasobów²². Zmniejszenie kosztów monitorowania inwestycji leży w ekonomicznym interesie pośredników finansowych i stąd są oni motorem zmian w zakresie *corporate governance* i obowiązków informacyjnych emitentów²³;
- poprawienie jakości dywersyfikacji i zarządzania ryzykiem. Pośrednicy działający na rozwiniętych rynkach finansowych oferują instrumenty, pozwalające na ograniczanie, dzielenie i przenoszenie ryzyk związanych z poszczególnymi projektami inwestycyjnymi, spółkami, sektorami i regionami²⁴. Zdolność systemu finansowego do zapewnienia instrumentów dywersyfikacji ryzyka wspomaga

¹⁹ R. Levine, *Finance and growth: Theory and evidence*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10766, September 2004, <http://www.nber.org/papers/w10766>.

²⁰ F. Allen, *The market for information and the origin of financial intermediaries*, *Journal of Financial Intermediation*, March 1990, Vol. 1, issue 1, s. 3.

²¹ M. Jensen, W. R. Meckling, *Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, October 1976, Vol. 3, issue 4, s. 305, E. Fama, M. Jensen, *Separation of ownership and control*, *Journal of Law and Economics*, June 1983, Vol. 26, No. 2, s. 301, E. Fama, M. Jensen, *Agency problems and residual claims*, *Journal of Law and Economics*, June 1983, Vol. 26, issue 2, s. 327.

²² D. W. Diamond, *Financial intermediation as delegated monitoring*, *Review of Economic Studies*, July 1984, Vol. 51, No. 3, s. 393.

²³ V. R. Bencivenga, B. D. Smith, *Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model*, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 1993, No. 17, issue 1-2, s. 97.

²⁴ D. Acemoglu, F. Zilibotti, *Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth*, *Journal of Political Economy*, 1997, Vol. 105, No. 4, s. 709.

alokację zasobów zgodną z preferencjami podmiotów posiadających nadwyżki finansowe w zakresie relacji podejmowanego ryzyka inwestycyjnego do potencjalnego dochodu;

- wzmocnienie funkcji mobilizacji oszczędności. Wraz z rozwojem sektora pośredników finansowych pozwalającego na ograniczenie negatywnego wpływu kosztów transakcyjnych i asymetrii informacyjnej obecnych w procesie alokacji środków, zwiększana jest przez kapitałodawców podaż środków możliwych do alokacji. Jednocześnie, rozwój pośredników finansowych pozwala na osiąganie korzyści skali oraz realizację projektów gospodarczych, których skala przekraczałaby możliwości pojedynczych inwestorów²⁵;
- ułatwienie procesów wymiany dóbr. Instrumenty finansowe obniżają koszty przeprowadzanych procesów wymiany i w konsekwencji wspomagają procesy specjalizacji oraz wprowadzania innowacji i skutkują wzrostem gospodarczym²⁶.

Pozytywny wpływ rozwoju rynku finansowego na poziom wzrostu gospodarczego jest wiązany z mobilizowaniem oszczędności celem ich wykorzystania do realizacji projektów inwestycyjnych²⁷, wydajniejszą alokacją zasobów i kreowaniem płynności²⁸, wzrostem produktywności²⁹ i redukcją kosztów monitoringu wykorzystania środków powierzonych kapitałobiorcom³⁰. Jednocześnie, warunkiem dodatniego działania wielkości rynku finansowego na poziom wzrostu gospodarczego jest istnienie regulacji pozwalających na przewyższenie problemów wynikających z asymetrii informacyjnej pomiędzy dawcami a biorcami kapitału³¹ oraz regulacji chroniących inwestorów przed nadużyciami pośredników finansowych³².

²⁵ E. R. Sirri, P. Tufano, *The economics of pooling*, w: *The global financial system. A functional perspective*, D. B. Crane (red.), op. cit., s. 81.

²⁶ J. Greenwood, B. Smith, *Financial markets in development, and the development of financial markets*, Journal of Economic Dynamics and Control, January 1997, Vol. 21, issue 1, s. 145.

²⁷ M. Gertler, A. Rose, *Finance, public policy and growth*, w: G. Caprio Jr., J. Atiyas, J.A.Hanson (red.), *Financial reform, Theory and experience*, Cambridge University Press, Cambridge 1994, s. 15.

²⁸ J. Greenwood, B. Jovanovich, *Financial development, growth and the distribution of income*, Journal of Political Economy, 1990, Vol. 98, No. 5, s. 1076.

²⁹ R.G. King, R. Levine, *Finance, entrepreneurship, and growth*, op.cit.

³⁰ K. Blackburn, V. Hung, *A theory of growth, financial development and trade*, *Economica*, February 1998, Vol. 65, issue 257, s. 107.

³¹ A. Winkler, *Financial development, economic growth and corporate governance*, Johann Wolfgang Goethe – Universität am Main Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Working Paper Series; Finance & Accounting No. 12, February 1998, s. 19.

³² P. E. Guidotti, J. de Gregorio, *Financial development and economic growth*, *World Development*, March 1995, Vol. 23, No. 3, s. 433.

Dotychczas podejmowano stosunkowo nieliczne próby³³ uzasadnienia drugiej z koncepcji wzajemnych relacji pomiędzy poziomem wzrostu gospodarczego a rozwojem rynku finansowego, tzn. wpływu tempa wzrostu gospodarczego na rozwój rynku finansowego. Odnosiły się one do zwiększonego popytu na usługi finansowe, będącego skutkiem zwiększenia skali działalności przez rozwijające się przedsiębiorstwa³⁴ oraz zwiększenia wolumenu oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa domowe, dzięki czemu wzrasta popyt na usługi pośredników finansowych.

Podkreśla się, że sektor pośredników finansowych jest silniejszy, bardziej zróżnicowany i wydajniejszy w zamożniejszych krajach i jednocześnie wraz ze wzrostem gospodarczym niebankowi pośrednicy finansowi zyskują większe znaczenie przy finansowaniu podmiotów gospodarczych kosztem udziału banków³⁵.

Z punktu widzenia wpływu tempa wzrostu gospodarczego na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych istotne wydają się dwie następujące kwestie:

- po pierwsze, w jaki sposób wzrost gospodarczy wpływa na zmiany popytu na usługi zarządzania aktywami,
- po drugie, w jaki sposób wzrost gospodarczy wpływa na wielkość rynku finansowego, w tym w szczególności na podaż instrumentów finansowych mogących być przedmiotem lokat funduszy inwestycyjnych.

Przy określonej wielkości rynku funduszy inwestycyjnych, tj. danej liczby funkcjonujących funduszy zarządzających aktywami określonej wielkości, wzrost gospodarczy przyczynia się do zwiększenia się dochodu *per capita* i w konsekwencji sumy oszczędności w gospodarce, a więc podaży kapitału możliwego do ulokowania przez podmioty posiadające jego nadwyżki. Jednocześnie, rozszerzanie zdolności do wytwarzania dóbr przyczynia się do wzrostu zapotrzebowania na kapitał generowanego przez podmioty gospodarcze, choć zapotrzebowanie to wraz z rozwojem podmiotów gospodarczych zaspokajane może być także z ich bieżących dochodów³⁶.

³³ R. Levine, *Financial development and economic growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, June 1997, Vol. XXXV, issue 2, s. 688.

³⁴ J. Robinson, *The generalization of the general theory*, w: *The rate of interest and other essays*, Macmillan, London 1952, s. 86.

³⁵ S. Tadesse, *Financial architecture and economic performance: International evidence*, Journal of Financial Intermediation, October 2002, Vol. 11, No. 4, s. 429.

³⁶ C. Mayer wskazuje, że wraz ze wzrostem gospodarczym przy jednoczesnym rozwoju i liberalizacji rynków finansowych coraz wyższy odsetek inwestycji przedsiębiorstw finansowy jest z ich własnych środków za: C. Mayer, *Myths of the West – Lessons from developed countries for development finance*, World Bank Working Paper No. 301

Oszczędności mogą być udostępniane kapitałobiorcom bezpośrednio albo przy wykorzystaniu pośredników finansowych. Podział transferu oszczędności od oszczędzających do kapitałobiorców na dokonywany bezpośrednio i dokonywany przy wykorzystaniu pośredników finansowych zależy jest od wielu czynników, z których do najważniejszych zaliczyć należy stopień rozwoju rynków finansowych, w tym rynku pośredników finansowych i rynku instrumentów finansowych oraz regulacji prawnych chroniących inwestorów udostępniających kapitał przed ryzykiem nadużycia i ryzykiem negatywnej selekcji ze strony finansowych podmiotów oraz regulacji umożliwiających monitorowanie wykorzystania powierzonych środków³⁷.

Zwiększenie się podaży oszczędności powoduje wzrost zapotrzebowania na usługi finansowe, co powinno przekładać się między innymi na zwiększanie aktywów funduszy inwestycyjnych istniejących na rynku i w konsekwencji – przy uwzględnieniu efektów skali – na wzrost dochodów spółek nimi zarządzających. Wyższa dochodowość działalności polegającej na tworzeniu i zarządzaniu funduszami inwestycyjnymi powinna wiązać się z wchodzeniem na rynek nowych spółek zarządzających oraz tworzeniem nowych funduszy inwestycyjnych oraz oferowaniem na terytorium danego państwa tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych z siedzibą poza jego terytorium.

Mimo iż badania empiryczne są stosunkowo nieliczne³⁸, to potwierdzają istnienie pozytywnej zależności pomiędzy poziomem rozwoju gospodarczego a rozwojem rynku krajowych funduszy inwestycyjnych³⁹. W krajach bardziej rozwiniętych gospodarczo, w których istnieją silniejsze rynki finansowe, a prawa inwestorów są lepiej chronione, rynek funduszy inwestycyjnych jest większy. Dane dotyczące poziomu produktu krajowego brutto i jego zmian oraz wielkości rynku funduszy inwestycyjnych i jej zmian przedstawione zostały w tabeli 21.

Zawarte w niej dane uprawdopodobniają istnienie pozytywnej zależności pomiędzy dynamiką zmian PKB *per capita*, a dynamiką zmian wartości aktywów netto funduszy w

³⁷ E. R. Sirri, P. Tufano, *The Economics of Pooling*, w: D. B. Crane (red.), *The global financial system. A functional perspective*, op. cit., s. 82.

³⁸ Por. K. Gabryelczyk, *Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce a wzrost gospodarczy* w: J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, W. Przybylska – Kapuścińska (red.), *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 224.

³⁹ Badania wpływu wielkości, wieku opłat i sposobu zarządzania 10.568 otwartych funduszy inwestycyjnych z 19 krajów w latach 1999 – 2005 oraz wpływu stopnia rozwoju gospodarczego, wielkości rynku finansowego i poziomu ochrony inwestorów na zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych zawarte w: M. A. Ferreira, A. F. Miguel, S. Ramos, *The determinants of mutual fund performance: A cross – country study*, Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 06 – 30, November 2006.

latach 1997 – 2007 (współczynnik korelacji 0,58). Jednocześnie, wartości PKB i WAN *per capita* w 1997 roku były dodatnio skorelowane w stopniu niższym (0,57) niż miało to miejsce w odniesieniu do wartości PKB i WAN *per capita* w 2007 roku (0,70). Powyższe może oznaczać, że wraz ze wzrostem dochodu *per capita* zależność pomiędzy jego wysokością a sumą aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych przypadającą na mieszkańca staje się silniejsza.

Tabela 21. Zmiany PKB, PKB *per capita* i wartość aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych w latach 1997 i 2007 w wybranych krajach

UE

Kraj	PKB (mln USD)		zmiana 1997-2007	PKB per capita (USD)		zmiana 1997-2007	WAN (mln USD)		WAN per capita (USD)		zmiana 1997-2007
	1997	2007		1997	2007		1997	2007	1997	2007	
Austria	208 750	377 028	80,6%	26189	45343	73,14%	44 930	138 709	5636,68	16681,78	196,0%
Belgia	249 418	448 560	79,8%	23056	42213	83,09%	35 748	149 842	3304,49	14101,45	326,7%
Czechy	57 135	168 142	194,3%	5545	16271	193,43%	354	7 595	34,38	734,95	2038,0%
Dania	170 435	308 093	80,8%	32255	56427	74,94%	13 037	105 225	2467,26	19271,98	681,1%
Finlandia	123 269	246 020	99,6%	23982	46515	93,96%	3 534	81 136	687,55	15340,52	2131,2%
Francja	1424376	2562288	79,9%	24470	41523	69,69%	499 681	1 989 690	8584,40	32244,15	275,6%
Grecja	156 058	360 031	130,7%	14481	32166	122,13%	25 759	29 807	2390,18	2663,00	11,4%
Hiszpania	572 638	1429226	149,6%	14467	31846	120,13%	177 804	396 534	4492,04	8835,62	96,7%
Holandia	386 534	754 203	95,1%	24767	46041	85,90%	67 154	113 921	4302,81	6954,46	61,6%
Irlandia	81 269	254 970	213,7%	22120	58399	164,01%	22 729	951 371	6186,45	217904,49	3422,3%
Luksemburg	18 517	47 942	158,9%	43879	99879	127,62%	430 967	2 685 065	1021248,34	5593885,42	447,7%
Niemcy	2160591	3297233	52,6%	26326	40079	52,24%	146 889	372 072	1789,78	4522,68	152,7%
Polska	157 082	420 321	167,6%	4064	11043	171,72%	541	45 542	14,00	1196,55	8448,4%
Portugalia	111 948	220 241	96,7%	11096	20762	87,11%	24 695	29 732	2447,72	2802,79	14,5%
Rumunia	35 286	165 980	370,4%	1565	7703	392,37%	bd	390	bd	18,10	bd
Słowacja	21 564	74 932	247,5%	4006	13887	246,65%	bd	4 762	bd	882,51	bd
Słowenia	20 002	45 451	127,2%	10072	22523	123,63%	bd	4 219	bd	2090,68	bd
Szwecja	249 468	444 443	78,2%	28192	48584	72,33%	45 871	194 955	5183,76	21311,22	311,1%
Węgry	45 724	138 182	202,2%	4444	13741	209,24%	755	12 577	73,33	1250,70	1605,5%
Wielka Brytania	1328084	2727806	105,4%	22774	44693	96,25%	362 964	944 536	6223,98	15475,57	148,6%
Włochy	1192326	2107481	76,8%	20957	35494	69,37%	208 617	419 687	3666,77	7068,41	92,8%

Źródło: ICI Fact Book 2001-2008, Investment Company Institute, World Development Indicators Database,

World Bank

4.2. Poziom zamożności i wielkość oszczędności

Z punktu widzenia gospodarki jako całości, wielkość oszczędności zgromadzonych w gospodarce ma decydujące znaczenie dla wielkości inwestycji⁴⁰. Oszczędności są na tym poziomie definiowane jako różnica pomiędzy dochodem narodowym brutto a sumą wydatków na konsumpcję i odgrywają kluczową rolę w procesach inwestowania i zwiększania majątku trwałego w gospodarce.

Rola, jaką suma oszczędności zgromadzonych w gospodarce odgrywa w jej rozwoju, została niezależnie dostrzeżona w latach trzydziestych XX wieku przez R. Harroda⁴¹ i E. Domara, którzy stwierdzili, że im wyższa stopa oszczędności, tym większe inwestycje i w konsekwencji wyższa stopa wzrostu gospodarczego. Rozwinięciem powyższej hipotezy uwzględniającym zmiany produktywności w czasie był model wzrostu gospodarczego R. Solowa⁴².

W tym modelu wzrost oszczędności powoduje wzrost inwestycji, które w konsekwencji powodują dalszy wzrost ilości kapitału w gospodarce rozszerzając możliwości jego oszczędzania i reinwestowania. Jednocześnie, z uwagi na fakt, że wzrost ilości kapitału powoduje stopniowe zmniejszanie się jego produktywności, tempo wzrostu gospodarczego ulega osłabieniu. Dopiero w późniejszych badaniach udowodniono, że rola, jaką oszczędności odgrywają we wspomaganie wzrostu gospodarczego, nie ulega zmniejszeniu, bowiem oprócz wspomaganie inwestycji w majątek trwały, dodatnio wpływa na rozwój kapitału ludzkiego⁴³ i technologii.

Powyższe badania nie wyjaśniały jednak, jaka powinna być optymalna wielkość gromadzonych oszczędności z punktu widzenia utrzymania wzrostu gospodarczego. Problematyka ta została podjęta przez E. Phelps, który w 1961 roku sformułował tzw. złotą regułę wzrostu⁴⁴.

⁴⁰ *Rynek pieniężny i kapitałowy*, I. Pyka (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamickiego, Katowice 2001, s. 113.

⁴¹ R. F. Harrod, *An essay in dynamic theory*, *The Economic Journal*, March 1939, Vol. 49, No. 193, s. 14.

⁴² R. M. Solow, *A contribution to the theory of economic growth*, *The Quarterly Journal of Economics*, February 1956, Vol. 70, No. 1, s. 65.

⁴³ G. Mankiw, D. Romer, D. Weil, *A contribution to the empirics of economic growth*, *Quarterly Journal of Economics*, May 1992, Vol. 107, No. 2, s. 407.

⁴⁴ E. Phelps, *The golden rule of accumulation: A fable for growthmen*, *The American Economic Review*, September 1961, Vol. 51, No. 2, s. 638.

W wymiarze mikroekonomicznym, oszczędności to środki pieniężne przeznaczone na konsumpcję w przyszłości⁴⁵, a samo oszczędzanie jest procesem podziału bieżących dochodów pomiędzy bieżącą a przyszłą konsumpcją, przy założeniu, że zaoszczędzone środki są lokowane w taki sposób, by przynajmniej chronić ich realną wartość. Skłonność do oszczędzania jest mierzona jako część dochodu rozporządzalnego brutto, która nie jest przeznaczana na bieżącą konsumpcję i jest w istocie rzeczą skłonnością podmiotu do odłożenia konsumpcji na przyszłość. Wśród motywów oszczędzania wyróżnia się motywy wynikające z:

- tworzenia rezerw na nieprzewidziane okoliczności⁴⁶,
- przygotowywaniem do innego niż aktualnie stosunku pomiędzy dochodem a potrzebami konsumpcyjnymi⁴⁷,
- zamiaru zaspokojenia w wyższym stopniu potrzeb konsumpcyjnych w przyszłości kosztem doraźnego ich ograniczenia,
- pożądanego poczucia niezależności,
- zamiaru zapewnienia kapitału na spekulację,
- zamiaru gromadzenia majątku będącego przedmiotem dziedziczenia⁴⁸,
- zamiaru zapewnienia dobrego startu dzieciom⁴⁹,
- skąpstwa⁵⁰.

Wśród głównych czynników wpływających na poziom skłonności do oszczędzania wskazuje się na:

- czynniki demograficzne. Liczba i wiek osób w gospodarstwie domowym, w szczególności dzieci, kształtuje wielkość aktualnych i prognozowanych wydatków i wpływa na skłonność do oszczędzania umotywowaną zamiarem wykształcenia dzieci. Oprócz powyższego, na skłonność do oszczędzania w gospodarstwie

⁴⁵ D. Korenik, *Oszczędzanie indywidualne w Polsce*, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego, Wrocław 2003, s. 25.

⁴⁶ L. Kotlikoff, *What determines savings ?*, MIT Press, Cambridge 1989, s. 141.

⁴⁷ W świetle badań motyw ostrożnościowy jest głównym motywem oszczędzania w USA por. J. Skinner, *Risky income, life cycle consumption and precautionary savings*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2336, August 1987.

⁴⁸ L. Kotlikoff, L. Summers, *The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation*, The Journal of Political Economy, August 1981, Vol. 89, No. 4, s. 706.

⁴⁹ M. Kurz, *Capital accumulation and the characteristics of private intergenerational transfers*, *Economica*, February 1984, Vol. 51, No. 201, s. 1.

⁵⁰ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1985, s. 133.

domowym wpływa wiek, skorelowany z nim etap kariery zawodowej i osiągnięte dochody.

- strukturę zatrudnienia oraz aktualną i przewidywaną stopę bezrobocia. Co do zasady, osoby prowadzące działalność gospodarczą oraz wykonujące zawody związane z osiąganiem nieregularnych dochodów wykazują wyższą skłonność do oszczędzania wynikającą z motywu przezorności niż osoby pozostające w stosunku pracy⁵¹. Aktualny i przewidywany w związku z koniunkturą gospodarczą poziom bezrobocia wpływa na skłonność do oszczędzania w ten sposób, że gospodarstwa domowe dotknięte bezrobociem konsumują wcześniej zgromadzone oszczędności, a gospodarstwa narażone na ryzyko bezrobocia przejawiają wyższą skłonność do oszczędzania w warunkach wysokiego lub rosnącego bezrobocia motywowaną zamiarem utrzymania stopy życiowej⁵².
- strukturę wydatków publicznych i jej zmiany. Zmiany struktury wydatków wpływają na decyzje podejmowane przez gospodarstwa domowe dwojako. Po pierwsze, zmiany wielkości transferów wpływają na wysokość dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych je otrzymujących i w konsekwencji – na ich skłonność do oszczędzania⁵³. Po drugie, zmiany priorytetów polityki społecznej w zakresie finansowania określonych rodzajów dóbr publicznych (oświata, edukacja, opieka zdrowotna) wpływają na natężenie motywu zapobiegawczego oszczędzania i w konsekwencji, na skłonność do oszczędzania.
- kształt systemu ubezpieczeń społecznych. W systemach opartych na solidarności pokoleniowej (redystrybutywnych) co do zasady skłonność do oszczędzania jest niższa, niż w systemach opartych na wypłatach z kapitału zgromadzonego w trakcie pracy zawodowej, w szczególności dlatego, że wspierane są one przez odpowiednią politykę społeczną promującą dodatkowe formy oszczędzania emerytalnego np. przez kształt obciążeń podatkowych. Jednocześnie, niższa niepewność co do przyszłych dochodów występująca w systemach redystrybutywnych wpływa na obniżenie skłonności do oszczędzania

⁵¹ M. R. Fischer, *Explorations in saving behavior*, Oxford University Institute of Statistics Bulletin, August 1956, s. 274.

⁵² E. Machowicz, *Wpływ stopy bezrobocia na kształtowanie poziomu pieniądza oszczędnościowo-pożyczkowego*, Bank i Kredyt, Nr 11, 2000, s. 74.

⁵³ B. Liberda, *Oszczędzanie w gospodarce polskiej – teorie i fakty*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 48.

motywowanej względami ostrożnościowymi⁵⁴. W skrajnych przypadkach, niezgodnie z teorią cyklu życia, oszczędności emerytów rosną⁵⁵.

- aktualny poziom i oczekiwania odnoszące się do inflacji, której wzrost powoduje niepewność co do przyszłej realnej wartości dochodów i majątku i zazwyczaj prowadzi do wzrostu skłonności do oszczędzania.
- poziom urbanizacji, który wpływa z jednej strony na poziom rozwoju rynków finansowych i dostępność produktów oszczędnościowych i kredytowych, z drugiej zaś na kształtowanie i rozpowszechnianie wzorców konsumpcji.

Wśród hipotez dotyczących skłonności do oszczędzania wyróżnić należy **liniową funkcję konsumpcji**, teorię dochodu permanentnego oraz teorię cyklu życia. Pierwsza z nich przyjmuje, że skłonność do oszczędzania oraz podział dochodu rozporządzalnego gospodarstwa domowego na konsumpcje i oszczędności są zależne od wielkości dochodu. Teoria liniowej funkcji konsumpcji J. M. Keynesa opiera się na założeniu, że gospodarstwa domowe konsumują więcej, gdy ich dochód jest wyższy. W konsekwencji, wraz ze wzrostem dochodu wzrastają także konsumpcja i oszczędności, a z uwagi na spadającą krańcową skłonność do konsumpcji, stopa oszczędności winna rosnąć ponadproporcjonalnie wraz ze wzrostem dochodu. Teoria ta nie znajduje jednak potwierdzenia w praktyce – z badań S. Kuznetza wynika, że konsumpcja rośnie niemalże proporcjonalnie do dochodu, a więc stopa oszczędności w nikłym stopniu zależy od wielkości dochodu.

Hipoteza dochodu permanentnego sformułowana przez M. Friedmana wynikała z obserwacji zachowań amerykańskich gospodarstw domowych, których skłonność do oszczędzania w świetle zmian koniunktury gospodarczej charakteryzowała się inercją – w okresach *prosperity* ich konsumpcja rosła wolniej niż dochód, a w okresach recesji – obniżała się w mniejszym stopniu niż wynikałoby to ze spadku dochodów. Hipoteza ta zakłada, że bieżący dochód podmiotu składa się z dwóch części: permanentnej i przejściowej. Część permanentna dochodu, to dochód, jakiego podmiot oczekuje w ciągu całego życia na podstawie dostępnych mu informacji. Wobec faktu, że oczekiwania i formułowana na ich podstawie ścieżka zmiany dochodu w okresie życia, nie zawsze pokrywa się z rzeczywistością, dochód permanentny podlegać może wahaniom. Drugą częścią dochodu osiąganego przez podmiot jest dochód przejściowy, który jest różnicą pomiędzy dochodem

⁵⁴ J. Skinner, op. cit.

⁵⁵ R. Rodepeter, J. Winter, *Savings decisions under life-time earnings uncertainty*, Sonderforschungsbereich 504 Publications, Universität Mannheim, November 1998, No. 98-58, s. 12.

bieżącym a dochodem rozporządzalnym. Różnica ta może być okresowo ujemna, tzn. bieżący dochód rozporządzalny może być okresowo niższy niż oczekiwany przez podmiot jej dochód permanentny. W takim przypadku, celem wyrównania konsumpcji w tym okresie, podmioty zaciągają zobowiązania albo konsumują wcześniej zgromadzone oszczędności. W okresach, gdy dochód bieżący jest wyższy od dochodu permanentnego, nieskonsumowana część jest zaoszczędzana.

Teoria cyklu życia zaproponowana przez F. Modiglianiego zakłada, podobnie jak teoria dochodu permanentnego, że podmioty dążą do zachowania jednakowego poziomu konsumpcji w trakcie całego życia. W tym celu, osoby młode, stojące na progu kariery zawodowej, zaciągają kredyty i pożyczki. Później, w okresie wieku średniego, gdy ich sytuacja zawodowa jest ustabilizowana i osiągają najwyższe dochody, dokonują spłaty tych kredytów oraz oszczędzają na cele emerytalne. W wieku emerytalnym konsumują oszczędności zgromadzone wcześniej. Teoria ta jako motyw oszczędzania wskazuje wyłącznie zamiar utrzymania poziomu konsumpcji, pomijając inne motywy, w szczególności odnoszące się do zabezpieczenia się przed nagłym spadkiem dochodów oraz motyw spadku.

W integrującej się Europie, na wielkość oszczędności wpływają także inne czynniki.

Po pierwsze, stopniowe zastępowanie systemów emerytalnych opartych na solidarności pokoleń, wymuszone przez proces starzenia się społeczeństw, wzmagają zainteresowanie oszczędzaniem na cele emerytalne.

Po drugie, integracja europejska prowadzi do zjawisk migracji wewnętrznej i zmiany wykonywanego zawodu w trakcie życia, co z kolei zwiększa niepewność co do wysokości przyszłych dochodów i skłania do oszczędzania motywowanego zamiarem utrzymania w przyszłości poziomu konsumpcji. Po trzecie, integracja rynków finansowych powoduje wzrost podaży instrumentów mogących być przedmiotem oszczędności, a wprowadzenie wspólnej waluty potęguje korzyści wynikające z dostępu do europejskiego rynku takich instrumentów⁵⁶.

Jedną z podstawowych ról, jaką pełnią fundusze inwestycyjne na rynku finansowym, jest mobilizowanie oszczędności celem transmisji ich od podmiotów posiadających nadwyżki środków pieniężnych do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał.

W konsekwencji, na zapotrzebowanie na usługi funduszy i innych pośredników finansowych wpływ będzie miała wielkość oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa

⁵⁶ A. Börsch-Supan, A. Brugiavini, *Savings: The policy debate in Europe*, Oxford Review of Economic Policy, 2001, Vol. 17, No. 1, s. 116.

domowe, a rozwój krajowego rynku funduszy spowodowany napływem środków będzie powiązany z pojawianiem się nowych oszczędności na rynku oraz popularnością funduszy inwestycyjnych jako sposobu oszczędzania.

Przyjmuje się, że stopień wykorzystania instrumentów finansowych jako sposobu tezauryzacji zależy od trzech grup czynników:

- demograficznych,
- psychologicznych,
- dochodowych.

Do czynników demograficznych wpływających na skłonność do lokowania nadwyżek w instrumenty finansowe należą wiek, wykształcenie, płeć i stan cywilny. Wraz z wiekiem spada skłonność do lokowania w instrumenty finansowe, w szczególności w akcje⁵⁷. Jednocześnie, skłonność ta jest tym wyższa, im wyższe wykształcenie oszczędzającego⁵⁸. Skład portfela instrumentów finansowych zależy także od płci i stanu cywilnego. Samotni mężczyźni są bardziej skłonni do inwestowania w nieruchomości, akcje i dłużne papiery wartościowe emitowane przez korporacje, podczas gdy samotne kobiety nakierowane są na lokaty w skarbowe dłużne papiery wartościowe⁵⁹.

Czynniki psychologiczne mają wpływ na postrzeganie własnej sytuacji materialnej oraz jej perspektyw na tle zmian sytuacji gospodarczej. Osoby przewidujące poprawę swojej sytuacji materialnej oraz sytuacji ekonomicznej kraju są bardziej skłonne do lokowania aktywów w udziałowe instrumenty finansowe⁶⁰. Nie bez znaczenia jest także stopień rozwoju rynku pośredników finansowych, zaufanie, jakim darzą potencjalni kapitałodawcy instytucje na nim działające oraz stopień przejrzystości działania pośredników, w szczególności w aspekcie kosztów ponoszonych przez oszczędzających⁶¹.

Wśród czynników dochodowych znaczenie mają wielkość bieżących dochodów oraz wielkość majątku, które są uznawane za istotne czynniki determinujące wielkość aktywów, w

⁵⁷ H. Wang, S. Hanna, *Does risk tolerance decrease with age?*, Financial Consulting and Planning, 1997, Vol. 8, issue 2, s. 27.

⁵⁸ H. K. Baker, J. A. Haslem, *The Impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences*, Journal of Business Research, October 1974, Vol. 2, issue 4, s. 469.

⁵⁹ P. J. Haynes, M. M. Helms, *Analyzing consumer attitudes*, Personal Financial Planning, January – February 1992, Vol. 4, No. 2, s. 23.

⁶⁰ H. J. Claycamp, *The composition of consumer savings portfolios*, The Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois, Chicago 1963 za: Exploratory Committee on Research In the Capital Markets, *An inventory of recent and current research*, Journal of Finance, May 1964, Vol. 19, issue 2, s. 23.

⁶¹ R. C. Lease, W. Lewellen, G. Schlarbaum, *The individual investor: Attributes and attitudes*, The Journal of Finance, May 1974, Vol. 29, issue 2, s. 413.

tym ulokowanych na rynku finansowym. Wraz ze wzrostem wielkości dochodu, wzrasta część dochodu ulokowana w instrumenty udziałowe i jednocześnie wzrasta łączna wartość takich inwestycji dokonana przez gospodarstwo domowe⁶². Wzrost zamożności rozumianej jako łączne aktywa netto przekłada się na zmianę struktury oszczędności na korzyść instrumentów o wyższym ryzyku i wyższej oczekiwanej stopie zwrotu, charakteryzujących się także niższą płynnością. Dodatkowo, gospodarstwa domowe osiągające ponadprzeciętne dochody charakteryzują się niższą awersją do ryzyka inwestycyjnego i w konsekwencji są skłonne lokować większą część swoich oszczędności w instrumenty finansowe o wyższym poziomie ryzyka⁶³.

Z punktu widzenia zagregowanego popytu na tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, wielkość środków ulokowanych przez oszczędzających w instrumentach finansowych jest zależna od poziomu zamożności społeczeństwa. Co do zasady, w krajach zamożniejszych łączna wartość wyemitowanych instrumentów finansowych jest wyższa. Jednocześnie, wzrost zamożności społeczeństwa jest czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku finansowego⁶⁴.

Fundusze inwestycyjne, podobnie jak inne instrumenty finansowe, są dobrami luksusowymi. Teoretycznie, popyt na nie powinien charakteryzować się dodatnią elastycznością, co oznacza, że rośnie co najmniej proporcjonalnie wraz ze wzrostem dochodu rozporządzalnego.

Miernikiem stopnia zamożności społeczeństwa jest wielkość produktu krajowego brutto na mieszkańca. Miara ta, pomimo niewątpliwych zalet pozwalających dokonywać porównania przeciętnego stopnia zamożności społeczeństw, posiada także wady, z których największą jest ta, że nie odzwierciedla rozpiętości dochodowej i majątkowej istniejącej wewnątrz społeczeństwa⁶⁵.

Porównywanie stopy oszczędności rozumianej jako udział oszczędności w dochodzie rozporządzalnym także napotyka na ograniczenia. Z jednej strony, sposób wyliczania dochodu rozporządzalnego różni się między krajami, bowiem mimo wprowadzenia

⁶² R. Cohn, W. Lewellen, W. Lease, G. Schlarbaum, *Individual investor risk aversion and investment portfolio composition*, Journal of Finance, May 1975, Vol. 30 issue 2, s. 605.

⁶³ J. A. Wachter, M. Yogo, *Why do household portfolio rise in wealth?*, March 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970953.

⁶⁴ A. Demirgüç -Kunt, R. Levine, *Bank concentration: cross-country evidence*, Working Paper, World Bank, 2000.

⁶⁵ K. A. Hussein, A. P. Thirlwall, *Explaining differences in the domestic savings ratio across countries: A panel data study*, Journal of Development Studies, 1999, Vol. 36, issue 1, s. 31.

odpowiedniej systematyki w tym zakresie (*System of National Accounts 1993*) różnie traktowane są transfery do i z funduszy emerytalnych. Z drugiej strony, dochód rozporządzalny gospodarstwa domowego to dochód po potrąceniu między innymi podatków od dochodu i majątku, ale nie uwzględniający podatków związanych z konsumpcją i importem (VAT i ceł). W konsekwencji, od systemu podatkowego, a konkretniej od polityki danego państwa w zakresie rozłożenia ciężarów podatkowych pomiędzy podatki pośrednie a bezpośrednie, będą częściowo zależać różnice pomiędzy stopą oszczędności gospodarstw domowych w poszczególnych krajach⁶⁶.

W tabeli 22 przedstawiono średnioroczną wartość WAN *per capita*, średni PKB *per capita* wraz ich średnimi zmianami oraz średnie stopy oszczędności brutto i średnie stopy oszczędności gospodarstw domowych w latach 1997 – 2007.

Tabela 22. Średnioroczny WAN *per capita*, średnia zmiana WAN *per capita*, średnia stopa oszczędności oraz średnia stopa oszczędności gospodarstw domowych w latach 1997 – 2007

Kraj	Średnioroczny WAN <i>per capita</i> (w USD)	Średnia roczna zmiana WAN <i>per capita</i>	Średnia stopa oszczędności brutto (% PKB)	Średnia stopa oszczędności gospodarstw domowych (% dochodu rozporządzalnego)	Średni PKB <i>per capita</i> (w USD)	Średnia roczna zmiana PKB <i>per capita</i>
Austria	10 091,29	12,1%	25,12	8,58	24 410	2,0%
Belgia	8 656,31	16,0%	24,42	13,11*	23 190	1,9%
Czechy	335,15	42,3%	26,98	2,17	6 027	3,5%
Dania	9 376,93	23,5%	25,55	-0,36*	30 274	1,9%
Finlandia	5 535,08	38,3%	28,08	-0,09	24 558	3,4%
Francja	17 654,66	14,8%	20,47	12,49	22 736	1,7%
Grecja	2 852,30	3,2%	14,81	bd	14 139	4,1%
Hiszpania	6 022,34	8,6%	23,87	11,91*	14 790	2,5%
Holandia	5 642,70	5,4%	27,02	8,60	24 283	2,0%
Irlandia	86 307,71	45,9%	38,43	7,39	26 645	4,7%
Luksemburg	2 577 804,89	19,0%	42,36	bd	47 500	3,6%
Niemcy	3 110,57	10,6%	22,23	10,07	23 271	1,5%
Polska	296,84	59,1%	18,49	9,98*	4 756	4,4%
Portugalia	2 340,68	2,4%	16,40	9,68*	10 904	1,5%
Rumunia	4,15	104,6%	12,91	bd	1 974	4,3%
Słowacja	239,48	49,6%	23,47	bd	4 295	4,8%
Słowenia	302,58	68,9%	25,49	bd	10 620	4,1%
Szwecja	10 832,09	17,7%	23,94	6,61	28 088	2,8%
Węgry	433,64	35,6%	25,06	7,26	5 149	4,3%
Wielka Brytania	7 786,06	11,7%	14,98	5,47*	25 409	2,4%
Włochy	7 246,89	10,8%	21,81	10,34	19 193	0,9%
mediana	5 642,70	17,7%	23,94	8,59	22 736	2,8%

Źródło: *World Development Indicators Database*, World Bank, *OECD Economic Outlook 2004, 2006*, OECD

* wartości brutto

⁶⁶ OECD & ECB, *Comparison of household saving ratios Euro area / United States / Japan*, June 1994, s. 4.

W badanym okresie najwyższy średni roczny wzrost WAN per capita był obserwowany w Rumunii, Słowenii, Polsce, Słowacji i Czechach, jednakże wynikało to ze stosunkowo niskiego poziomu aktywów funduszy inwestycyjnych w 1997 roku. Spośród krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej przed 2004 rokiem, najszybszy wzrost wartości aktywów obserwowany był w Irlandii, Finlandii i Danii. Z krajów, w których odsetek zaoszczędzonego dochodu rozporządzalnego był najwyższy (Belgia, Francja, Hiszpania, Włochy i Niemcy), tylko we Francji istnieje rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych. W Niemczech, Belgii, Włoszech i w Hiszpanii rynek funduszy inwestycyjnych nie jest głównym beneficjentem oszczędności gospodarstw domowych.

Dostrzec można także, że wśród analizowanych krajów są takie (Holandia), w których mimo wysokiego poziomu PKB *per capita* oraz ponadprzeciętnej stopy oszczędności gospodarstw domowych, nie doszło do rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

Powyższe należy interpretować w ten sposób, że odpowiedni poziom zamożności społeczeństwa połączony z wysoką skłonnością do oszczędzania są warunkami koniecznymi, acz nie wystarczającymi dla rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, a kształt tego rynku jest determinowany także przez obecność i atrakcyjność innych produktów finansowych oraz występowanie innych czynników ekonomicznych i pozaekonomicznych.

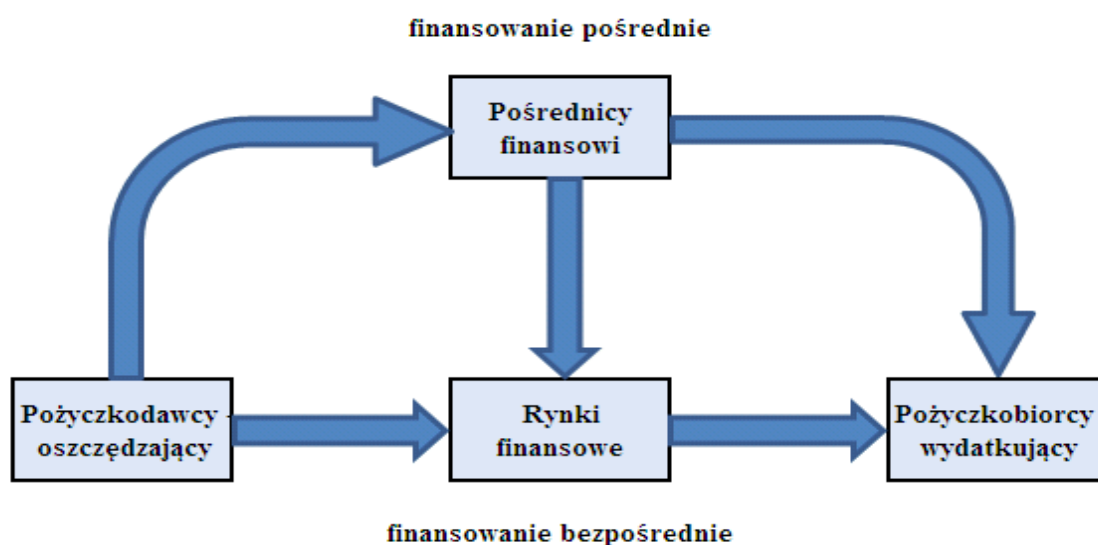
4.3. Wielkość rynku finansowego

Role funduszy inwestycyjnych klasyfikowanych jako pośredników finansowych jest zapewnienie przepływu środków pieniężnych od podmiotów posiadających ich nadwyżki do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał. Finansowanie działalności podmiotów gospodarczych za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych i innych pośredników finansowych ma charakter finansowania pośredniego. Finansowaniem bezpośrednim nazywa się taki sposób finansowania, gdzie podmiot, udostępniający wolne środki finansowe, bezpośrednio lokuje je w instrumenty finansowe wyemitowane przez kapitałobiorcę. Przepływy na rynku finansowym przedstawione zostały na schemacie 8.

W konsekwencji, wpływ wielkości rynku finansowego na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych powinien być ujmowany z dwóch punktów widzenia.

Po pierwsze – fundusze inwestycyjne, będące pośrednikami finansowymi pomiędzy oszczędzającymi a kapitałobiorcami, generują popyt na instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na rynku finansowym. Im wyższe aktywa funduszy inwestycyjnych lokujących na danym rynku i im wyższy udział funduszy w zagregowanym popycie na

instrumenty finansowe, tym większe znaczenie funduszy inwestycyjnych dla wielkości rynku finansowego i jej zmian.



Schemat 8. Przepływy środków na rynku finansowym

Źródło: F. S. Mishkin, *Financial Markets and Institutions*, Pearson International Edition, London 2006, s. 18

Po drugie – struktura danego rynku finansowego, w szczególności jego integralność i poziom zaufania oszczędzających do niego oraz do poszczególnych klas podmiotów działających na rynku, determinują podział strumieni oszczędności pomiędzy finansowanie pośrednie i bezpośrednie. Podział ten będzie zależny od wielu czynników, charakterystycznych dla danego rynku, wśród których najważniejsze to poziom ochrony oszczędzających lokujących w fundusze inwestycyjne w porównaniu do poziomu ochrony inwestorów lokujących bezpośrednio na rynku oraz dostępność i koszty monitorowania sposobu wydatkowania powierzonych środków przez fundusze, jak i przez emitentów.

Podział oszczędności pomiędzy poszczególne klasy pośredników finansowych jest także determinowany przez powyższe czynniki. W konsekwencji, z punktu widzenia oszczędzających, im wyższe korzyści są oferowane przez fundusze inwestycyjne, w szczególności odnoszące się do dostępności funduszy, ochrony inwestorów, wielkości opłat oraz stóp zwrotu, w porównaniu do substytucyjnych instrumentów finansowych (depozyty bankowe, ubezpieczenia na życie), tym większe środki będą transmitowane na rynek finansowy za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

**Tabela 23. Wartość aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych w
wybranych krajach w latach 1997 i 2007 z podziałem na kategorie funduszy**

Kraj	Łączny WAN funduszy krajowych (mln USD)		Fundusze dłużne (WAN mln USD)		Fundusze rynku pieniężnego (WAN mln USD)		Fundusze zrównoważone (WAN mln USD)		Fundusze akcji (WAN mln USD)	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Austria	44 930	138 709	29 736	64 911	783	15 482	10 810	17 708	3 258	24 680
Belgia	35 748	149 842	7 027	12 932	1 581	7 904	9 378	28 565	15 390	84 427
Czechy	354	7 595	36	1 032	55	3 810	242	1 621	19	820
Dania	13 037	105 225	6 884	45 767	bd	bd	179	2 379	5 911	45 152
Finlandia	3 534	81 136	649	17 934	996	22 509	756	6 002	1 121	25 471
Francja	499 681	1 989 690	134 880	230 736	169 610	567 468	94 252	397 056	97 528	538 956
Grecja	25 759	29 807	7 049	5 733	15 696	10 543	2 140	3 593	843	6 859
Hiszpania	177 804	396 534	72 224	155 311	66 212	139	19 509	78 809	18 465	130 684
Holandia	67 154	113 921	13 274	16 975	6 688	1 558	5 748	15 431	27 502	53 711
Irlandia	22 729	951 371	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd
Luksemburg	430 967	2 685 065	184 462	618 006	74 560	346 266	25 759	275 204	92 774	941 213
Niemcy	146 889	372 072	70 325	82 986	16 210	36 324	4 139	35 916	55 305	172 154
Polska	541	45 542	19	2 212	4	2 711	bd	21 149	188	14 591
Portugalia	24 695	29 732	5 821	9 998	5 244	8 078	4 284	1 931	1 974	4 365
Rumunia	bd	390	bd	26	bd	49	bd	127	bd	147
Słowacja	bd	4 762	bd	698	bd	2 492	bd	533	bd	242
Słowenia	bd	4 219	bd	50	bd	13	bd	1 175	bd	2 548
Szwecja	45 871	194 955	4 613	8 041	bd	12 656	5 698	27 138	35 174	121 527
Węgry	755	12 577	483	1 703	bd	5 277	58	213	166	3 338
Wielka Brytania	362 964	944 536	14 423	149 217	1 112	9 179	18 227	63 899	197 764	562 307
Włochy	208 617	419 687	87 818	105 964	57 510	93 391	12 504	105 508	40 988	71 460

Źródło: ICI Fact Book 2001-2008, Investment Company Institute, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Jednocześnie, przy ocenie wpływu zmian wielkości rynku finansowego na zmiany rynku funduszy inwestycyjnych warto mieć na uwadze, iż z punktu widzenia otoczenia prawnego wprowadzanie i zmiana regulacji dotyczących kształtu rynku finansowego oraz rynku funduszy inwestycyjnych następowały w zbliżonym okresie, stymulując rozwój obu tych rynków, dzięki czemu czynniki o charakterze prawnym działały ze zbliżonym natężeniem i w jednakowym kierunku zarówno na rynek finansowy, jak i na będący jego częścią rynek funduszy inwestycyjnych.

Rozważając wpływ wielkości rynku finansowego na rynek funduszy inwestycyjnych należy zwrócić uwagę, że z uwagi na różnorodność rynku funduszy i wielość podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym oferujących produkty komplementarne lub subsydiarne wobec poszczególnych kategorii funduszy, konieczne jest rozważenie wpływu zmian na rynku finansowym na poszczególne kategorie funduszy, zgodnie z prowadzoną przez nie polityką inwestycyjną. Wielkość rynku funduszy inwestycyjnych w wybranych

krajach europejskich mierzoną wielkością aktywów netto funduszy oraz podział aktywów netto pomiędzy różne kategorie funduszy inwestycyjnych przedstawia tabela 23, procentowy udział poszczególnych kategorii funduszy na rynkach krajów europejskich przedstawia tabela 24.

Tabela 24. Udział rynków krajowych w europejskim rynku funduszy inwestycyjnych oraz struktura rodzajowa funduszy na rynkach krajowych w latach 1997 i 2007

Kraj	Udział w rynku europejskim		Udział funduszy dłużnych		Udział funduszy rynku pieniężnego		Udział funduszy zrównoważonych		Udział funduszy akcyjnych	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Austria	2,1%	1,6%	66,2%	46,8%	1,7%	11,2%	24,1%	12,8%	7,3%	17,8%
Belgia	1,7%	1,7%	19,7%	8,6%	4,4%	5,3%	26,2%	19,1%	43,1%	56,3%
Czechy	0,0%	0,1%	10,2%	13,6%	15,4%	50,2%	68,5%	21,3%	5,2%	10,8%
Dania	0,6%	1,2%	52,8%	43,5%	bd	bd	1,4%	2,3%	45,3%	42,9%
Finlandia	0,2%	0,9%	18,4%	22,1%	28,2%	27,7%	21,4%	7,4%	31,7%	31,4%
Francja	23,7%	22,9%	27,0%	11,6%	33,9%	28,5%	18,9%	20,0%	19,5%	27,1%
Grecja	1,2%	0,3%	27,4%	19,2%	60,9%	35,4%	8,3%	12,1%	3,3%	23,0%
Hiszpania	8,4%	4,6%	40,6%	39,2%	37,2%	0,0%	11,0%	19,9%	10,4%	33,0%
Holandia	3,2%	1,3%	19,8%	14,9%	10,0%	1,4%	8,6%	13,5%	41,0%	47,1%
Irlandia	1,1%	11,0%	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd	bd
Luksemburg	20,4%	30,9%	42,8%	23,0%	17,3%	12,9%	6,0%	10,2%	21,5%	35,1%
Niemcy	7,0%	4,3%	47,9%	22,3%	11,0%	9,8%	2,8%	9,7%	37,7%	46,3%
Polska	0,0%	0,5%	3,5%	4,9%	0,7%	6,0%	bd	46,4%	34,8%	32,0%
Portugalia	1,2%	0,3%	23,6%	33,6%	21,2%	27,2%	17,3%	6,5%	8,0%	14,7%
Rumunia	bd	0,0%	bd	6,8%	bd	12,5%	bd	32,5%	bd	37,6%
Słowacja	bd	0,1%	bd	14,7%	bd	52,3%	bd	11,2%	bd	5,1%
Słowenia	bd	0,0%	bd	1,2%	bd	0,3%	bd	27,8%	bd	60,4%
Szwecja	2,2%	2,2%	10,1%	4,1%	bd	6,5%	12,4%	13,9%	76,7%	62,3%
Węgry	0,0%	0,1%	64,0%	13,5%	bd	42,0%	7,7%	1,7%	22,0%	26,5%
Wielka Brytania	17,2%	10,9%	4,0%	15,8%	0,3%	1,0%	5,0%	6,8%	54,5%	59,5%
Włochy	9,9%	4,8%	42,1%	25,2%	27,6%	22,3%	6,0%	25,1%	19,6%	17,0%

Źródło: ICI Fact Book 2001-2008, Investment Company Institute, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

W latach 1997 – 2007 aktywa netto zarządzane przez europejskie fundusze inwestycyjne zwiększyły się z poziomu 2,112 bln USD do poziomu 8,677 bln USD, co oznacza wzrost o 410%. Jednocześnie, najwyższy procentowy wzrost aktywów został zanotowany w państwach będących członkami Unii Europejskiej od 2004 roku, tj. w Polsce (o 8448%), w Czechach (o 2038%) i na Węgrzech (o 1606%). Jednakże, państwa te w 1997 roku posiadały słabo rozwinięty rynki funduszy inwestycyjnych, których łączny udział w rynku europejskim wynosił zaledwie 0,078% aktywów netto zgromadzonych przez europejskie fundusze inwestycyjne. Spośród krajów posiadających rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych, najbardziej dynamiczny wzrost aktywów w zarządzaniu zanotowany został

w latach 1997 – 2007 w Irlandii (wzrost o 4185%), Danii (wzrost o 807%) i Luksemburgu (wzrost o 623%).

Jednocześnie, zauważalną zmianą w badanym okresie jest stopniowe przesuwanie aktywów z funduszy dłużnych i funduszy rynku pieniężnego do funduszy lokujących część (zrównoważone) lub całość (akcyjne) aktywów w akcje. Aktywa netto zgromadzone w 1997 roku w funduszach dłużnych i rynku pieniężnego stanowiły odpowiednio 30,3% i 19,7% aktywów netto ogółem, podczas gdy na koniec 2007 roku ich udział wynosił odpowiednio 17,6% i 13,2%. Udział aktywów funduszy lokujących w instrumenty udziałowe wzrósł w tym okresie z 10,1% do 12,5% (fundusze zrównoważone) oraz z 28,1% do 32,3% (fundusze akcyjne). Największy wzrost udziału w rynku funduszy zanotowały pozostałe kategorie funduszy, których udział na koniec 2007 roku był ponaddwukrotnie wyższy niż na koniec 1997 roku (odpowiednio 11,7% i 24,3%). Warto podkreślić, że faktycznie udział funduszy pozostałych kategorii jest znacząco niższy – udział Irlandii, która nie ujawnia danych dotyczących aktywów poszczególnych kategorii funduszy inwestycyjnych, w badanym okresie wzrósł dziesięciokrotnie – z 1,1% do 11%.

Z uwagi na odmienną politykę inwestycyjną prowadzoną przez cztery wskazane w tabeli 24 kategorie funduszy inwestycyjnych zasadne wydaje się przyjęcie założenia, że zmiany struktury rynku finansowego wpływają w różny sposób na fundusze lokujące swoje aktywa w instrumenty dłużne oraz te inwestujące w instrumenty udziałowe. Jednocześnie, należy mieć na uwadze fakt, że fundusze należące do kategorii funduszy zrównoważonych lokują aktywa zarówno w instrumenty dłużne, jak i udziałowe.

Rozważając potencjał funduszy lokujących w instrumenty udziałowe, należy wziąć pod uwagę dwie cechy charakteryzujące rynek takich instrumentów.

- wielkość rynku instrumentów udziałowych, tj. wartość wyemitowanych instrumentów będących przedmiotem notowań, która jest równa kapitalizacji giełd papierów wartościowych funkcjonujących na danym rynku,
- głębokość rynku instrumentów udziałowych, tj. płynność instrumentów udziałowych będących przedmiotem notowań.

Celem określenia znaczenia rynku instrumentów udziałowych oraz wielkości rynku funduszy w nie lokujących – powyższe wartości oraz wartość netto aktywów funduszy

akcyjnych i 50% wartości aktywów netto funduszy zrównoważonych⁶⁷ zostaną wyrażone w relacji do produktu krajowego brutto.

Badając wpływ wielkości rynku instrumentów udziałowych na rozwój funduszy w nie lokujących, należy zwrócić uwagę na fakt, że polityki inwestycyjne poszczególnych funduszy determinują wielkość aktywów lokowanych w instrumenty emitentów z siedzibą na terytorium państwa siedziby funduszu. Im mniejszy i mniej różnorodny rynek instrumentów udziałowych, tym większa część aktywów funduszy może być lokowana poza terytorium danego państwa, jednakże brak jest dostępnych danych pozwalających na zweryfikowanie powyższej prawidłowości.

Tabela 25. Wartość aktywów netto funduszy z udziałem akcji, kapitalizacja giełd, wielkość obrotu na giełdach i stopa obrotu akcjami w latach 1997 i 2007

Kraj	WAN funduszy z udziałem akcji (% PKB)		Kapitalizacja giełd (% PKB)		Wielkość obrotu akcjami (% PKB)		Stopa obrotu akcjami (w %)	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Austria	4%	9%	17	61		32	71	58
Belgia	8%	22%	55	86		57	23	65
Czechy	0%	1%	22	44		25	46	69
Dania	4%	15%	55	90		79	57	99
Finlandia	1%	12%	59	150	30	221	53	182
Francja	10%	29%	47	108	28	133	64	132
Grecja	1%	2%	22	74	13	42	72	64
Hiszpania	5%	12%	51	126	79	207	170	190
Holandia	8%	8%	121	127	74	239	67	208
Irlandia	bd	bd	61	56	20	54	83	89
Luksemburg	571%	2250%	183	346	3	0	2	0
Niemcy	3%	6%	38	64		102	138	180
Polska	bd	6%	8	49	5	20	78	48
Portugalia	4%	2%	35	60	19	66	66	122
Rumunia	bd	0%	2	27	1	5	72	21
Słowacja	bd	1%	8	9	10	0	108	0
Słowenia	bd	7%	8	64		6	40	12
Szwecja	15%	30%	109	138	71	218	68	147
Węgry	0%	2%	33	34	16	34	73	106
Wielka Brytania	16%	22%	150	141	62	378	44	270
Włochy	4%	6%	29	51	17	110	66	220
mediana	4%	8%	38	64	19	57	67	99

Zródło: *World Development Indicators Database*, World Bank

Bezspornie jednak, niezależnie od dopuszczalności lokowania określonej części aktywów poza krajem macierzystym, zdecydowana większość aktywów lokowana jest w kraju siedziby funduszu. Zjawisko to było szeroko opisywane w literaturze, gdzie

⁶⁷ Fundusze klasyfikowane jako zrównoważone są uprawnione do lokowania w instrumenty o charakterze udziałowym od 35% do 65% swoich aktywów.

wskazywano na nieznaczny poziom alokacji zagranicznej, który nie znajdował uzasadnienia ekonomicznego (koszty transakcyjne, relacja ryzyka do potencjalnej stopy zwrotu z inwestycji)⁶⁸.

Czynnikiem wzmagającym mobilność kapitałów, funduszy lokujących w akcje, jest także proces liberalizacji przepływów kapitału⁶⁹ znoszący wcześniej istniejące ograniczenia dotyczące:

- zakazu zawierania transakcji poza granicami kraju lub z nierezydentami,
- dyskryminacyjnego opodatkowania transakcji zawieranych poza granicami kraju⁷⁰,
- ograniczeń administracyjnych (istnienia zezwoleń, limitów wielkości transakcji lub limitów zaangażowania w instrumenty wyemitowane za granicą)⁷¹.

Wzmocnieniem dla znoszenia powyższych ograniczeń był proces rozszerzania możliwości inwestycyjnych funduszy poprzez stopniowe harmonizowanie na terenie Unii Europejskiej wymogów dotyczących prospektów emisyjnych na podstawie tzw. dyrektywy prospektowej⁷². Jednocześnie, proces liberalizacji przepływów kapitałowych związanych z inwestycjami bezpośrednimi następował szybciej niż liberalizacja przepływów związanych z inwestycjami portfelowymi⁷³.

Swoboda inwestowania na jednolitym rynku unijnym została także wzmocniona poprzez wprowadzenie unii monetarnej, dla której warunkiem sprawnego funkcjonowania jest zintegrowany rynek finansowy⁷⁴. Wprowadzenie wspólnej waluty wraz z ujednoczeniem polityki przyczyniło się do dalszej integracji rynku finansowego⁷⁵. Z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych wprowadzenie wspólnej waluty wyeliminowało ryzyko kursowe,

⁶⁸ K. French, J. Poterba, *Investor diversification and international equity markets*, American Economic Review, May 1991, Vol. 8, issue 2, s. 222. K. Lewis, *Trying to explain home bias in equity and consumption*, Journal of Economic Literature, June 1999, Vol. XXXVII, No. 2, s. 571. H. Rau, H. Rey, *Home bias at the fund level*, NBER Working Paper Series, Working Paper 14172, National Bureau of Economic Research, July 2008, s. 1.

⁶⁹ W Unii Europejskiej rozpoczął się on przyjęciem tzw. Pierwszej Dyrektywy w maju 1960 roku.

⁷⁰ J. Tobin, *A proposal for international monetary reform*, Eastern Economic Journal, July 1978, Vol. 4, No. 3–4, s. 153.

⁷¹ R. B. Johnston, S. M. Darbar, C. Echeverria, *Sequencing capital account liberalization: Lesson from the experiences of Chile, Indonesia, Korea and Thailand*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/97/157.

⁷² Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, (OJ L 124, 5.5.1989, s. 8).

⁷³ J. Kundera, *Jednolity rynek europejski*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 53.

⁷⁴ I. Pszczółka, *EURO a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2006, s. 52.

⁷⁵ M. Fratzcher, *Financial market integration in Europe: On the effects of EMU on stock markets*, European Central Bank, Working Paper Series, Working Paper No. 28, March 2001.

związane z lokatami denominowanymi w walutach obcych oraz obniżyło koszty transakcyjne, w tym w szczególności koszty rozliczeniowe.

Dodatkowo, na rozerwanie więzi pomiędzy wielkością krajowego rynku instrumentów udziałowych a wielkością krajowego rynku funduszy w nie lokujących wpływają także procesy integracyjne pomiędzy giełdami papierów wartościowych. Proces łączenia się giełd w Europie zapoczątkowany został w 1998 roku połączeniem giełd w Sztokholmie i w Kopenhadze (w 2000 roku dołączyły do nich giełdy w Reykiawiku i w Oslo), które utworzyły NOREX. Mimo utrzymywania dalszej niezależności, giełdy te stworzyły ujednolicony system informatyczny do wspomagania transakcji⁷⁶. W 2000 roku doszło także do połączenia giełd w Paryżu, Brukseli i Amsterdamie, do których w 2002 roku dołączyły giełda w Lizbonie i londyńska giełda LIFFE⁷⁷. W 2003 roku połączyły się giełdy w Sztokholmie, Kopenhadze, Helsinkach, Wilnie, Rydze oraz Tallinie tworząc OMX⁷⁸.

Powyższe procesy – odnoszące się do wprowadzenia wspólnej waluty, łączenia giełd i liberalizacji inwestycji portfelowych powodują postępujące osłabienie wpływu wielkości krajowego rynku instrumentów udziałowych na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych lokujących w takie instrumenty.

Wprowadzenie wspólnej waluty na części terytorium Unii Europejskiej oraz liberalizacja przepływów kapitałowych wpływają także na mobilność funduszy lokujących w instrumenty dłużne. Z uwagi na brak danych dotyczących wielkości emisji papierów dłużnych w poszczególnych krajach nie jest możliwe przedstawienie wielkości podaży tych instrumentów w relacji do wielkości rynków dłużnych funduszy inwestycyjnych.

Jednakże, możliwe jest przedstawienie danych wskazujących na maksymalną wielkość rynku rządowych instrumentów dłużnych (wielkość zadłużenia) oraz maksymalną wielkość rynku pozostałych instrumentów dłużnych (suma krajowych wierzytelności wobec sektora prywatnego, na które składają się kredyty i pożyczki, dłużne instrumenty finansowe i inne instrumenty). Przyjęto, że łączna wielkość popytu na instrumenty dłużne jest równa wielkości aktywów netto funduszy dłużnych, funduszy rynku pieniężnego oraz 50% aktywów netto funduszy zrównoważonych. W tabeli 26 przedstawiono wartość aktywów funduszy z udziałem instrumentów dłużnych, suma wierzytelności wobec sektora prywatnego oraz

⁷⁶ J. McAndrews, Ch. Stefanadis, *The consolidation of European stock exchanges*, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economic and Finance, June 2002, Vol. 8, No. 6.

⁷⁷ T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 2006, s. 167.

⁷⁸ *OMHEX Annual Report 2003*, February 2004, s. 4 – 5.

wielkość zadłużenia publicznego w relacji do PKB w latach 1997 i 2006 dla wybranych krajów europejskich.

Tabela 26. Wartość aktywów netto funduszy z udziałem instrumentów dłużnych, wartość wyemitowanych publicznych i niepublicznych instrumentów dłużnych w relacji do PKB w latach 1997 i 2007

Kraj	WAN funduszy dłużnych, rynku pieniężnego oraz 50%WAN funduszy zrównoważonych (% PKB)		Suma wartości wyemitowanych obligacji niepublicznych (% PKB)		Suma wartości wyemitowanych obligacji publicznych (% PKB)	
	1997	2007	1997	2007	1997	2007
Austria	13	17	32	45	33	30
Belgia	6	10	52	32	107	81
Czechy	1	4	5	10	14	46
Dania	2	8	99	149	62	27
Finlandia	2	15	25	24	38	29
Francja	23	42	45	48	42	51
Grecja	14	5	1	7	78	76
Hiszpania	21	11	12	68	53	33
Holandia	5	3	31	73	49	39
Irlandia	bd	bd	3	33	34	18
Luksemburg	1040	1941	bd	bd	bd	bd
Niemcy	3	3	58	35	27	40
Polska	0	6	bd	bd	16	35
Portugalia	11	7	16	37	37	53
Rumunia	bd	0	bd	bd	bd	bd
Słowacja	bd	5	bd	bd	13	23
Słowenia	bd	3	bd	bd	bd	bd
Szwecja	3	10	53	50	53	34
Węgry	1	5	1	5	31	42
Wielka Brytania	2	5	17	16	35	32
Włochy	10	12	33	55	101	79
mediana	5	6	28	36	38	37

Źródło: T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine, *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank Economic Review 14, 2000, s. 597

Przewidywane skutki wprowadzenia wspólnej waluty obejmowały także wzrost znaczenia rynku instrumentów dłużnych – wyeliminowanie ryzyka kursowego ma z punktu widzenia stóp zwrotu z tych instrumentów znacznie większe znaczenie niż w przypadku instrumentów udziałowych. W konsekwencji, przewidywano, że podaż instrumentów dłużnych zwiększy się kosztem kredytów bankowych i jednocześnie instrumenty te – denominowane we wspólnej walucie – staną się atrakcyjniejsze dla podmiotów zarządzających aktywami⁷⁹.

⁷⁹ R. N. McCauley, W. R. White, *The EURO and European financial markets*, Bank for International Settlements, Working Papers No. 41, May 1997.

4.4. Poziom inflacji i poziom stóp procentowych

Wśród innych czynników, które mogą wpływać na kształtowanie się krajowego rynku funduszy inwestycyjnych i kierunek jego rozwoju wskazano także poziom inflacji oraz poziom rynkowych stóp procentowych.

Jakkolwiek, zarówno inflacja, jak i poziom stóp procentowych **nie mogą** być uznane za czynniki wpływające istotnie i bezpośrednio na wielkość krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, to mogą one wpływać na zmiany struktury tego rynku, jak i współkształtować nasilenie i kierunek działania innych czynników ekonomicznych na rynek funduszy.

Istnienie i kierunek zależności pomiędzy poziomem stóp procentowych, poziomem inflacji a skłonnością do oszczędzania i w konsekwencji wielkością oszczędności jest niejasny. W szczególności kwestionuje się wpływ oczekiwanych zmian poziomu inflacji na podział dochodów pomiędzy oszczędności a konsumpcję, uzasadniając powyższe trudnością w trafnym przewidywaniu tych zmian⁸⁰. Badania empiryczne dotyczące krajów rozwiniętych dowodzą, że poziom inflacji jest w niewielkim stopniu skorelowany ze stopą oszczędności⁸¹. Nieco inaczej przedstawia się wpływ poziomu stóp procentowych na skłonność do oszczędzania. Przyjmuje się, że poziom stóp procentowych jest negatywnie skorelowany ze skłonnością do konsumpcji i w konsekwencji dodatnio – ze skłonnością do oszczędzania⁸². Jednakże, brak jednomyślności w zakresie tego, w jaki sposób poziom stóp procentowych wpływa na zagregowaną wielkość oszczędności⁸³, przy czym za najbardziej prawdopodobną uznaje się hipotezę, że zarówno realne stopy procentowe, jak i stopa oszczędności są zmiennymi, które są determinowane przez inne zmienne makroekonomiczne i to te inne zmienne wpływają na kierunek zmian zarówno stopy oszczędności, jak i realnej stopy procentowej.

Z drugiej strony, podkreślenia wymaga, że wzrost poziomu inflacji przyczynia się do wzmocnienia postrzegania przez gospodarstwa domowe sytuacji makroekonomicznej jako

⁸⁰ A. Lusardi, *Information, expectations and savings for retirement*, w: *Behavioral dimensions of retirement economics*, H. J. Aaron (red.), The Brookings Institution, Washington, 1999, s. 96.

⁸¹ Dane dotyczące oszczędności gospodarstw domowych w 21 państwach należących do OECD w latach 1975 – 1995 zawarte w: T. Callen, Ch. Timman, *Empirical determinants of household saving: Evidence from OECD countries*, IMF Working Paper Wp/97/181, December 1997.

⁸² T. Gylfason, *Interest rates, inflation, and the aggregate consumption function*, *Review of Economics and Statistics*, May 1981, Vol. issue 2, s. 303.

⁸³ Przegląd wyników badań w zakresie relacji pomiędzy poziomem realnych stop procentowych a zmianami wielkości oszczędności gospodarstw domowych opublikowanych w latach 1967 – 1992, dotyczących głównie USA zawarty jest w T. Gylfason, *Optimal saving, interest rates, and endogenous growth*, *Scandinavian Journal of Economics*, December 1993, Vol. 95, No. 4, s. 517.

niestabilnej i w konsekwencji powoduje wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych. Wobec niepewnego przyszłego wpływu inflacji na realną wartość dochodów i przyszłe kształtowanie się cen, gospodarstwa domowe zwiększają sumę oszczędności kierując się motywami ostrożnościowymi⁸⁴ oraz zamiarem zachowania poziomu konsumpcji w przypadku utraty źródła dochodu. Jednocześnie, brak w literaturze szczegółowych badań odnoszących się do przyczyn zwiększania się wielkości oszczędności gospodarstw domowych w okresach wysokiej inflacji. Zwiększenie się sumy oszczędności może wynikać z:

- zwiększenia wydatków na nabycie instrumentów finansowych,
- zmniejszenia się wielkości zaciąganych zobowiązań lub
- zwiększenia wydatków na nabycie dóbr trwałych.

W okresach wysokiej inflacji daje się zauważyć zwiększony popyt gospodarstw domowych na instrumenty finansowe oraz dobra trwałe. Jednocześnie, niepewność co do przyszłej sytuacji ekonomicznej i wartości pieniądza powoduje zmniejszenie się popytu na kredyty i w konsekwencji zmniejszenie się sumy zobowiązań gospodarstw domowych⁸⁵.

Jednocześnie, spadek poziomu inflacji i jego stabilizacja na niskim poziomie sprzyja obniżaniu się stopy oszczędności gospodarstw domowych, przy czym wskazuje się, że z uwagi na dodatni wpływ stabilnej inflacji na wzrost gospodarczy i wzrost dochodów – efekt ten jest krótkotrwały⁸⁶. Wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych, oprócz inflacji pozostającej na niskim i stabilnym poziomie⁸⁷, wymaga także jednoczesnego występowania innych czynników wspomagających popyt na usługi zarządzania aktywami, do których w szczególności należą poziom wzrostu gospodarczego oraz wzrost dochodu *per capita*, a wśród czynników mikroekonomicznych – atrakcyjne stopy zwrotu z instrumentów dłużnych i udziałowych⁸⁸.

⁸⁴ N. Loayza, K. Schmidt-Hebbel, L. Servén, *What drives private saving across the World ?*, The Review of Economics and Statistics, May 2000, Vol. 82, No. 2, s. 165.

⁸⁵ P. Wachtel, *Inflation, Uncertainty and saving behavior*, w: V Zarnowitz, G. H. Moore, *Explorations in economic research*, Vol. 4, No. 4, NBER Books, National Bureau of Economic Research, New York 1977, s. 88.

⁸⁶ J. Andrés, Hernando, *Does inflation harm economic growth ? Evidence from the OECD*, NBER Working Paper No. 6062, June 1998, S. Fischer, *The role of economic factors in growth*, Journal of Monetary Economics, 1993, Vol. 32, issue 3, s. 485.

⁸⁷ Warto jednak przypomnieć, że katalizatorem wzrostu amerykańskiego rynku funduszy w latach 70. XX wieku był znaczący wzrost inflacji, jednakże nie przyczyniłby się on do rozpoczęcia oferowania funduszy rynku pieniężnego, gdyby nie regulacje prawne (*Regulation Q*) ograniczające maksymalną stopę depozytów bankowych, o czym szerzej wspomniano w rozdziale I.

⁸⁸ L. Klapper, V. Sulla, D. Vitas, *The development of mutual funds around the World*, Emerging Markets Review, Vol. 5, Issue 1, March 2004, s. 1.

Jak wskazano powyżej, brak jest silnych przesłanek do uznania istnienia bezpośredniego wpływu poziomu inflacji oraz poziomu stóp procentowych i ich zmian na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych. Do dyskusji pozostaje jednak wpływ wyżej wskazanych czynników na kształtowanie się struktury rynku funduszy inwestycyjnych rozumianej jako udział poszczególnych kategorii funduszy podzielonych według kryterium prowadzonej polityki inwestycyjnej w danym krajowym rynku funduszy.

Zgodnie z ukształtowanym w literaturze poglądem, poziom inflacji oraz stopy zwrotu z akcji charakteryzują się ujemną korelacją⁸⁹, przy czym pod pojęciem poziomu inflacji rozumieć należy nie tylko poziom bieżący, ale także oczekiwany przyszły poziom inflacji, jak i zmiany w tym zakresie. Powyższe oznacza, że w okresach niskiej inflacji stopy zwrotu z inwestycji w akcje są statystycznie wyższe niż w okresach wysokiej inflacji⁹⁰.

Dodatkowo, w okresach niskiej inflacji stopy zwrotu osiąmane przez fundusze pieniężne i dłużne są niższe, co w relacji do rosnących stóp zwrotu z funduszy z udziałem akcji przyczynia się do wzrostu relatywnej atrakcyjności dla inwestorów tych ostatnich i może wspomagać procesy migracji środków z funduszy dłużnych do funduszy z udziałem akcji.

Rozważając wpływ inflacji na kształtowanie się wielkości rynku funduszy inwestycyjnych oraz poszczególnych jego segmentów należy wskazać także, że poziom inflacji oraz jego zmiany kształtują atrakcyjność innych instrumentów finansowych, w szczególności instrumentów dłużnych. W okresach silnej zmienności inflacji rośnie atrakcyjność instrumentów krótkoterminowych, w tym w szczególności instrumentów rynku pieniężnego, które mogą stać się alternatywą dla funduszy dłużnych oraz mieszanych.

Zmiany struktury aktywów krajowych rynków funduszy inwestycyjnych wywołane zmieniającymi się preferencjami uczestników odnoszącymi się do wyboru funduszy z udziałem akcji albo funduszy z udziałem instrumentów dłużnych wpływają także na zwiększanie się liczby funduszy w popularnych kategoriach. Przyczyną powyższego procesu jest zwiększony popyt na tytuły uczestnictwa określonej kategorii funduszy. Dodatkowo,

⁸⁹ E. Fama, *Stock returns, real activity, inflation, and money*, The American Economic Review, September 1981, Vol. 71, No. 4, s. 545, Ch. Nelson, *Inflation and rates of return on common stocks*, The Journal of Finance, May 1976, Vol. 31, No. 2, s. 471.

⁹⁰ Wśród przyczyn tego stanu rzeczy wskazuje się między innymi na konstrukcję opodatkowania dochodów z akcji, w której koszt ich nabycia nie jest indeksowany do inflacji, co w konsekwencji powoduje, że realny dochód z inwestycji w akcje jest wyższy w okresach niskiej inflacji, por. R. Pindyck, *Risk, inflation, and the stock market*, The American Economic Review, June 1984, Vol. 74, No. 3, s. 335, M. Feldstein, *Inflation and the stock market*, The American Economic Review, December 1980, Vol. 70, No. 5, s. 839.

wobec korzystania z efektów skali przez spółki zarządzające, są one zainteresowane tworzeniem i oferowaniem nowych funduszy inwestycyjnych należących do kategorii, których udział w rynku jest znaczny albo intensywnie rośnie⁹¹.

Średnie roczne zmiany wartości aktywów netto zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne w wybranych krajach oraz medianę średniorocznych krótko- i długoterminowych stóp procentowych i inflacji w latach 1997 – 2007 zawiera tabela 27.

Rozważając wpływ stop procentowych oraz inflacji na kształtowanie się wielkości krajowych rynków instytucji wspólnego inwestowania należy zwrócić uwagę na następujące okoliczności.

Po pierwsze, poziom inflacji wpływa na zmiany przyjętego miernika wielkości rynku (wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze inwestycyjne) nie tylko poprzez deprecjację wartości środków wpłaconych i wypłaconych z funduszy w danym okresie, ale także poprzez zmniejszenie wartości aktywów tychże funduszy.

Po drugie, w odniesieniu do części państw wskazanych w wyżej wskazanej tabeli poziom stóp procentowych oraz poziom inflacji były czynnikami działającymi z jednakowym natężeniem w przeważającej części okresu 1997 – 2007. Wynika to z faktu, że w części krajów (Austria, Belgia, Cypr, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Malta, Holandia, Portugalia, Słowacja, Słowenia i Hiszpania) wprowadzono wspólną walutę (w większości – z dniem 1 stycznia 1999 roku), a przed dniem jej wprowadzenia musiały one spełniać kryteria konwergencji, do których między innymi należały kryteria odnoszące się do średniego poziomu inflacji (średnia stopa inflacji w roku poprzedzającym przystąpienie do strefy euro na poziomie nie wyższym niż 1,5 punktu procentowego powyżej średniej inflacji dla trzech państw UE o najniższej inflacji) oraz średniego poziomu długoterminowych stóp procentowych (średnia długoterminowa nominalna stopa procentowa nie wyższa niż 2 punkty procentowe powyżej średniej odpowiednich stóp dla trzech krajów o najniższych długoterminowych stopach procentowych). Od dnia wprowadzenia EURO jako wspólnej waluty współczynniki inflacji dla wyżej wskazanych krajów kalkulowane są jako współczynniki inflacji w całej strefie EURO.

⁹¹ Powyższe znajduje odzwierciedlenie w badaniach odnoszących się do okoliczności utworzenia 1163 funduszy inwestycyjnych na rynku amerykańskim w latach 1979 – 1992 zawartych w A. Khorana, H. Servaes, *The Determinants of mutual fund starts*, February 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146209

Tabela 27. Średnia roczna zmiana WAN (w USD), mediana wysokości krótko- i długoterminowych stóp procentowych i ich zmienność oraz mediana inflacji i jej zmienność w wybranych krajach w latach 1997 – 2007

Kraj	Średnia roczna zmiana WAN (USD)	Krótkoterminowe stopy procentowe		Długoterminowe stopy procentowe		Inflacja	
		Mediana*	Zmienność	Mediana**	Zmienność	Mediana	Zmienność
Austria	12,5%	3,3%	0,83	4,7%	0,71	1,8%	0,67
Belgia	16,5%	3,3%	0,83	4,7%	0,70	1,8%	0,57
Czechy	42,3%	3,5%	4,92	4,3%	0,92	2,5%	3,16
Dania	23,9%	3,5%	0,97	4,9%	0,82	2,1%	0,46
Finlandia	38,7%	3,2%	0,83	4,7%	0,76	1,4%	0,91
Francja	15,4%	3,3%	0,83	4,6%	0,66	1,7%	0,54
Niemcy	10,6%	3,3%	0,83	4,5%	0,67	1,7%	0,50
Grecja	3,6%	9,6%	3,14	5,1%	1,95	3,4%	0,86
Węgry	35,3%	10,8%	4,48	7,1%	0,76	7,9%	4,55
Irlandia	48,3%	3,3%	1,33	4,7%	0,82	3,5%	1,48
Włochy	11,3%	3,3%	1,44	4,7%	0,88	2,1%	0,36
Luksemburg	20,6%	3,3%	0,83	4,7%	1,07	2,2%	0,70
Holandia	5,9%	3,3%	0,83	4,6%	0,67	2,1%	0,89
Norwegia	20,9%	5,0%	1,93	5,4%	0,92	2,3%	0,88
Polska	58,8%	8,8%	7,03	bd	bd	3,6%	4,84
Portugalia	2,9%	3,3%	1,15	4,8%	0,82	2,7%	0,66
Słowacja	49,7%	7,8%	6,91	6,9%	5,67	6,7%	3,09
Słowenia	bd	4,5%	1,77	bd	bd	6,1%	2,49
Hiszpania	10,0%	3,3%	1,08	4,7%	0,85	3,0%	0,62
Szwecja	18,1%	3,6%	0,89	5,0%	0,88	0,9%	0,90
Szwajcaria	12,0%	1,5%	0,94	3,0%	0,49	2,3%	0,40
Wlk. Brytania	12,2%	5,0%	1,15	4,9%	0,73	2,9%	0,82

Zródło: *World Development Indicators Database*, World Bank, *OECD Economic Outlook 85 database*, OECD

*Mediana średniorocznych rentowności 3-miesięcznych skarbowych instrumentów rynku pieniężnego albo instrumentów o zbliżonym okresie zapadalności

**Mediana średniorocznych rentowności 10-letnich obligacji skarbowych lub instrumentów o zbliżonym okresie zapadalności

Po trzecie, z dniem 1 stycznia 1999 roku do kompetencji Europejskiego Banku Centralnego przeszło uprawnienie do ustalania wysokości stóp procentowych w strefie EURO, w konsekwencji na rynkowe krótko- i długoterminowe stopy procentowe w krajach strefy EURO z jednakowym natężeniem wpływały decyzje ECB w zakresie stóp procentowych.

Jak wskazano w tabeli 27 brak powiązania pomiędzy poziomem i zmiennością stóp procentowych a zwiększeniem się wartości aktywów netto zgromadzonych w krajowych funduszach inwestycyjnych. W części krajów o najwyższej dynamice wzrostu aktywów (Czechy, Irlandia, Polska, Węgry, Słowacja) w latach 1997 – 2007 mediana średniorocznych stóp procentowych była wysoka (Polska, Słowacja, Węgry), w pozostałych zaś – pozostawała

na niskim poziomie (Irlandia, Czechy). Dodatkowo kraje te charakteryzowały się wysoką zmiennością rynkowych stóp procentowych, co przeczyłoby tezie o konieczności istnienia stabilnego otoczenia makroekonomicznego dla wzrostu aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Jednakże, warto zauważyć, że kraje o najwyższej dynamice wzrostu aktywów w latach 1997 – 2007 w przeważającej większości (poza Irlandią) charakteryzowały się na początku wskazanego wyżej okresu niskim poziomem aktywów zgromadzonych przez krajowe fundusze inwestycyjne.

Także biorąc pod uwagę poziom inflacji i jej zmienność w odniesieniu do dynamiki zmian wartości aktywów funduszy inwestycyjnych trudno wskazać na istnienie zależności pomiędzy tymi dwoma zmiennymi. W krajach o wysokiej inflacji, do których należały w badanym okresie kraje postsocjalistyczne (Czechy, Węgry, Polska, Słowacja) rynki funduszy inwestycyjnych należały do najdynamiczniej rozwijających się, biorąc pod uwagę wielkość aktywów zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne.

Rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w latach 1992 – 2007 nie był równomierny. W rozdziale drugim zasygnalizowano istnienie i charakterystykę czynników prawnych, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu, jaki na utworzenie się wspólnego europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych wywarły regulacje wspólnotowe. Rozdział trzeci zawierał pogłębioną analizę zmian otoczenia prawnego, które umożliwiły rozwój rynkom funduszy inwestycyjnych. W niniejszym rozdziale przedstawiono charakterystykę czynników sprzyjających rozwojowi rynku finansowego i w konsekwencji rynku pośredników finansowych. W kolejnym rozdziale zawarto szczegółową analizę wpływu zidentyfikowanych w niniejszym rozdziale czynników makroekonomicznych na krajowe rynki funduszy inwestycyjnych w Irlandii, Luksemburgu, Francji, Niemczech, Wielkiej Brytanii, Hiszpanii i we Włoszech w latach 1992 – 2007.

Rozdział V

Analiza czynników makroekonomicznych determinujących rozwój wybranych rynków funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej

W rozdziale czwartym, w ogólnym ujęciu przedstawiono charakterystykę czynników makroekonomicznych, które w świetle literatury przedmiotu kształtują wielkość rynków: finansowego oraz pośredników finansowych.

Powyższa charakterystyka została uzupełniona zarysowaniem wpływu powyższych czynników na zmiany wielkości i struktury krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w latach 1997 – 2007 w krajach europejskich.

Celem dokonanej, w rozdziale czwartym, prezentacji czynników o charakterze makroekonomicznym w oparciu o dane dotyczące znaczącej liczby krajowych rynków funduszy inwestycyjnych była próba identyfikacji, w możliwie dużej liczbie krajów, rodzaju wpływu, jaki wywierały na zmiany wielkości i struktury rynku.

Niniejszy rozdział ma stanowić kontynuację rozważań dotyczących czynników makroekonomicznych, ograniczoną jednakże do analizy wpływu tych czynników na wybrane, największe pod względem średniej wartości aktywów netto w latach 1992 – 2007, krajowe rynki funduszy inwestycyjnych w krajach należących do Unii Europejskiej.

Przedmiotem analizy będą scharakteryzowane w poprzednim rozdziale następujące czynniki makroekonomiczne: wzrost gospodarczy, poziom zamożności, skłonność do oszczędzania i wielkość oszczędności, wielkość rynku finansowego oraz poziom inflacji i stóp procentowych. W pierwszej kolejności, rozważony zostanie wpływ na zmiany wielkości krajowych rynków funduszy inwestycyjnych wzrostu gospodarczego i wielkości oszczędności zgromadzonych w gospodarce. To te dwie zmienne kształtują maksymalny popyt na usługi zarządzania aktywami, w tym usługi świadczone przez fundusze inwestycyjne. W dalszej kolejności, przez pryzmat ogólnej sytuacji na rynku finansowym rozumianej jako koniunktura na rynku akcji, mierzona rocznymi zmianami głównego indeksu giełdowego i podaż instrumentów finansowych w relacji do PKB (wielkość rynku instrumentów dłużnych oraz wielkość rynku instrumentów udziałowych) – podjęto analizę zmian w strukturze i wielkości krajowych rynków funduszy inwestycyjnych.

Pominięto przy niej odrębne badania dotyczące wpływu niektórych czynników, zidentyfikowanych w rozdziale czwartym, w tym stopy bezrobocia, poziomu inflacji i stóp procentowych. Na podstawie ich charakterystyki przyjęto, że samodzielnie nie wywierają one istotnego wpływu na kształtowanie się rynku funduszy inwestycyjnych, stąd ich wpływ na zmiany wielkości rynków krajowych został wspomniany w niniejszym rozdziale wyłącznie przy analizie wyodrębnionych okresów.

W celu oceny oddziaływania czynników makroekonomicznych, które kształtowały poszczególne rynki w okresie 1992 – 2007, dokonano ich łącznego opisu. W konsekwencji, odmiennie niż miało to miejsce w rozdziale czwartym, zawarta w niniejszym rozdziale analiza przeprowadzona zostanie w odniesieniu do okresów wyodrębnionych w ramach badanego przedziału.

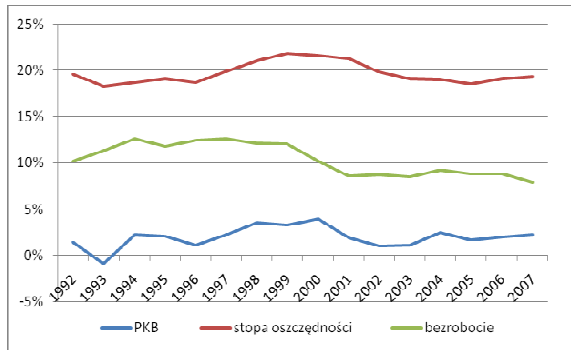
5.1. Zmiany rozwoju badanych rynków funduszy inwestycyjnych na tle zmian czynników makroekonomicznych

Jak wskazano w poprzednim rozdziale, rynek funduszy inwestycyjnych nie może istnieć bez rynku finansowego, a zmiany na nim zachodzące są związane ze przekształceniami wielkości i struktury rynku finansowego. Istotny wpływ na krótko- i średnioterminowe trendy na rynku funduszy inwestycyjnych wywiera kształtująca popyt i podaż instrumentów finansowych – koniunktura na rynku finansowym, w szczególności odnosząca się do segmentu udziałowych papierów wartościowych.

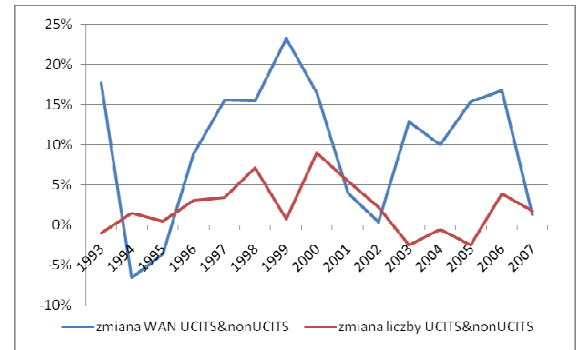
W konsekwencji, wydaje się zasadne dokonanie podziału analizowanego okresu (1992 – 2007) według kryteriów ogólnej koniunktury gospodarczej oraz koniunktury na rynku akcji. Przy zastosowaniu powyższych kryteriów wyodrębniono pięć podokresów (lata 1992 – 1995, 1996 – 1998, 1999 – 2001, 2002 – 2005 oraz 2006 – 2007). W odniesieniu do tych cezur czasowych, w niniejszym fragmencie pracy, dokonano analizy wpływu charakterystycznego dla danego rynku splotu czynników makroekonomicznych na wielkość rynku funduszy inwestycyjnych mierzoną liczbą funkcjonujących funduszy i wielkością aktywów netto przez nie zarządzanych. Druga część rozdziału poświęcona została szczegółowej analizie wpływu, jaki na zmiany rynków wywierał wzrost gospodarczy, wielkość oszczędności i ogólna sytuacja na rynku finansowym.

Francja

(a)

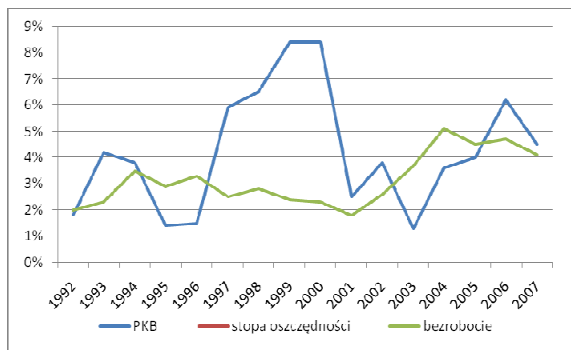


(b)

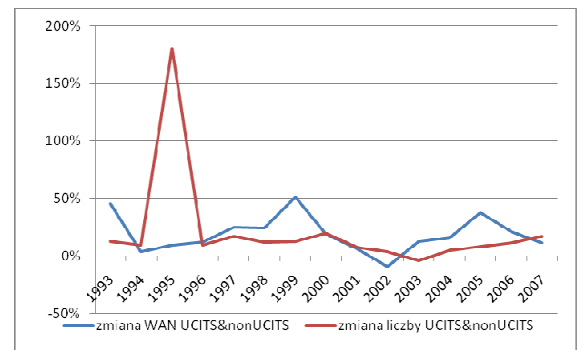


Luksemburg

(c)

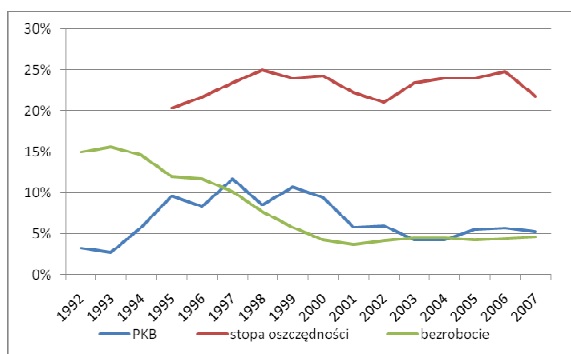


(d)

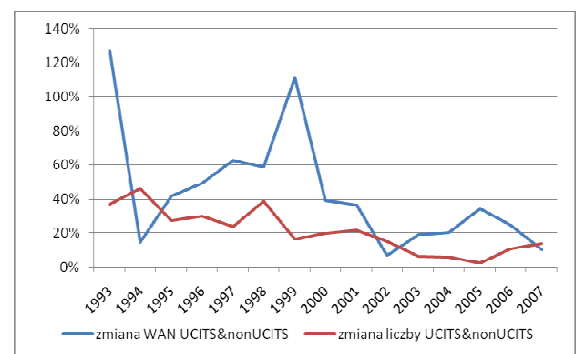


Irlandia

(e)

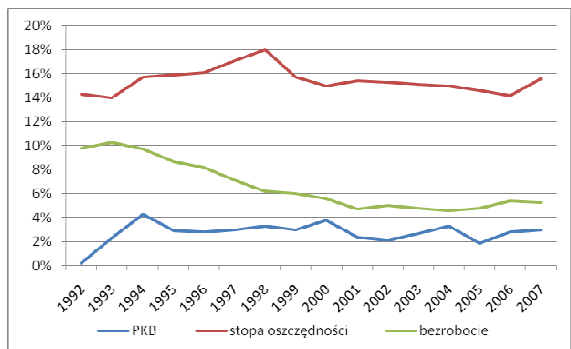


(f)

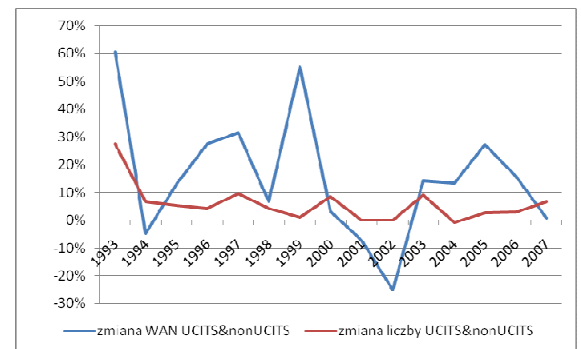


Wielka Brytania

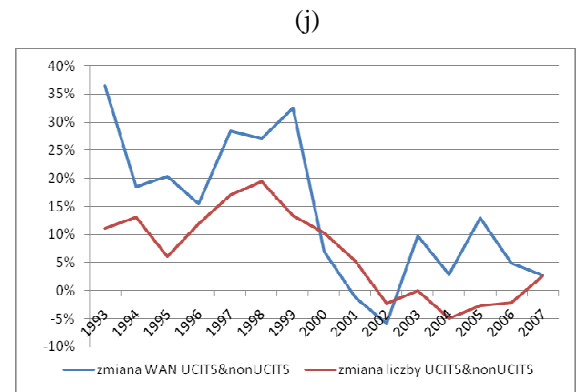
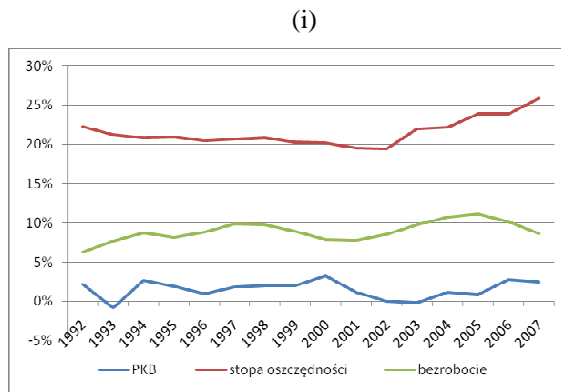
(g)



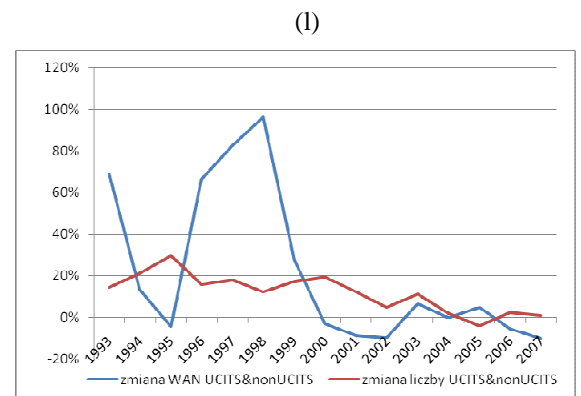
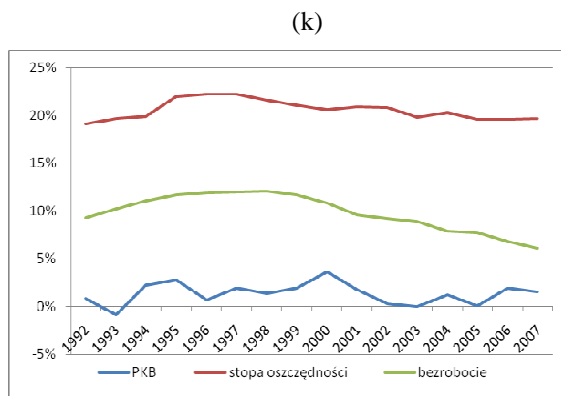
(h)



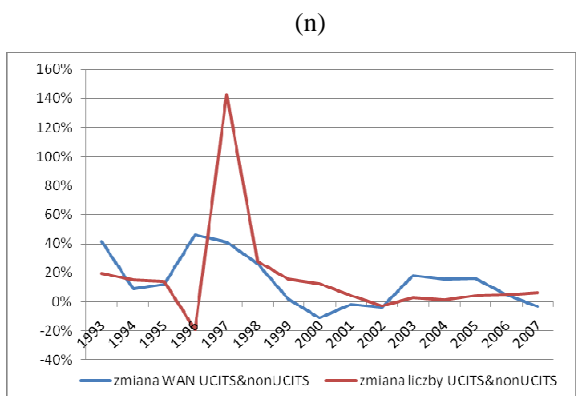
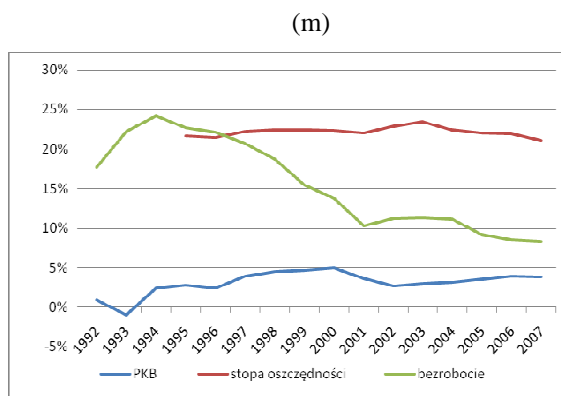
Niemcy



Włochy



Hiszpania



Wykres 5 (a-n). Wybrane wskaźniki makroekonomiczne a zmiany WAN i liczby funduszy inwestycyjnych w badanych krajach w latach 1992 - 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2005, 2006, 2007, 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Lata 1992 - 1995

Początek okresu, będącego przedmiotem analizy (lata 1992 – 1993), cechował się stagnacją w gospodarce światowej i nieznacznym wzrostem gospodarek amerykańskiej i

japońskiej¹ po załamaniu gospodarczym z 1990 i 1991 roku. Jednocześnie okres ten charakteryzował się wzrostem w krajach rozwijających się spowodowanym napływem inwestycji, niskimi stopami procentowymi oraz korzystnym (niskim) kursem dolara, obniżającym koszty obsługi zadłużenia zagranicznego, które to czynniki z nadwyżką równoważyły zmniejszenie wielkości wymiany handlowej.

Wśród przyczyn załamania gospodarczego w latach 1991 – 1992 wskazuje się² na znaczące w odniesieniu do PKB krajów rozwiniętych i stale rosnące deficyty budżetowe, które wpływały na zwiększanie się poziomu rynkowych stóp procentowych. Jednocześnie, istotnym problemem w analizowanych krajach spadek notowań walut krajowych wobec dolara i ECU. Szczególnie silnie proces ten obserwowany był we Włoszech i w Wielkiej Brytanii³, co skutkowało czasowym zawieszeniem uczestnictwa lira i funta w ERM. W celu sparcia gospodarki włoskiej Unia Europejska zagwarantowała środki pomocowe, a rząd włoski wdrożył program redukcji deficytu budżetowego do poziomu 5 procent PKB do 1995 roku. Jednocześnie, istotne wahania wartości walut krajowych i zamiar uniknięcia ich w przyszłości wzmocniły procesy zmierzające do zacieśnienia współpracy w zakresie polityki pieniężnej, a w dalszym horyzoncie – do wprowadzenia unii walutowej.

W roku 1992 w części analizowanych państw rozpoczął się cykl obniżek stóp procentowych (Niemcy z 8% na koniec 1991 do 5,75% na koniec 1993; Wielka Brytania z 10,375% na koniec 1991 do 5,375% na koniec 1993), w innych z uwagi na zamiar obrony wartości waluty, stopy procentowe były stopniowo podwyższane w pierwszej połowie 1992 roku, by następnie od połowy tego roku ulegać stopniowemu obniżeniu (taka sytuacja miała miejsce we Francji i w Irlandii).

Cięcia stóp procentowych miały pobudzić aktywność gospodarczą i zmniejszyć rozmiary bezrobocia, stanowiącego na koniec 1992 roku przeciętnie 10% w badanych krajach (od 2% w Luksemburgu i 6,3% w Niemczech do 15% w Irlandii i 17,7% w Hiszpanii). W okresie do 1994 roku przeciętna stopa bezrobocia w badanych krajach nadal rosła osiągając maksymalną wartość 12,1% w 1994 roku, a następnie odnotowując nieznaczny spadek do 11,1% i 11,2% w latach 1995 i 1996.

Wzrost poziomu bezrobocia, osiągającego w niektórych z badanych krajów znaczne wartości (na koniec 1994 w Hiszpanii – 24,2% i Francji – 12,6%, na koniec 1993 w Irlandii – 15,6%), skutkowało ograniczeniem popytu wewnętrznego i hamowało wzrost gospodarczy w

¹ *Word Economic Outlook 1993*, International Monetary Fund, Washington 1993, s. X.

² *Word Economic Outlook 1993*, op.cit., s. 4.

³ Wartość funta i lira w odniesieniu do dolara w okresie sierpień 1992 – kwiecień 1993 spadła odpowiednio o 14% i 23%; znaczne osłabienie dotknęło także funta irlandzkiego i hiszpańską pesetę.

latach 1992 - 1995. Przeciętna jego wielkość w tym okresie wahała się od 0,8% w 1993 (Francja, Niemcy, Włochy i Hiszpania zanotowały spadek PKB o wartości zbliżone do 1%) do 3,4% w 1995, przy czym o ile w Niemczech, Francji, Włoszech, Hiszpanii, Wielkiej Brytanii i Luksemburgu wzrost pozostawał na poziomie zbliżonym do 2% rocznie, o tyle od 1994 roku Irlandia wskutek znacznych środków pomocowych pochodzących z Unii Europejskiej weszła na ścieżkę szybkiego wzrostu, a jej PKB rósł o 2,7% w 1993, 5,8% w 1994 i 9,6% w 1995 roku.

Dodatkowym czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy były reformy finansów publicznych, zmierzające do zmniejszenia poziomu deficytu budżetowego, które miały miejsce w Hiszpanii i we Włoszech. Skutkiem poszukiwania źródeł dodatkowych dochodów było zwiększenie obciążeń fiskalnych, w tym dotyczących dochodów osób fizycznych. We Włoszech najwyższa stawka podatku dochodowego wzrosła z 46% w 1992 roku do 51% w 1995 roku, podczas gdy w Hiszpanii wzrost ten wyniósł łącznie 16 punktów procentowych (z 40% w 1992 przez 48% w 1993 do 56% w 1994 i 1995 roku).

Wysoki poziom bezrobocia i niski wzrost gospodarczy wpływały na skłonność do oszczędzania w badanym okresie motywowaną względami ostrożnościowymi. Poziom zaoszczędzanego dochodu rozporządzalnego był bardzo wysoki we Włoszech (20,2% dochodu w 1992 roku było oszczędzane, w kolejnych latach część ta ulegała zmniejszeniu – do 17% w 1995 roku) i w Hiszpanii (rosł od 13,1% w 1992 do 17,5% w 1995 roku)⁴. O ile we Włoszech znaczna skłonność do oszczędzania mogła mieć związek z dużym i rosnącym w badanym okresie poziomem długu publicznego, o tyle w Hiszpanii, dotkniętej w początku lat dziewięćdziesiątych – znacznym i silnie rosnącym bezrobociem, wynikała z ograniczenia konsumpcji na rzecz oszczędności przeznaczonych na nieprzewidziane okoliczności. We Francji, Wielkiej Brytanii i Niemczech stopa oszczędności w całym okresie pozostawała na poziomie przekraczającym 10%, nieznacznie rosnąc we Francji (z 11,4% w 1992 do 12,8% w 1995) i spadając w Wielkiej Brytanii (z 11,8% w 1992 do 10,3% w 1995) i Niemczech (z 12,7% w 1992 do 10,1% w 1995 roku).

Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w latach 1992 – 1995 korzystał z harmonizacji przepisów krajowych, odnoszących się do transgranicznej dystrybucji, wprowadzonych Dyrektywą UCITS, której termin wdrożenia do ustawodawstw krajowych minął w dniu 1 października 1989 roku. Wzrost aktywów netto w zarządzaniu w Europie w

⁴ Dane dotyczące oszczędności gospodarstw domowych nie są porównywalne pomiędzy poszczególnymi krajami. W szczególności dotyczy to Hiszpanii i Wielkiej Brytanii, w odniesieniu do których stopa oszczędności gospodarstw domowych jest stopą brutto. W pozostałych krajach stopa oszczędności liczona jest w stosunku do dochodu rozporządzalnego netto. Dane za *OECD Economic Outlook*, vol. 2008, Issue 2, OECD, Paris 2008.

1993 roku wynosił ponad 67%; jednakże w dwóch kolejnych latach w związku ze stagnacją ekonomiczną w zdecydowanej większości krajów, aktywa netto spadły o blisko 16% (1994), by następnie wzrosnąć nieznacznie o 8,5% w 1995 roku. Silny wzrost aktywów w 1993 roku nie skłonił jednak dostawców do istotnego zwiększenia liczby oferowanych funduszy inwestycyjnych – ich liczba w latach 1992 – 1995 rosła umiarkowanie (w 1993 – o 6,5%, w 1994 – o 8,5% i w 1995 – o 17,4%). Rezultatem silnego wzrostu wartości aktywów i niewielkiej zmiany oferowanych funduszy był wzrost przeciętnej wielkości funduszu inwestycyjnego w Europie z 62 mln EUR w 1992 roku do 70 mln w 1995 roku.

Największy pod względem wartości aktywów rynek funduszy we Francji rozwijał się znacząco słabiej od rynku europejskiego i rynków pozostałych badanych krajów. Co prawda, w 1993 roku wzrosła wartość aktywów w zarządzaniu (o 17,7%), jednakże w latach 1994 i 1995 zmniejszała się ona o (odpowiednio) -6,5% i -3,8%. Liczba oferowanych funduszy inwestycyjnych pozostawała na prawie niezmiennym poziomie, wahając się o 1% w latach 1993 – 1995.

Rynek funduszy w Luksemburgu po silnym wzroście w 1993 roku (o 45,7% biorąc pod uwagę aktywa), zmienił się nieznacznie w kolejnych dwóch latach – o odpowiednio 3,6% i 9,2%. Liczba funduszy z siedzibą w Luksemburgu rosła stabilnie w latach 1993 i 1994 o 12,8% i 9,1%, a w 1995 roku podaż funduszy zwiększyła się blisko trzykrotnie (wzrost o 180,3%).

Aktywa niemieckich funduszy inwestycyjnych rosły nieprzerwanie w latach 1992 – 1995 o odpowiednio 36,5%, 18,6% i 20,4%, znacznie szybciej niż liczba oferowanych funduszy, która wzrastała w 1993 roku o 11%, w 1994 – o 13%, a w 1995 roku – o 6%. Przejściowo, w trakcie 1993 roku nastąpił znaczący odpływ środków z niemieckich funduszy wynikający z wprowadzenia z dniem 1 stycznia 1993 roku opodatkowania dochodów z inwestycji przekraczających 6.100 DEM (na osobę), co powodowało konieczność zapłaty 30% podatku dochodowego. W związku z powyższym, nastąpił silny odpływ aktywów na rzecz funduszy w Luksemburgu. Po włączeniu dochodów z tytułu inwestowania w fundusze luksemburskie do podstawy opodatkowania, co nastąpiło w III kwartale 1993, zaobserwowano przepływ aktywów od funduszy w Luksemburgu na rzecz funduszy niemieckich (24 mld DEM)⁵, a więc zmiany zasad opodatkowania w trakcie roku podatkowego 1993 nie wpłynęły istotnie na dynamikę zmian wielkości rynku w tym roku. Dodatkowo, od 1995 roku rozpoczął się proces gwałtownego rozwoju niemieckich funduszy specjalnych, których uczestnikami były instytucje przekazujące tym funduszom zarząd

⁵ N. Walter, R. von Rosen, op.cit., s. 80.

częścią własnego majątku (zakłady ubezpieczeń) albo zarządzanie programami emerytalnymi prowadzonymi przez przedsiębiorstwa.

Rynek angielskich funduszy inwestycyjnych po znaczącym wzroście w 1992 roku o 60,7%, w kolejnym roku przejściowo się osłabił o 4,8%, by w 1995 roku wzrosnąć o 13%. Pod względem liczby istniejących instytucji zbiorowego inwestowania rynek angielski rozwijał się bardziej dynamicznie niż rynek europejski, poszerzając się w badanym okresie kolejno o 27,4%, 6,5% i 5,2%.

Najmniejsze pod względem wartości aktywów netto rynki funduszy istniały w analizowanym okresie we Włoszech, Hiszpanii i Irlandii. Nie rozwijały się one jednak w sposób równomierny. O ile rynek irlandzki wskutek utworzenia Międzynarodowego Centrum Usług Finansowych w Dublinie (*International Financial Services Centre*) zmieniał się bardzo dynamicznie, rosnąc w latach 1992 – 1995 łącznie o blisko 270%, o tyle wartość aktywów netto w zarządzaniu instytucji włoskich i hiszpańskich rosła znacznie wolniej – łączne aktywa funduszy wzrosły o 82,8% we Włoszech i o 72,7% w Hiszpanii. Liczba irlandzkich funduszy wzrosła o 153,8%, podczas gdy liczba funduszy we Włoszech i w Hiszpanii odpowiednio o 80% i 56,5% w tychże latach.

Różnice w dynamice rozwoju trzech najmniejszych pod względem wartości rynków wynikły z następujących przyczyn. Po pierwsze, rząd irlandzki na początku lat. 90 powołał Komisję ds. Przeglądu Polityki Przemysłowej, efektem prac której był raport *Czas na zmiany*, zawierający postulaty w zakresie sposobu wydawania środków pomocowych z Unii Europejskiej na rozwój najbardziej perspektywicznych sektorów gospodarki (w tym sektora usług finansowych), położenie nacisku na edukację i przeprowadzenie reform podatkowych⁶. Po drugie, napływ środków unijnych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych stymulował wzrost gospodarczy w Irlandii, a przyciągane były one między innymi preferencyjną stawką podatku dochodowego od osób prawnych wynoszącą 10% (w miejsce standardowej – 23%). Jednocześnie, tendencje wzrostowe zostały dodatkowo wzmocnione wskutek 10% dewaluacji funta irlandzkiego w styczniu 1993, która uczyniła eksport bardziej konkurencyjnym. Po trzecie zaś, w Irlandii wskutek napływu inwestycji w sposób znaczący spadało bezrobocie, powodując między innymi wzrost popytu na usługi zarządzania majątkiem.

⁶ J. P. Rosa, *Polityka ekonomiczna Irlandii a jej wzrost gospodarczy w latach 1989 – 2000 i 2001 – 2008*, w: J.L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, W. Przybylska – Kapuścińska (red.), *Mechanizmy i źródła wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008, s. 303.

Lata 1996 - 1998

W latach 1996 – 1998 gospodarka amerykańska nadal rozwijała się dynamicznie korzystając z niskiej inflacji i niskiego poziomu bezrobocia, choć od 1997 roku wskutek kryzysu azjatyckiego rozwój ten ulegał wyhamowaniu. Celem pobudzenia wzrostu wobec kryzysu w Rosji (lato 1998) w okresie październik – listopad 1998 *Federal Reserve Board* trzykrotnie dokonał obniżki stóp procentowych, co przy silnym spadku cen ropy naftowej przyczyniło się do zmarginalizowania wpływu na gospodarkę amerykańską zawirowań na rynkach krajów rozwijających się.

Latem 1997 roku doszło do załamania gospodarek azjatyckich, w szczególności Indonezji, Korei i Tajlandii, zwanego kryzysem azjatyckim. Kryzys ten został wywołany olbrzymim napływem środków finansowych do szybko rozwijających się krajów azjatyckich, których gospodarki charakteryzowały się znacznymi deficytami budżetowymi, finansowanymi pożyczkami zagranicznymi, denominowanymi w walutach obcych przy jednoczesnym administracyjnym ograniczaniu wahań kursu waluty krajowej do walut obcych. Dodatkowo, wskutek napływu inwestycji spekulacyjnych, na rynkach akcji i na rynkach nieruchomości wytworzyły się bańki spekulacyjne, których dostrzeżenie było niemożliwe, wobec braku odpowiedniej transparentności rynków i adekwatnego nadzoru nad nimi. Do pogłębienia kryzysu przyczyniło się także nieumiejętne zarządzanie ryzykiem kredytowym przez banki w odniesieniu do inwestycji w nieruchomości krajowe przez rezydentów, które spowodowało – wobec gwałtownego spadku wartości nieruchomości – ryzyko destabilizacji całego systemu finansowego⁷. Ryzyko to zostało zażegnane wskutek zagranicznej pomocy finansowej, płynącej w szczególności z Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

W kontekście kryzysu azjatyckiego warto wspomnieć, że po raz pierwszy jako jedną z grup podmiotów odpowiedzialnych za masowe inwestycje spekulacyjne wskazano fundusze *hedgingowe*⁸, które korzystając z niskich stóp procentowych lewarowały swoje długie pozycje na azjatyckich rynkach akcji i doprowadziły do ich załamania wskutek masowego zamykania tych pozycji.

Kryzys w Azji wywarł pośrednie skutki także na gospodarki analizowanych krajów. Z jednej strony, *azjatyckie tygrysy* były znaczącym partnerem handlowym, a wobec wewnętrznych problemów gospodarczych tych krajów wymiana handlowa uległa znacznemu osłabieniu. Z drugiej strony, kryzys gospodarczy w Azji stworzył szansę dla europejskich

⁷ *World Economic Outlook, March 1998*, International Monetary Fund, Washington 1998, s. 3.

⁸ B. Eichengreen, D. Mathieson, *Hedge Funds and Market Dynamics*, International Monetary Fund, Occasional Paper 166, Washington 1998.

dostawców produktów substytucyjnych dla towarów azjatyckich, które – mimo wyższego kosztu wytworzenia – zajęły miejsce konkurentów z Azji.

W kolejnym roku (1998) doszło do podobnych kryzysów w Rosji i Brazylii, jednakże były one znacznie mniej gwałtowne i płytsze niż kryzys azjatycki. Kryzys rosyjski rozpoczął się w sierpniu 1998 roku wskutek łącznego wpływu spadku cen surowców (w tym głównie ropy naftowej), kryzysu azjatyckiego oraz spadku zaufania do rynków wschodzących, na co nałożyły się zaniedbania w sferze reform strukturalnych (niska ściągalsność podatków i brak kontroli poziomu wydatków budżetowych, finansowanych krótkoterminowym zadłużeniem)⁹. Wpływ kryzysu w Rosji na gospodarki krajów Wspólnoty był jednakże ograniczony.

Od połowy 1996 roku gospodarka Unii rozpoczęła proces wzrostu, po dwóch latach stagnacji. Wśród jego źródeł wskazuje się na poprawę produktywności i konkurencyjności produktów, co wspomogło eksport¹⁰. W dalszej kolejności motorem wzrostu był rosnący popyt wewnętrzny oraz inwestycje. Wzrost ten został zahamowany przez wydarzenia w Azji z lata 1997 roku oraz wpływ kryzysu z 1998 roku w Rosji, będącej istotnym importerem towarów produkowanych w państwach Unii.

W latach 1996 – 1998 koniunktura w analizowanych krajach kształtowała się odmiennie. W Wielkiej Brytanii, Irlandii, Luksemburgu oraz w niższym stopniu we Francji i Hiszpanii utrzymywał się wzrost gospodarczy, podczas gdy Niemcy i Włochy pozostawały w fazie stagnacji. Liderem wzrostów pozostawała Irlandia, gdzie stopy wzrostu wynosiły odpowiednio 8,3%, 11,7% i 8,5%. W Niemczech i we Włoszech przeciętna stopa wzrostu gospodarczego wynosiła odpowiednio 1,6% i 1,3%.

Wobec różnic w tempie rozwoju gospodarczego, stopy bezrobocia kształtowały się różnie w poszczególnych krajach. O ile w Irlandii i Wielkiej Brytanii doszło do znacznego obniżenia wielkości bezrobocia (w Irlandii z 11,7% na koniec 1996 do 7,7% na koniec 1998, w Wielkiej Brytanii z 8,2% na koniec 1996 do 6,2% na koniec 1998 roku, w Hiszpanii z 22,1% na koniec 1996 do 18,7% na koniec 1998), o tyle wzrost gospodarczy Francji i Luksemburga przekładał się wyłącznie na nieznaczne zwiększenie liczby miejsc pracy. W Niemczech i we Włoszech stopa bezrobocia w okresie 1996 – 1998 pozostawała praktycznie bez zmian. Wobec bliskiego już wówczas wprowadzenia wspólnej waluty i wzrostu konkurencji na rynku wewnętrznym, wynikającego ze zniesienia kosztów wymiany i większej porównywalności cen, które mogło potencjalnie pociągnąć za sobą dalsze pogorszenie na

⁹ *1999 Annual Economic Report*, Commission of the European Communities, Brussels, 2001, COM (1999) 7 final, s. 29.

¹⁰ *1999 Annual Economic Report*, op. cit., s. 35.

rynku pracy, Komisja Europejska w 1997 roku przyjęła zbiór celów polityki w zakresie rynku pracy. Wzrost zatrudnienia miał być wynikiem działań, mających na celu promowanie przedsiębiorczości, równe traktowanie w zatrudnieniu oraz zachęcanie pracowników do większej mobilności na zintegrowanym rynku pracy¹¹.

Silniejszy wzrost gospodarczy i spadające bezrobocie powodowały spadek skłonności do oszczędzania. Stopa oszczędności gospodarstw domowych w latach 1996 – 1998 pozostawała na zbliżonym poziomie we Francji i w Niemczech (we Francji przeciętnie 12,4%, w Niemczech – 10,2%) i spadała w Wielkiej Brytanii (z 9,4% w 1996 do 7,4% w 1998), Włoszech (z 17,4% do 11,4%) i Hiszpanii (z 17,4% do 14,4%).

We wszystkich badanych krajach stopy inflacji w okresie 1996 – 1998 pozostawały na niskim i stabilnym poziomie, co w przypadku Włoch, Niemiec, Hiszpanii i Luksemburga wynikało z prowadzonej polityki pieniężnej nakierowanej na spełnienie kryteriów konwergencji w związku z wprowadzeniem wspólnej waluty od 1 stycznia 1999 roku¹², a w odniesieniu do Irlandii i Wielkiej Brytanii – ze stabilnej sytuacji gospodarczej.

W okresie 1996 – 1998 obserwowany był proces stopniowej konwergencji poziomów stóp procentowych państw wprowadzających euro. Proces ten w wolniejszym stopniu zachodził we Włoszech, w których na koniec 1997 roku stopy procentowe były przeciętnie o 2 p.p. wyższe niż w Niemczech i Francji. Jednocześnie, znacząco zmniejszyły się wahania kursów walut państw mających wejść z dniem 1 stycznia 1999 roku do strefy wspólnej waluty¹³.

W odniesieniu do obciążeń podatkowych, w badanych krajach nie odnotowano istotnych reform fiskalnych. W części z badanych krajów trwał proces obniżania opodatkowania przedsiębiorstw – w Irlandii podstawowa stawka podatku dochodowego spadła z 40% w 1995 do 32% w 1998, w Wielkiej Brytanii – z 33% do 31%, w Luksemburgu – z 40,9% do 37,5%, we Włoszech zaś z 52,2% do 41,3%. Jednocześnie, we Francji wzrosły obciążenia fiskalne przedsiębiorców z poziomu 36,7% do 41,7% dochodu. Marginalne stawki podatku od osób fizycznych pozostawały bez zmian.

¹¹ *Employment Guidelines for labour market policies* przyjęte w grudniu 1997 roku za: *Growth and Employment in the Stability-oriented Framework of EMU*, Brussels 1998, s. 18.

¹² Kryteria konwergencji to (1) średnia stopa inflacji w roku poprzedzającym przystąpienie do strefy euro na poziomie nie wyższym niż 1,5 punktu procentowego powyżej średniej inflacji dla trzech państw UE o najniższej inflacji, (2) średnia długoterminowa nominalna stopa procentowa nie wyższa niż 2 punkty procentowe powyżej średniej odpowiednich stóp dla trzech krajów o najniższych długoterminowych stopach procentowych, (3) stabilny kurs walutowy (+/- 15% przedział wahań) przy zakazie dewaluacji waluty, (4) deficyt budżetowy poniżej 3% PKB, (5) dług publiczny poniżej 60% PKB, (6) niezależny bank centralny.

¹³ Proces ten nie dotyczył funta irlandzkiego, który w dniu 16 marca 1998 został rewaluowany o 16% i greckiej drachmy, która w tym samym dniu została zdewaluowana.

W latach 1996 – 1998 europejski rynek funduszy nadal dynamicznie się rozwijał. Jego wielkość mierzona aktywami netto w zarządzaniu rosła systematycznie o 23,2% w 1996, o 30,3% w 1997 i o 27,1% w 1998. Zdecydowanie wolniej rosła liczba funduszy – zmieniała się ona w tempie zbliżonym do 10% rocznie w wyżej wskazanym okresie (wzrastała odpowiednio o 9,5%, 12,8% i 14,3%). W konsekwencji, wzrastała średnia wielkość europejskiego funduszu inwestycyjnego z 78 mln EUR na koniec 1996 roku do 101 mln EUR na koniec 1998 roku.

Aktywa funduszy zarejestrowanych we Francji, posiadającej w badanym okresie największy w Europie krajowy rynek funduszy inwestycyjnych, rosły stabilnie o 8,8% w 1996, o 15,6% w 1997 i o 15,4% w 1998. Liczba funduszy powiększała się w sposób nieznaczny, wolniej niż wartość aktywów, o odpowiednio 3%, 3,4% i 7,1%.

Drugi co do wielkości, rynek niemiecki rozwijał się dynamicznie. W latach 1995 – 1998 wartość aktywów niemieckich funduszy inwestycyjnych rosła o 15,5%, 28,5% i 27,1%. Jednocześnie, odmiennie niż we Francji, szybko wzrastała także oferta funduszy – z 3586 do 5016 w 1998 roku, a więc o 11,9% w 1996, 17% w 1997 i o 19,5% w 1998. Dynamiczny wzrost aktywów pozwolił prawie zrównać się w 1998 roku wielkości rynku niemieckiego i francuskiego. Jednocześnie, oba największe rynki rozwijały się w niższym tempie niż rynek europejski.

Fundusze zlokalizowane w Luksemburgu nadal w latach 1996 – 1998 z sukcesem pozyskiwały nowe aktywa. Ich łączna wartość wzrosła o 11,9% w 1996, o 25,1% w 1997 oraz o 24,2% w 1998 roku. Systematycznie rosła też liczba funduszy w Luksemburgu – w analizowanym okresie ich liczba wzrosła łącznie o 1239, czyli o 31,5%.

Charakterystyczną cechą rynku brytyjskiego w badanym okresie był relatywnie słaby wzrost oferty funduszy. Wynosił on na koniec każdego z lat w analizowanym okresie 4,1%, 9,6% oraz 4,1%. Mimo niezbyt dynamicznych zmian po stronie podaży funduszy popyt na nie był nadal silny i prowadził do zwiększenia się wartości aktywów brytyjskich funduszy kolejno o 27,5%, 31,5% oraz o 6,7%.

Na najmniejszych rynkach, tj. włoskim, irlandzkim i hiszpańskim trwał nadal boom w sektorze funduszy inwestycyjnych. Każdy z tych rynków rozwijał się znacznie dynamiczniej niż rynek europejski. We Włoszech, będących liderem wzrostu, wielkość aktywów w zarządzaniu zwiększyła się blisko 3,7 razy, rosnąc o 66,3%, 82,6% oraz o 96,4% w poszczególnych latach. Wzrost wartości aktywów nie pociągnął za sobą wzrostu liczby funduszy, która w analizowanym okresie zwiększała się o 15,7%, 17,9% i o 12,3%. Dynamiczny wzrost aktywów przy nieznacznym wzroście liczby funduszy spowodował

istotny wzrost przeciętnej wartości funduszu: ze 195 mln EUR w 1996 do 530 mln EUR w 1998 roku. Bez wątpienia, z uwagi na istnienie korzyści skali, spółki zarządzające aktywami stały się wysokodochodowymi przedsięwzięciami, co w kolejnym okresie mogło sprzyjać wchodzeniu na rynek włoski nowych podmiotów i zwiększaniu konkurencji wśród funduszy.

Ciosem dla dalszego rozwoju rynku włoskiego było dokonane, w celu poprawienia efektywności poboru podatków, przeniesienie ciężaru opodatkowania dochodów z inwestycji z poziomu inwestora na poziom funduszu, które weszło w życie od lipca 1998 roku. Fundusze zarejestrowane we Włoszech były zobowiązane do odprowadzania podatku od dochodów i zysków kapitałowych w wysokości 12,5% rocznie, podczas gdy fundusze zagraniczne dystrybuowane we Włoszech mogły korzystać z możliwości potrącania inwestorowi wycofującemu środki podatku w wysokości 12,5%¹⁴. W odniesieniu do inwestorów długoterminowych, którzy nie dokonują wypłat, korzyść z reinwestycji środków jest oczywista.

Na rynku irlandzkim nadal silnie rozwijało się Międzynarodowe Centrum Usług Finansowych przyciągając nowych dostawców funduszy. W konsekwencji, rynek ten rozwijał się najbardziej dynamicznie; biorąc pod uwagę liczbę funduszy w badanym okresie uległa ona podwojeniu. W zbliżonym tempie do wzrostu liczby funduszy wzrosła także wartość zarządzanych przez nie aktywów – o 49,4% w 1996, o 62,8% w 1997 oraz o 59% w 1998 roku.

Zmiany na rynku hiszpańskim były nietypowe. Mimo stałego, dynamicznego wzrostu wartości zarządzanych aktywów wynoszącego w badanym okresie 46%, 41,2% oraz 26,2% w odpowiednich latach, w 1996 roku spadła znacząco liczba funduszy działających na rynku hiszpańskim (o 19,4%). W kolejnych latach liczba funduszy dynamicznie jednak rosła – odpowiednio o 142,5% w 1997 oraz o 27,8% w 1998 roku.

Lata 1999 – 2001

Lata dziewięćdziesiąte XX wieku w gospodarce światowej charakteryzowały się łącznym występowaniem czterech czynników, które kształtowały zmiany ekonomiczne na przełomie wieków. Po pierwsze, stałą tendencją stało się utrzymywanie stabilnego poziomu cen, co było wynikiem powszechnego przyjęcia przez władze monetarne niskiej inflacji jako podstawowego celu prowadzonej polityki pieniężnej. Po drugie, w latach dziewięćdziesiątych doszło do szybkiej integracji rynków finansowych, co było konsekwencją procesu

¹⁴ R. Savona, *Tax induced dissimilarities between domestic and foreign mutual funds in Italy*, December 2005, p. 11, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=499286.

liberalizacji ograniczeń dotyczących przepływów pieniężnych i inwestycji bezpośrednich, jaka dokonała się w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych. Rezultatem tych procesów był bezprecedensowy napływ kapitału do krajów rozwijających się, powodowany chęcią dywersyfikacji inwestycji i możliwością osiągnięcia stóp zwrotu przekraczających możliwe do uzyskania z inwestycji w krajach rozwiniętych¹⁵. Trzecim elementem zmian ekonomicznych przełomu wieków było stopniowe uniezależnienie się cykli koniunkturalnych w krajach rozwiniętych i rozwijających się. Wcześniej, koniunktura w krajach rozwijających była pochodną koniunktury w krajach rozwiniętych, w szczególności wskutek wielkości wymiany handlowej i cen surowców. Wobec napływu inwestycji wspomagających uprzemysłowienie, kraje rozwijające nie odczuły spowolnień w latach 1990-1991 i 1999 roku, jednakże część z nich została dotknięta kryzysami gospodarczymi (Meksyk 1995, Azja 1997, Rosja i Brazylia 1998), pozostającymi bez związku z ogólną koniunkturą gospodarczą. Czwartym czynnikiem kształtującym ekonomiczny obraz świata w latach dziewięćdziesiątych był postępujący proces liberalizacji kursów wymiany walut.

Od 2000 roku, wskutek rosnącego deficytu budżetowego i deficytu obrotów handlowych (przekraczającego 3% PKB), osłabieniu ulegał wzrost w gospodarce amerykańskiej¹⁶, który w kolejnym roku przełożył się na spowolnienie w analizowanych krajach.

Z dniem 1 stycznia 1999 roku wprowadzono wspólną walutę w części krajów Unii Europejskiej i utworzono tzw. Europejski System Banków Centralnych składający się z Europejskiego Banku Centralnego i banków centralnych państw Unii Europejskiej, niezależnie od tego, czy wchodzi w skład unii walutowej. Europejski Bank Centralny stał się podmiotem odpowiedzialnym za prowadzenie polityki pieniężnej w strefie euro¹⁷, a jego kluczowym celem jest utrzymanie stabilności cen¹⁸. Warte podkreślenia jest, że niezależnie od zintegrowanej polityki pieniężnej w strefie euro, w każdym z krajów wywiera ona różne skutki, w zależności od różnic strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany poziomu stóp procentowych wpływają na koszty obsługi długu publicznego, a szczególnie wrażliwe na nie będą państwa o wysokim zadłużeniu (Włochy). Z drugiej strony, wpływ polityki pieniężnej

¹⁵ Z drugiej strony, niekontrolowany i napływ inwestycji do krajów rozwijających się, posiadających nieadekwatne formy nadzoru instytucjonalnego nad rynkami finansowymi, był pośrednią przyczyną kryzysów: azjatyckiego i brazylijskiego.

¹⁶ *World Economic Outlook 1999*, International Monetary Fund, Washington DC, October 1999, s. 1.

¹⁷ Cel ten jest wyrażony wprost w art. 4 traktatu amsterdamskiego wskazującego, że Unia musi stworzyć *jednolitą politykę pieniężną i politykę kursów walutowych, których podstawowym celem ma być utrzymanie stabilności cen i bez uszczerbku dla tych celów, wspieranie ogólnej polityki gospodarczej Wspólnot, zgodnie z zasadami gospodarki otwartego rynku i wolnej konkurencji.*

¹⁸ Skwantyfikowanym jako roczny wzrost inflacji (*Harmonised Index of Consumer Prices – HICP*) poniżej 2 p.p.

na kurs wymiany euro względem innych walut będzie szczególnie silnie odczuwalny w krajach, które w dużej części dokonują wymiany handlowej z państwami trzecimi¹⁹. Jednocześnie, niska i stabilna inflacja oraz wyeliminowanie wahań kursów walut krajów, które weszły do strefy euro miały przyczynić się do ograniczenia niepewności, odnoszącej się do rentowności inwestycji i w konsekwencji – do wzrostu poziomu zatrudnienia²⁰.

Wprowadzenie wspólnej waluty w 1999 roku krótkoterminowo doprowadziło do ożywienia gospodarczego w krajach Unii Europejskiej. Szybki wzrost gospodarczy był efektem przeprowadzenia w tym okresie, w krajach członkowskich należących do unii walutowej, reform, mających skutkować spełnieniem przez te kraje wymogów unii gospodarczej i walutowej. Wprowadzenie euro wyeliminowało ryzyko kursowe oraz koszty wymiany, które szacowano na 0,3-0,4% produktu krajowego brutto krajów wchodzących do strefy euro²¹. Jednocześnie, wprowadzenie wspólnej waluty skutkowało obniżeniem inflacji i spadkiem kosztu kredytu, co doprowadziło do wzrostu inwestycji. Dodatkowo, wspólna waluta była najważniejszym, obok postępującej liberalizacji, czynnikiem wspomagającym wzrost wymiany handlowej, który dotyczył nie tylko wymiany wewnątrzspółnotowej, ale także handlu z krajami trzecimi uzmocnionego globalną koniunkturą. Skutek ten jednak był krótkoterminowy – od początku swego istnienia euro osłabiało się wobec dolara i jednocześnie umacniało się wobec walut państw importujących towary, co w połączeniu ze znacznym wzrostem cen surowców (szczególnie ropy naftowej) na przełomie 1999 i 2000 roku zmusiło EBC do siedmiu podwyżek stóp procentowych w okresie od 9 listopada 1999 do 6 października 2000 z 3% do 4,75%.

Wskutek wprowadzenia wspólnej waluty najszybciej zintegrowały się rynki pieniężne, w szczególności rynek międzybankowy. Wolniej integrował się rynek obligacji, choć intensywnie rozwijającym się jego segmentem był rynek obligacji skarbowych denominowanych we wspólnej walucie²². Ubocznym skutkiem wprowadzenia euro było także zauważalne nasilenie procesów konsolidacyjnych w sektorze finansowym²³. Dostrzegalnym

¹⁹ R. Dornbusch, C. A. Favero, F. Giavazzi, *Immediate challenges for the European Central Bank*, NBER Working Paper No. 6369, National Bureau of Economic Research, January 1998, s. 4.

²⁰ *1999 Annual Economic Report*, op. cit., s. 7.

²¹ J. D. Hansen, *Ekonomiczne aspekty integracji europejskiej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 195.

²² *EU Economy: 2002 review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, No 6, 2002, s. 146.

²³ *EMU: The First Two Years*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Euro Papers, No 42, March 2001, s.4.

procesem był wzrost transgranicznych ofert instrumentów udziałowych i napływ nowego kapitału na giełdy²⁴.

W 2001 roku wzrost gospodarczy załamał się, a lata 2001 – 2003 były okresem recesji. Przyczyn załamania oprócz lokalnych kryzysów finansowych (pęknięcie bańki internetowej) poszukiwać należy w rosnących cenach surowców, które w połączeniu z wysokimi kosztami pracy w krajach Unii i słabością euro przekładały się na spadek konkurencyjności wyrobów na rynku światowym. Dodatkowo, lata 2000 – 2001 to okres słabnącego popytu konsumpcyjnego i rosnącej skłonności do oszczędzania²⁵. Skłonność do oszczędzania rosła w związku z przeprowadzanymi w tym okresie reformami systemów emerytalnych polegającymi na stopniowym odchodzeniu od systemów opartych na solidarności pokoleniowej (PAYG – *pay as you go*) na rzecz systemów opartych o wypłaty dokonywane ze zgromadzonych w trakcie aktywności zawodowej środków. W konsekwencji zwiększonej niepewności co do przyszłych dochodów z takich systemów, rosła skłonność do oszczędzania na cele emerytalne oraz oszczędzania motywowanego zamiarem zachowania poziomu życia w okresie po zakończeniu kariery zawodowej.

Lata 1999 – 2000 charakteryzowały się najwyższą przeciętną dynamiką wzrostu PKB w analizowanych krajach. PKB w 1999 roku wzrósł średnio o 4,9% (od 1,9% we Włoszech do 10,7% w Irlandii), a w 2000 – o 5,3% (od 3,2% w Niemczech do 9,4% w Irlandii). Jednocześnie, dalej był obserwowany systematyczny spadek bezrobocia, którego średni poziom w badanych państwach obniżył się z 8,9% w 1999 roku do 6,6% w 2001 roku. W całej strefie euro w tym okresie przybyło aż 4,8 mln nowych miejsc pracy²⁶. Szybki wzrost gospodarczy w Hiszpanii utrzymujący się w latach 1997 – 2001 (powyżej 4% rocznie) przyczynił się do dalszego zmniejszenia się stopy bezrobocia, z 15,5% w 1999 do 10,3 w 2001. Silne spadki stopy bezrobocia w badanym okresie były także udziałem Francji (spadek o 3,4 p.p.), Irlandii (spadek o 2,1 p.p.), Włoch (spadek o 1,8 p.p.) oraz Niemiec (spadek o 1,2 p.p.). Na niezmiennie niskim poziomie bezrobocia utrzymywało się w Luksemburgu (ok. 2%).

Pośrednim skutkiem dobrej koniunktury gospodarczej w latach 1999 – 2000 oraz konieczności poprawienia efektywności prowadzonej polityki fiskalnej w zakresie

²⁴ Proces ten szczególnie dotyczył giełd o mniejszym znaczeniu. Na giełdę w Rzymie napłynęło w 1999 roku ok. 205 mld USD, podczas gdy w 1998 było to zaledwie 16,6 mld USD, Giełda w Madrycie w 1999 roku zanotowała napływ 30,9 mld USD, gdy w roku 1998 było to 11,8 mld USD, za: I. Pszczółka, *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2006, s. 221.

²⁵ European Commission, *Annual Report on the Euro Area 2006*, European Economy. Special Report, No. 3, Brussels 2006, s. 8.

²⁶ *EMU: The First Two Years*, op. cit., s. 7.

ściągłości podatków był proces obniżania obciążeń podatkowych w analizowanych państwach. W odniesieniu do dochodów przedsiębiorstw, marginalna stawka podatku pozostała na niezmiennym poziomie w Luksemburgu, Hiszpanii i Wielkiej Brytanii. We Włoszech w latach 1999 – 2001 została obniżona o 1 p.p. (z 41,3% do 40,3%), w Niemczech – o 13,3 p.p. (z 51,6% do 38,3%), we Francji – o 3,6 p.p. (z 40% do 36,4%). Kontynuowany był proces obniżania opodatkowania przedsiębiorstw w Irlandii – w analizowanym okresie zmniejszyło się ono o 8 p.p. (z 28% do 20%).

Proces obniżania stawek podatkowych w mniejszym stopniu dotyczył dochodów osób fizycznych, choć zachodził we wszystkich analizowanych krajach, poza Wielką Brytanią, gdzie najwyższa stawka podatku dochodowego pozostała na poziomie 40% dochodu. Największe zmniejszenie opodatkowania dochodów osób fizycznych dokonane zostało w Irlandii – o 10 p.p. (z 52% do 42%) oraz w Luksemburgu – o 8 p.p. (z 50% do 42%). W mniejszym stopniu z procesu obniżania podatków skorzystali obywatele Francji (zmniejszenie o 2,3 p.p. z 56,5% do 53,2%), Niemiec (obniżenie o 1,8 p.p. z 53% do 51,2%), Włoch (obniżenie o 5,1 p.p. z 51% do 45,9%) i Hiszpanii (zmniejszenie o 5 p.p. z 53% do 48%).

Skłonność do oszczędzania w badanych krajach w latach 1999 – 2001 nie zmieniała się w sposób znaczący (Francja, Wielka Brytania, Niemcy, Włochy) albo nieznacznie spadała (Hiszpania).

Dynamika rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych w badanym okresie była powiązana z ogólną koniunkturą gospodarczą. Okres wzrostu gospodarczego w latach 1999 – 2000 charakteryzował się silnym wzrostem aktywów netto funduszy, które w roku 1999 wzrosły o 36,6%, a w kolejnym o 9,76%. Pogorszenie perspektyw gospodarczych i globalny odwrót od rynków akcji spowodowany m.in. pęknięciem bańki internetowej, który nastąpił w roku 2001 przełożył się na symboliczny wzrost aktywów netto o 1,25%.

Zmiana koniunktury gospodarczej pozostawała bez istotnego wpływu na podaż funduszy. Ich liczba w latach 1999 – 2001 rosła odpowiednio o 9,23%, 13% i 6,43%. Od 2000 roku w odniesieniu do podaży funduszy zauważalna jest jej zależność od kształtowania się wielkości aktywów netto w roku poprzedzającym. Skutkiem wzrostu aktywów (wzrostu popytu na usługi inwestycyjne) jest wzrost podaży funduszy w roku kolejnym, a przesunięcie wynikało prawdopodobnie z niskiej elastyczności podaży spowodowanej istnieniem barier wejścia na rynek, w szczególności koniecznością dopełnienia wymogów niezbędnych do utworzenia funduszu i rozpoczęcia efektywnej sprzedaży tytułów uczestnictwa (uzyskanie

zezwoleń, notyfikacja w innych krajach, zawarcie umów o dystrybucję tytułów uczestnictwa).

Wśród analizowanych krajów można wyróżnić dwie grupy. W pierwszej z nich, do której zaliczyć należy Luksemburg, Irlandię i Francję następował systematyczny rozwój rynku funduszy mierzony zarówno wartością aktywów, jak i liczbą funduszy. W drugiej grupie znajdują się Niemcy, Wielka Brytania, Hiszpania i Włochy, w których rozwój krajowych rynków instytucji wspólnego inwestowania – mimo wzrostu w 1999 roku i (w części krajów) w 2000 roku – uległ zahamowaniu w 2001 roku.

Na koniec badanego okresu nastąpiła zmiana lidera wśród krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. Na koniec 2001 roku aktywa netto funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu przekroczyły aktywa funduszy francuskich i niemieckich (928 mld euro wobec odpowiednio 888 mld i 803 mld euro). Powyższe było rezultatem systematycznego prowadzenia przez Luksemburg polityki nakierowanej na rozwój sektora usług finansowych i przyciągania poprzez zachęty podatkowe i regulacyjne spółek zarządzających. Polityka ta w latach 1999 – 2001 skutkowała wzrostem aktywów netto o odpowiednio 51%, 19% i 6% w odpowiednich latach. Jednocześnie, systematycznie rosła liczba funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu – z 5836 na koniec 1999 do 7519 na koniec 2001 roku. Pod względem dynamiki wzrostu liczby zarejestrowanych funduszy Luksemburg w badanym okresie ustępował wyłącznie Irlandii prowadzącej równie konsekwentnie politykę wspomagającą rozwój sektora finansowego, której rynek znajdował się jednakże we wcześniejszej fazie wzrostu.

Drugi co wielkości pod względem aktywów rynek francuski rozwijał się w badanych latach stabilnie. W roku 1999 aktywa wzrosły o 23,2%, lecz w dwóch kolejnych latach dynamika wzrostu słabła – w 2000 roku wzrost osiągnął 16,4%, a w 2001 roku – zaledwie 4%. Podaż funduszy w roku 1999 pozostała praktycznie bez zmian (0,78% wzrostu), w kolejnych latach liczba funduszy rosła o 8,9% i 5,5%. Jednocześnie, Francja pozostawała liderem pod względem liczby zarejestrowanych funduszy inwestycyjnych (11662 na koniec 2001 roku).

Dynamiczny wzrost był nadal udziałem rynku irlandzkiego. Wartość aktywów netto powierzonych zarejestrowanym w Irlandii instytucjom wzrosła czterokrotnie w latach 1998 – 2001, rosnąc o 111% na koniec 1999, o dalsze 39% w 2000 i – mimo niekorzystnej sytuacji na rynkach finansowych – o 36% w 2001 roku. Wsparcie dla rozwoju rynku usług finansowych przekładało się na dalszy wzrost liczby funduszy zarejestrowanych w Irlandii – w latach 1999 – 2001 liczba irlandzkich funduszy rosła o 16,1% w 1999, 19,7% w 2000 i

21,9% w 2001 roku, osiągając na koniec okresu 2870. Jednocześnie w latach 1999 – 2001 nadal obowiązywało preferencyjne opodatkowanie dochodów podmiotów z sektora finansowego (spółek zarządzających i podmiotów im świadczących usługi), co uznawane jest za jeden z głównych czynników wzrostu rynku irlandzkiego²⁷.

Nie we wszystkich z analizowanych krajów w latach 1999 – 2001 rynki funduszy inwestycyjnych rozwijały się równie dynamicznie. W Wielkiej Brytanii, Niemczech, Hiszpanii i we Włoszech w 1999 roku wzrosła zarówno liczba funduszy, jak i zarządzane przez nie aktywa. Najbardziej dynamiczny wzrost odnotowano w tym roku w Wielkiej Brytanii, gdzie wartość aktywów netto wzrosła o 55,2%, rynek dynamicznie zwiększał się także w Niemczech i we Włoszech (odpowiednio o 32,5% i 27,4%), podczas gdy wielkość rynku hiszpańskiego zmieniła się nieznacznie (o 1,5%), zaś biorąc pod uwagę pomyślną koniunkturę na rynku akcji (10,5% zmiana indeksu giełdy w Madrycie w 1999), w ujęciu realnym rynek hiszpańskich funduszy inwestycyjnych zmniejszył się. Wielkość rynku mierzona liczbą funduszy zwiększyła się w 1999 roku w każdym z wyżej wskazanych czterech krajów (w Hiszpanii – liczba funduszy wzrosła o 15,7%, we Włoszech – o 17,1%, w Niemczech – o 13,3%), jedynie symboliczny wzrost został odnotowany na rynku brytyjskim (o 0,9%).

W 2000 roku, będącym ostatnim rokiem dobrej koniunktury na giełdach, rozwój rynków czterech wyżej wskazanych krajów uległ zahamowaniu. Na rynku niemieckim i brytyjskim zwiększyła się wartość aktywów netto funduszy (o 7% i 3%), jednakże wobec wzrostów cen akcji (DAX – 24,7%, FTSE – 1,4%), wielkość salda wpłat i wypłat była najprawdopodobniej ujemna, a dodatnia zmiana wartości aktywów wynika ze wzrostu ich wartości. Rynki włoski i hiszpański skurczyły się w 2000 roku o 2,9% (Włochy) i 11% (Hiszpania). Jednocześnie warto podkreślić, że podaż funduszy nie reagowała elastycznie na spadek popularności – w każdym z czterech analizowanych krajów ich liczba istotnie się zwiększyła (we Włoszech – o 19,4%, w Hiszpanii – o 12,7%, w Niemczech – o 10,2% i w Wielkiej Brytanii – 8,64%).

Rok 2001, który na rynkach finansowych stał pod znakiem ostatniej fazy narastania i pęknięcia bańki internetowej, przyniósł zmniejszenie się rynków krajowych funduszy inwestycyjnych w Niemczech (-1,2%), Wielkiej Brytanii (-7,3%), Włoszech (-8,9%) i w Hiszpanii (-1,9%). Zauważyć należy, że zmniejszenie się wartości aktywów następowało w

²⁷ Opodatkowanie jest jednym z najważniejszych kryteriów branych pod uwagę przy lokalizowaniu fabryk, centrów logistycznych i centrów finansowych por. *European Tax Survey*, Taxation Papers, Working Paper No 3, October 2004, s. 6

mniejszym stopniu niż spadki głównych indeksów giełdowych (DAX – 23,8%, FTSE – 12,8%, General Index – IGBM – 15,2%, MIB – 18,8%). Silne spadki indeksów, pociągające za sobą spadek wartości aktywów, nie wpłynęły na determinację strony podaźowej krajowych rynków – liczba funduszy zarejestrowanych w poszczególnych krajach systematycznie rosła, choć z różnym nasileniem (Wielka Brytania – 0,1%, Hiszpania – 4,5%, Niemcy – 5,3%, Włochy – 12,2%).

Warty podkreślenia jest przykład Hiszpanii – pomimo drugiego z rzędu rocznego spadku aktywów funduszy, ich liczba w 2001 roku wzrosła. Powyższe oznacza, że działający na stosunkowo młodym i niestabilnym rynku, dostawcy produktów mimo przejściowego spadku popytu na fundusze inwestycyjne, zwiększali ich podaź.

Lata 2002 – 2005

Kraje strefy euro w latach 2002 – 2003 pozostawały w fazie stagnacji wywołanej spadającym popytem wewnętrznym i inwestycjami²⁸. Jednocześnie, wskutek znacznego wzrostu cen surowców (od jesieni 2000 roku) i żywności oraz deprecjacją euro w 2001, wzrósł poziom inflacji przekraczając przez cały 2001 i 2002 rok założenia ECB (2%) i osiągając nawet 3,4% (kwiecień 2001). Dodatkowym bodźcem wzmagającym niepewność były ataki terrorystyczne z 11 września 2001 roku i wojna w Iraku.

Skutkiem niepewności, związanej z wojną w Iraku wywołującą zwyżki cen surowców oraz bańką internetową – były znaczące spadki na światowych rynkach akcji, które rozpoczęły się w 2001 roku, a wspomagane były dodatkowo skandalami księgowymi w USA (Enron). Spadki te, poza zmniejszaniem atrakcyjności lokowania w fundusze, dodatkowo wpływały także na ograniczenie wydatków konsumpcyjnych – hossa drugiej połowy lat 90. spowodowała masowe bogacenie się społeczeństw (szczególnie amerykańskiego), skutkujące wzrostem w tym okresie popytu wewnętrznego. Oprócz powyższego, osłabienie wzrostu gospodarczego, wpływające na wzrost niepewności co do przyszłych dochodów, pociągnęło za sobą spadek skłonności do konsumpcji wśród gospodarstw domowych; to z kolei spowodowało silny wzrost skłonności do oszczędzania (pomiędzy 2000 a 2002 rokiem stopa oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro wzrosła o 1,5 p.p. – z 14,4% do 15,7% dochodu rozporządzalnego)²⁹.

Spadek rynkowej wyceny przedsiębiorstw powodował ich odwrót w kierunku finansowania dłużnego (kredytami bankowymi i dłużnymi instrumentami finansowymi),

²⁸ *EU Economy: 2002 review*, op. cit., s. 22.

²⁹ *Ibidem*, s. 27.

którego koszt wobec rosnących rynkowych stóp procentowych i niepewności skutkowało zaniechaniem części inwestycji.

Powrót dobrej koniunktury stał się udziałem USA, gospodarek azjatyckich i krajów Europy Wschodniej, przystępujących do Unii Europejskiej od połowy 2004 roku. Wzrost w USA był napędzany rosnącym popytem wewnętrznym (w ujęciu realnym wzrósł on w 2003 o 3,1%), stymulowanym reformami podatkowymi, które spowodowały wzrost dochodu rozporządzalnego amerykańskich gospodarstw domowych o 5,2% w 2002 i o kolejne 4,3% w 2003³⁰. W 2004 roku wzrost gospodarczy na świecie osiągnął poziom nienotowany od 1974 roku i był zasługą głównie bardzo dobrej koniunktury w USA oraz szybko rozwijających się państwach azjatyckich, szczególnie Chin³¹. W trakcie 2004 roku rozpoczął się w USA cykl sześciu podwyżek stóp procentowych o łącznie 1,5 p.p. (w lutym 2005 do poziomu 2,5%), co spowodowało nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu w drugiej połowie 2004 roku i w całym 2005 roku. Dodatkowym czynnikiem hamującym wzrost były rosnące ceny surowców, w tym ropy naftowej, której cena zwiększyła się w 2004 roku z 30 do 51 USD za baryłkę.

Także i w krajach Unii Europejskiej od połowy 2003 roku doszło do poprawy sytuacji gospodarczej, będącej konsekwencją wzrostu popytu w krajach, będących importerami towarów z krajów Unii Europejskiej. W 2004 roku wzrost był nadal napędzany głównie przez rosnący eksport, przy znacznie mniejszym udziale wzrostu konsumpcji i inwestycji, jednakże spadająca inflacja pozwoliła ECB na utrzymywanie stóp procentowych na niskim poziomie.

Przejście od stagnacji do fazy wzrostu następowało w krajach Unii Europejskiej znacznie wolniej niż w innych krajach rozwiniętych. Wśród przyczyn tego stanu rzeczy wskazywano na silniejsze oddziaływanie wzrostów cen surowców (2000), pęknięcia bańki internetowej i spadków na giełdach światowych (2001) oraz osłabienia wymiany handlowej na konsumentów i przedsiębiorców w krajach Unii oraz na utrudnienia, wynikające z niższej elastyczności regulacji gospodarczych w Unii w porównaniu z USA³².

W latach 2002 – 2005 przeciętne tempo wzrostu gospodarczego w analizowanych krajach odzwierciedlało ogólnoeuropejskie tendencje, jednakże w części państw wzrost gospodarczy utrzymywał się na wysokim poziomie, podczas gdy w pozostałych przedłużał się okres stagnacji.

Do grupy krajów pozostających na ścieżce szybkiego wzrostu należała Irlandia, Luksemburg, Hiszpania i Wielka Brytania. Ochłodzenie koniunktury w pierwszej części

³⁰ *Annual Report 2003*, European Central Bank, Frankfurt am Mein, February 2004, s. 59.

³¹ *Annual Report 2004*, European Central Bank, Frankfurt am Mein, February 2005, s. 19.

³² *EU Economy: 2004 review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, No 6, Brussels 2004, s. 39.

analizowanego okresu nie miało wpływu na tempo wzrostu PKB Irlandii, który zmieniał się o odpowiednio 6%, 4,3%, 4,3% i 5,5% rocznie w latach 2002 – 2005. Wzrost gospodarczy w Luksemburgu był niższy i wynosił odpowiednio 3,8% w 2002, 1,3% w 2003, 3,6% w 2004 i 4% w 2005. PKB Hiszpanii rósł w analizowanym okresie w średnim tempie 3,1% rocznie (odpowiednio o 2,7%, 3%, 3,2% i 3,5%), a kraj ten praktycznie nie został dotknięty osłabieniem koniunktury w latach 2002 – 2003. Dynamika zmian PKB w Wielkiej Brytanii była niższa i wynosiła przeciętnie 2,5% w analizowanym okresie.

W grupie krajów, których gospodarki pozostawały w fazie stagnacji w latach 2002 – 2005 znajdowały się Niemcy, Francja i Włochy. PKB Francji rósł w badanym okresie o odpowiednio 1%, 1,1%, 2,5% i 1,7% rocznie. W Niemczech i we Włoszech PKB nie zmieniał się istotnie w latach 2002 – 2005, za wyjątkiem 2004 roku, który był szczytowym rokiem koniunktury w Europie. Nominalny PKB w Niemczech nie zmienił się w 2002 roku, spadł o 0,2% w 2003, by wzrosnąć o 1,2% w 2004 i o 0,9% w 2005. We Włoszech po symbolicznym wzroście w 2002 roku (0,3%), PKB nie zmienił się w 2003, wzrósł w 2004 o 1,2%, a w 2005 roku nie zmienił się w stosunku do roku poprzedniego.

Pomimo istotnego wzrostu gospodarczego w części krajów, przeciętna stopa bezrobocia w analizowanych krajach w latach 2002 – 2005 pozostała bez znaczących zmian (7,1% w 2002 i 7,2% w 2005). Bezrobocie nadal pozostawało istotnym problemem w Niemczech i Hiszpanii. W Niemczech wskutek zatrzymania wzrostu gospodarczego stopa bezrobocia wzrosła w latach 2002 – 2005 o 2,6 p.p. z poziomu 8,6% w 2002 do 11,1% w 2005 roku. W Hiszpanii mimo spadku stopy bezrobocia o 2 p.p. w analizowanym okresie, nadal na koniec 2005 roku wynosiła ona 9,2%. Wśród krajów, których gospodarki w najmniejszym stopniu skorzystały na ogólnoświatowym wzroście gospodarczym na uwagę zasługują Włochy, które pomimo słabego tempa rozwoju gospodarczego (przeciętnie 0,4% w latach 2002 – 2005) istotnie ograniczyły bezrobocie (z 9,2% na koniec 2002 do 7,7% na koniec 2005 roku). W pozostałych krajach (Luksemburg, Francja, Irlandia, Wielka Brytania) stopa bezrobocia nie zmieniła się istotnie w badanym okresie.

Słonność do oszczędzania po wzroście w 2002 roku we wszystkich – poza Wielką Brytanią – analizowanych krajach wraz z poprawianiem się koniunktury ulegała osłabieniu. Jednocześnie, wyraźnie wyróżnić warto dwie grupy krajów. Do pierwszej z nich należały Wielka Brytania i Irlandia, w których oszczędzana część dochodu rozporządzalnego była stosunkowo niewielka (w Wielkiej Brytanii wahała się pomiędzy 4% a 5%, w Irlandii – pomiędzy 5% a 6%), przy jednocześnie występującym silniejszym wzroście gospodarczym napędzanym popytem wewnętrznym. Druga grupa składała się z krajów, które zostały silniej

dotknięte przez stagnację w latach 2002 – 2005, gdzie skłonność do konsumpcji wśród gospodarstw domowych była słabsza, co przekładało się na większą skłonność do oszczędzania – do tej grupy należały Włochy, Hiszpania, Niemcy i Francja.

W latach 2002 – 2005 w analizowanych krajach nadal trwały prace nad reformą emerytalną. Na poziomie Unii Europejskiej w marcu 2003 roku została przyjęta Dyrektywa w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami. Celem tej Dyrektywy było wzmocnienie nadzoru nad instytucjami gromadzącymi środki na cele emerytalne i rozpoczęcie budowy wspólnego rynku produktów inwestycyjnych przeznaczonych do długoterminowego oszczędzania³³. Jednocześnie, Dyrektywa ta nie wprowadziła wspólnego rynku dla wszystkich produktów drugiego filaru oszczędności emerytalnych, bowiem dotyczyła wyłącznie funduszy emerytalnych oraz zakładów ubezpieczeń. Fundusze inwestycyjne pozostały poza zakresem jej normowania, co uniemożliwiło ujednoczenie zasad konkurencji o oszczędności pomiędzy tymi substytucyjnymi produktami³⁴.

W Niemczech reforma emerytalna została wdrożona z dniem 1 stycznia 2002 roku. Reforma ta polegała na zagwarantowaniu świadczeń osobom płacącym składki w starym systemie, z jednoczesnym utworzeniem systemu kont emerytalnych, które miały służyć indywidualnemu gromadzeniu składek na cele emerytalne. Szacowano, że liczba osób oszczędzających w nowym systemie wynosi ok. 31 mln, a w samym 2002 roku otwarto 220.000 indywidualnych kont emerytalnych w funduszach inwestycyjnych (w porównaniu z 3 mln polis ubezpieczeniowych)³⁵.

We Francji na mocy ustawy z dnia 24 lipca 2003 roku³⁶ wprowadzono możliwość uprzywilejowanego podatkowo oszczędzania na cele emerytalne poprzez indywidualne konta emerytalne.

Poprawa koniunktury gospodarczej pozwoliła na kontynuowanie reform fiskalnych w analizowanych krajach w latach 2002 – 2005. W odniesieniu do opodatkowania dochodów przedsiębiorstw stawki pozostawały na niezmiennym poziomie we Francji (35,4%), Luksemburgu (30,4%), Wielkiej Brytanii (30%) i Hiszpanii (35%). Nieznacznych obniżek obciążeń podatkowych dokonano we Włoszech (z 40,3% w 2002 do 37,3% w 2005) i w Irlandii (z 16% w 2002 do 12% w 2005). W Niemczech nastąpiło podwyższenie najwyższej stawki podatkowej z 38,3% w 2002 do 38,7% w 2005 roku. Tendencja do obniżania stawek

³³ *EFAMA Fact Book 2003*, s. 38.

³⁴ *FEFSI Fact Book 2004*, s. 52.

³⁵ *Ibidem*, s. 39.

³⁶ *Loi sur les Retraites*.

podatkowych zapoczątkowana w latach 1999 – 2001 była nadal kontynuowana w analizowanych krajach. Maksymalne stawki podatku dochodowego od osób fizycznych zostały obniżone we Francji (z 60,4% w 2002 do 44,9% w 2005), Niemczech (z 51% w 2002 do 42% w 2005), Włoszech (z 46,1% w 2002 do 43% w 2005) i Hiszpanii (z 48% w 2002 do 45% w 2005). W Wielkiej Brytanii, Irlandii i w Luksemburgu stawki podatkowe pozostały na niezmiennym poziomie.

W latach 2002 – 2005 rozwój europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych przebiegał z różną dynamiką. W 2002 roku wskutek znacznych spadków cen akcji i ogólnego pogorszenia tempa wzrostu gospodarczego w poprzednim roku aktywa netto zarządzane przez europejskie fundusze inwestycyjne zmniejszyły się o blisko 7%. Warto podkreślić, że spadek ten był znacznie niższy niż spadki indeksów giełdowych w Europie (DAX – 24,5%, FTSE – 17,3%), nawet biorąc pod uwagę, że udział aktywów netto funduszy z udziałem akcji w aktywach netto funduszy europejskich wynosił w latach 2002 – 2005 pomiędzy 33% a 37,2%. Rok 2003 i kolejne przyniosły poprawę koniunktury na rynkach finansowych, co wpłynęło także na wartość aktywów netto funduszy, która rosła w kolejnych latach: w 2003 roku o 12,5%, w 2004 roku o 11,2% i w 2005 roku o 23,1%.

Pomimo przeważającego w latach 2002 i 2003 negatywnego sentymentu do produktów inwestycyjnych, opartych na instrumentach udziałowych, podaż funduszy wolno, ale systematycznie ulegała zwiększeniu. W 2002 roku mimo odpływu aktywów, jakiego doświadczył rynek funduszy w 2001 i 2002, liczba funduszy zwiększyła się o 3,4%. Rok 2003 oprócz poprawy koniunktury przyniósł także wzrost liczby funduszy o 4,9%. W latach 2004 i 2005, będących latami hossy na europejskich rynkach instrumentów udziałowych liczba funduszy inwestycyjnych zwiększyła się odpowiednio o 1,2% i 2,6%.

Rynki krajowe analizowanych krajów odczuwały w 2002 roku skutki pogorszenia klimatu na rynkach finansowych i w konsekwencji ich wielkość zmniejszała się. Wielkość spadku aktywów była zależna od czynników właściwych dla danego rynku, w tym w szczególności od jego struktury (im wyższy udział instytucji lokujących aktywa w instrumenty udziałowe, tym spadek wartości rynku był silniejszy). Stosunkowo nieznaczny spadek aktywów miał miejsce w Hiszpanii (o 3,9%), której rynek charakteryzował się wysokim udziałem funduszy dłużnych oraz w Niemczech (o 5,8%), gdzie znaczący udział w rynku posiadały fundusze dłużne i fundusze nieruchomości. Wielkość rynków włoskiego i luksemburskiego uległa zmniejszeniu o blisko jedną dziesiątą (9% w Luksemburgu i 9,7% we Włoszech). Znacznie poważniejszy spadek aktywów netto dotknął rynek brytyjski, na których dominującą pozycję miały fundusze instrumentów udziałowych – wartość aktywów netto

funduszy spadła tam w roku 2002 o 25,1%. W przypadku rynku brytyjskiego, odmiennie niż miało to miejsce na innych wyżej wskazanych rynkach krajowych, spadek aktywów funduszy był wyższy niż spadek głównego indeksu (FTSE spadł w 2002 roku o 17,3%), co powiązać należy z odpływem środków inwestorów z funduszy.

W 2002 roku ze spadkowej tendencji w odniesieniu do aktywów netto funduszy inwestycyjnych obecnej na rynkach europejskich wyłamały się Francja i Irlandia. We Francji wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze pozostawała bez zmian (wzrosły one o 0,4%), w Irlandii trwał nadal trend wzrostowy powiązany ze stymulacyjną polityką rządu, która w 2002 roku wspomogła wzrost aktywów o 7%.

Zmiany wielkości rynków krajowych mierzonej liczbą funduszy inwestycyjnych w 2002 roku także nie następowały w jednakowym kierunku. W Wielkiej Brytanii, Niemczech i w Hiszpanii liczba funduszy spadła (o odpowiednio 0,4%, 2,2% i 2,9%). We Francji, Luksemburgu, Włoszech i Irlandii na rynku pojawiło się więcej nowych funduszy niż zostało z niego wycofanych (odpowiednio o 2,3%, 3,8%, 4,9% i 15%).

W latach 2003 – 2005 stopniowo poprawiała się koniunktura na rynkach finansowych, co skutkowało wzrostem zainteresowania produktami inwestycyjnymi, opartymi na instrumentach udziałowych, w tym funduszami inwestycyjnymi. Wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze inwestycyjne w analizowanym krajach rosła w tym okresie, aczkolwiek w różnych państwach wzrost ten następował w różnym tempie.

W Luksemburgu, Wielkiej Brytanii i Irlandii wzrost był najbardziej dynamiczny. Rynek irlandzki po spadku dynamiki w 2002 roku nadal rozwijał się najszybciej spośród analizowanych krajów – wartość aktywów netto w latach 2003 – 2005 rosła o odpowiednio 19%, 20,1% i 34,5%. W nieznacznie niższym tempie rozwijał się rynek w Luksemburgu, którego roczna dynamika zmian sięgała 12,8% w 2003, 16,1% w 2004 i 37,9% w 2005 roku. Beneficjentem poprawy koniunktury giełdowej był także rynek funduszy inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii – po dwóch kolejnych latach spadku aktywów w 2001 i 2002 roku, w kolejnych trzech – aktywa zdecydowanie rosły (o 14,2% w 2003, 13,5% w 2004 i 27,2% w 2005). Przyrost wartości aktywów netto ogółem był wyższy niż zmiana indeksu giełdowego, co sugeruje, że przyrost ten w przeważającej części pochodził z wpłat uczestników do funduszy. Szczególnie silnie widoczne było to w 2003 roku, w którym mimo rocznego spadku FTSE o blisko 12%, aktywa netto funduszy wzrosły o 14,2%. W kolejnych latach zmiana indeksu była także słabsza niż stopa wzrostu aktywów (w 2004 FTSE wzrósł o 11,7%, a w 2005 – o 14%).

Do krajów o średniej dynamice wzrostu wartości aktywów netto zaliczały się w latach 2003 – 2005 Francja i Hiszpania. We Francji rynek funduszy inwestycyjnych rozwijał się najbardziej stabilnie rosnąc o 12,9% w 2003 roku, o 10% - w 2004 i o 15,3% w 2005 roku. Rynek hiszpański po trzyletnim okresie spadku aktywów w latach 2000 – 2002, w kolejnych trzech latach notował dodatnią dynamikę zmian – w 2003 roku aktywa netto zarządzane przez hiszpańskie fundusze inwestycyjne wzrosły o 18,3%, w kolejnym – o 15,7%, a w 2005 – o 15,8%.

Najsłabiej rozwijającymi się rynkami krajowymi funduszy inwestycyjnych w latach 2003 – 2005 były rynek niemiecki i rynek włoski. W Niemczech po dwóch kolejnych latach spadku aktywów netto, lata 2003 – 2005 przyniosły umiarkowany rozwój rynku. W 2003 roku aktywa zarządzane przez niemieckie fundusze wzrosły o 9,8%, w 2004 – o 2,9%, a w 2005 – o 13%. Ograniczony rozwój rynku niemieckiego w latach 2000 – 2004 częściowo wynikał z konkurencji ze strony funduszy zarejestrowanych w Luksemburgu i notyfikowanych do dystrybucji w Niemczech. Jednocześnie, wobec wejścia w życie z dniem 1 stycznia 2004 roku gruntownej reformy prawa odnoszącego się do funduszy inwestycyjnych³⁷ (w tym wdrożenia UCITS III oraz wprowadzenia funduszy *hedge*) i reformy prawa podatkowego zrównującej pod względem opodatkowania dochody uzyskane z dystrybuowanych na terytorium Niemiec funduszy niemieckich i luksemburskich, fundusze niemieckie stały się bardziej konkurencyjne w relacji do funduszy zagranicznych notyfikowanych w Niemczech.

Biorąc pod uwagę wielkość podaży funduszy, w latach 2002 – 2005 na analizowanych rynkach występowały dwojakiego rodzaju tendencje. Z jednej strony, nadal dynamicznie rosła oferta funduszy w Irlandii, Włoszech, Luksemburgu i Wielkiej Brytanii. Wzrost liczby funduszy nie był powiązany ze wzrostem ich aktywów – w Irlandii i w Luksemburgu aktywa netto funduszy rosły znacznie szybciej niż ich liczba (w latach 2002 – 2005 aktywa funduszy irlandzkich wzrosły o 92,3%, a ich liczba – zaledwie o 15,1%; w Luksemburgu wzrost aktywów osiągnął w tym okresie 80,6%, a wzrost liczby funduszy – 8,9%), a na rynku niemieckim mimo wzrostu aktywów netto o 27,7% - liczba funduszy zmniejszyła się o 7,6%.

Częściowym wytłumaczeniem powyższego zjawiska może być rozpowszechnianie się dopuszczalnej zgodnie z UCITS III konstrukcji funduszy z wydzielonymi subfunduszami (funduszy parasolowych) – jeden fundusz może składać się ze znacznej liczby subfunduszy, a

³⁷ 1 stycznia 2004 roku weszła w życie *Investmentmodernisierungsgesetz* będąca częścią projektu mającego uczynić niemiecki rynek finansowy bardziej konkurencyjnym (*Financial Market Promotion Plan 2006*), która uchyliła KAGG oraz *Austandinvestmentgesetz* oraz wprowadziła German Investment Tax Act, regulujący kompleksowo opodatkowanie inwestycji.

w ujęciu globalnym wzrost liczby subfunduszy nie przekłada się na wzrost liczby oferowanych funduszy.

Lata 2006 - 2007

Powrót dobrej koniunktury w Europie nastąpił dopiero w 2006 roku, mimo że od 2003 roku wskutek szybkiego wzrostu gospodarek Chin i krajów Europy Środkowej i Wschodniej aspirujących do członkostwa w Unii Europejskiej, globalny klimat dla aktywności gospodarczej ulegał stopniowej poprawie. Stagnacja gospodarcza krajów Unii w latach 2003 – 2005 była skutkiem obniżenia się popytu konsumpcyjnego i inwestycji³⁸.

Rok 2006 w strefie euro przyniósł najszybszy wzrost gospodarczy od 2000 roku, który osiągnął za sobą największy przyrost nowych miejsc pracy (blisko 2 mln) skutkujący spadkiem stopy bezrobocia do najniższego poziomu od piętnastu lat. Wskutek poprawy na rynku pracy rósł popyt wewnętrzny, który dodatkowo stymulował wzrost.

Jednocześnie, inflacja pozostawała na niskim poziomie (poniżej 2% rocznie), częściowo wskutek spadków cen surowców, które miały miejsce w drugiej połowie roku.

Dobra koniunktura gospodarcza pozwoliła także na stopniowe zmniejszanie deficytów budżetowych, w szczególności dotyczyło to Francji i Niemiec, które z końcem 2006 roku sprowadziły poziom deficytu budżetowego poniżej 3% PKB.

Ożywienie gospodarcze notowane od 2006 roku było jednak krótkotrwałe. W związku z pierwszymi oznakami kryzysu na rynku kredytowym w USA, w 2007 roku w Europie banki rozpoczęły stosowanie bardziej restrykcyjnych polityk kredytowych, co w połączeniu ze wzrostem kosztu pieniądza powodowało w 2007 roku wzrost kosztów kredytów, przy jednoczesnym ograniczeniu ich dostępności.

W latach 2006 – 2007 europejski rynek funduszy inwestycyjnych nadal dynamicznie się rozwijał. Rozwój ten był stymulowany przez trwającą od 2005 roku hossę na rynkach akcji. W 2006 roku wartość aktywów netto europejskich funduszy inwestycyjnych wzrosła o 14,4%, a w 2007 roku – o dalsze 4,5%, przy czym III i IV kwartał 2007 roku przyniosły spadki aktywów w związku z nasilającym się kryzysem na rynkach finansowych, którego źródłem była gospodarka amerykańska.

W analizowanym okresie rosła także podaż funduszy. W 2006 roku w Europie w ujęciu netto przybyło 2.837 funduszy (wzrost o 6,4%), a w 2007 – 4.104 (wzrost o 8,7%).

Analizowane rynki w latach 2006 – 2007 nie rozwijały się równomiernie. W 2006 roku dynamicznie rosła wartość aktywów funduszy w Irlandii (24,8%), Luksemburgu (21%),

³⁸ B. Mucha – Leszko, *Strefa euro. Wprowadzenie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 238.

Francji (16,7%) i Wielkiej Brytanii (15,7%). Zwrócić jednak należy uwagę, że wzrost ten w znaczącej części pochodził ze wzrostu wartości instrumentów finansowych znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych – w 2006 roku znacząco rosły wyceny instrumentów udziałowych, a w raz z nimi – indeksy giełdowe (CAC - 40 w Paryżu – 13,2%, FTSE – 8,1%). Jednocześnie ze wzrostem wartości aktywów następowało zwiększenie oferty funduszy – w Irlandii i Luksemburgu liczba funduszy w 2006 roku wzrosła o odpowiednio 10,7% i 11,5%, na rynkach dojrzałych tj. w Wielkiej Brytanii i Francji wzrost liczby oferowanych funduszy nie był tak imponujący – 3,8% we Francji i 2,9% w Wielkiej Brytanii.

W Niemczech i w Hiszpanii wzrost aktywów był także dostrzegalny (odpowiednio o 4,9% i 4,6%), jednakże ich wartość zwiększała się znacznie wolniej od wzrostów indeksów (DAX – 24,3%, IGBM – 23,2%), co prawdopodobnie związane było z ujemnym saldem wpłat i wypłat z funduszy. W Hiszpanii łączna liczba funduszy wzrosła o 4,9% w 2006 roku, podczas gdy w Niemczech, mimo dobrej koniunktury – spadła o 2,1% w stosunku do końca 2005 roku.

Rozwój włoskiego rynku funduszy inwestycyjnych nadal był determinowany przez regulacje podatkowe dyskryminujące fundusze z siedzibą we Włoszech. W konsekwencji, wartość aktywów netto funduszy domicylowanych we Włoszech spadła w 2006 roku o 5,6%, a ich liczba nieznacznie zwiększyła się (o 2,1%).

W pierwszej połowie 2007 roku indeksy giełdowe osiągały szczyty hossy, druga połowa roku przyniosła jednak wybuch kryzysu *subprime* w Stanach Zjednoczonych i znaczącą przecenę akcji oraz niepokój o przyszłość i stabilność sektora finansowego. Indeksy giełdowe od lata 2007 spadały dramatycznie, wskutek czego roczna ich zmiana w 2007 roku osiągała wartości nienotowane od 1987 roku – w Europie największe spadki dotknęły Irlandię (-43,8%), Włochy (-30,6%), Francję (-24,9%), Niemcy (-22,2%) i Hiszpanię (-21,6%). Nieznacznie lepiej zachowywały się główne indeksy na giełdach w Luksemburgu (-14%) i Wielkiej Brytanii (-16,1%).

Mimo znaczących spadków cen instrumentów udziałowych oraz spadków wycen instrumentów dłużnych wskutek rosnącego niepokoju i zwiększania się ryzyka kredytowego w części krajów, wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze inwestycyjne nadal rosła w 2007 roku. Należały do nich przede wszystkim Irlandia (wzrost o 10,5%) oraz Luksemburg (wzrost o 11,6%).

Nieznacznie wartość aktywów netto zwiększyła się także w Niemczech (2,8%), Francji (1,3%) oraz w Wielkiej Brytanii (0,7%). Spadek aktywów netto zanotowano w Hiszpanii (o 3,1%) oraz we Włoszech (o 10,2%).

Pogorszenie koniunktury na rynkach finansowych nie zahamowało zwiększania się podaży funduszy inwestycyjnych. We wszystkich analizowanych krajach liczba zarejestrowanych funduszy zwiększała się w 2007 roku, w części krajów wzrost ten był silny. Do krajów o najwyższym przyroście liczby funduszy w 2007 roku należały Luksemburg (o 17,3%) i Irlandia (o 13,7%). W niższym stopniu liczba funduszy rosła w Wielkiej Brytanii (o 6,6%), Hiszpanii (o 6,1%), Niemczech (o 2,7%), Francji (o 1,8%) oraz we Włoszech (o 0,9%).

W niniejszym fragmencie pracy przedstawiono zmiany rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w kontekście działających na nich głównych czynników makroekonomicznych. Podkreślenia wymaga fakt, że w badanym okresie, wskutek postępowania procesów integracji europejskiej, w tym w szczególności wprowadzenia wspólnej waluty, kierunek i natężenie zmian głównych czynników makroekonomicznych na analizowanych rynkach był zbliżony. Powyższe wynikało z postępującej konwergencji przebiegu cyklu koniunkturalnego w analizowanych krajach.

Powyższe nie oznacza jednak, że czynniki makroekonomiczne oddziaływały w taki sam sposób na każdym z analizowanych rynków. Kraje będące przedmiotem analizy charakteryzują się co prawda zbliżonym poziomem rozwoju gospodarczego, ale ich gospodarki istotnie różnią się, m.in. udziałem poszczególnych gałęzi w wytworzonym PKB. W konsekwencji, koniunktura w danym sektorze gospodarki, o ile jest on z punktu widzenia danego kraju istotny, może wpływać na niezależne zmiany wskaźników makroekonomicznych.

Analizowane kraje różnią się od siebie także tempem rozwoju. W Niemczech, Francji i Luksemburgu, krajach o wysokim PKB w całym okresie, jego dalszy wzrost nie był intensywny. Powyższe przekładało się na wyższą stabilność innych czynników makroekonomicznych, w szczególności bezrobocia, którego wahania w analizowanym okresie w badanych krajach wynosiły nie więcej niż 5 punktów procentowych. Włochy, Wielka Brytania i Hiszpania należały do krajów o niższym PKB i o wyższym od przeciętnej tempie rozwoju. Tempo wzrostu było najwyższe w Hiszpanii, mimo iż zwłaszcza w pierwszej części okresu, musiała radzić sobie z wysokim bezrobociem stanowiącym czynnik hamujący tenże wzrost. Cechą charakterystyczną wyżej wskazanych krajów jest także to, że w analizowanych latach znacząco ograniczyły poziom bezrobocia (do mniej więcej 5%), który pozostawał stabilny. Co warto podkreślić, poziom ten był niższy niż w omawianej wcześniej grupie krajów (Luksemburg, Francja i Niemcy).

Gospodarką najdynamiczniej rozwijającą się w analizowanym okresie była gospodarka irlandzka. Dzięki głębokim reformom gospodarczym i umiejętnie wykorzystywanej pomocy unijnej, a także ze względu na początkową, relatywnie niewielką populację i wielkość gospodarki, Irlandia w badanym okresie dokonała prawdziwego skoku cywilizacyjnego, redukując istotnie bezrobocie i wyprzedzając pod względem zamożności wszystkie, poza Luksemburgiem, z analizowanych krajów.

5.2. Wpływ PKB i oszczędności na rozwój rynków funduszy inwestycyjnych

Poziom zamożności gospodarstw domowych mierzony wielkością produktu krajowego brutto na mieszkańca wyznacza potencjalny popyt na produkty inwestycyjne, w szczególności fundusze inwestycyjne i inne produkty substytucyjne. Produkty te, jak wskazano w rozdziale czwartym są dobrami luksusowymi, na które popyt rośnie wraz ze wzrostem zamożności.

Lata 1992 – 2007 były okresem nieprzerwanego wzrostu PKB *per capita* w analizowanych krajach. Wzrost ten nie był jednak równie dynamiczny – najniższy wzrost zanotowano w Niemczech (o 49%), Włoszech (o 50,6%) i Francji (o 64,6%). PKB *per capita* w Hiszpanii niemalże podwoił się w badanym okresie (wzrost o 98,3%). Szybki wzrost zamożności stał się udziałem Wielkiej Brytanii (wzrost o 130,8%), Luksemburga (wzrost o 185,3%) i Irlandii (w latach 1995 – 2007 wzrost o 207,8%). Wartość PKB i WAN *per capita* w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007 wskazana jest w tabeli 28.

Według wielkości PKB *per capita* na początku analizowanego okresu wyróżnić można trzy grupy krajów – kraje o najniższym PKB *per capita* (Irlandia, Hiszpania i Wielka Brytania), kraje o średnim PKB *per capita* (Włochy, Niemcy i Francja) oraz kraje o najwyższym PKB *per capita* (Luksemburg). Wielkość aktywów netto funduszy przypadających na mieszkańca pozostawała bez zauważalnego związku z poziomem zamożności³⁹. Najniższy poziom WAN *per capita* występował we Włoszech, Hiszpanii i Irlandii, najwyższy – we Francji i w Luksemburgu. Oba te rynki są najstarszymi rynkami funduszy w Europie.

Zmiany poziomu zamożności obserwowane w latach 1992 – 1995 pozostawały bez wpływu na wielkość aktywów funduszy przypadających na mieszkańca, która w tym okresie

³⁹ Częściowo pozostaje to w związku z przyjętą metodą określania wielkości rynków funduszy jako sumy wartości aktywów netto funduszy zarejestrowanych w danym kraju, bez podziału na fundusze, które rejestrowane są w danej jurysdykcji z uwagi na popyt generowany przez mieszkańców danego kraju oraz te, które są domicylowane z uwagi na inne okoliczności (dostęp do wykwalifikowanych pracowników, opodatkowanie dochodów etc.) i sprzedawane wyłącznie w innych jurysdykcjach. Ograniczenia w dostępie do danych dotyczących miejsc dystrybucji funduszy uniemożliwiają jednak przyjęcie innej metodologii badania.

rosła we wszystkich badanych państwach, niezależnie od zmian wielkości PKB *per capita*. W Hiszpanii i we Włoszech WAN *per capita* prawie podwoił się, mimo spadku PKB *per capita*.

**Tabela 28. WAN *per capita* i PKB *per capita* (w tys. EUR – ceny bieżące)
w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007**

Kraj	Francja		Luksemburg		Irlandia		Wielka Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	WAN	PKB	WAN	PKB	WAN	PKB	WAN	PKB	WAN	PKB	WAN	PKB	WAN	PKB
1992	6,8	18,1	432,8	26,5	1,4	12,5	2,0	14,6	1,9	19,8	0,6	17,2	1,2	11,8
1993	7,9	18,7	621,3	29,7	3,2	12,7	3,2	14,5	2,6	21,1	1,0	15,4	1,6	10,8
1994	7,4	19,4	634,4	32,1	3,6	13,2	3,0	15,4	3,1	22,2	1,2	15,6	1,8	10,8
1995	7,1	20,2	682,3	38,6	5,1	14,2	3,4	15,2	3,7	23,6	1,1	15,1	2,0	11,6
1996	7,7	20,8	752,6	39,0	7,5	16,1	4,3	16,5	4,3	23,5	1,8	17,4	2,9	12,4
1997	8,9	21,0	928,4	38,8	12,1	19,6	5,7	20,6	5,5	23,2	3,3	18,5	4,1	12,8
1998	10,2	21,9	1139,2	40,6	19,1	21,2	6,0	22,2	7,0	23,8	6,5	19,1	5,1	13,5
1999	12,5	22,7	1700,3	46,0	39,9	24,1	9,3	24,0	9,3	24,5	8,3	19,8	5,2	14,5
2000	14,5	23,7	1996,8	50,2	54,8	27,6	9,6	27,2	9,9	25,1	8,1	20,9	4,6	15,7
2001	15,0	24,5	2110,1	51,1	73,5	30,3	8,8	27,8	9,8	25,7	7,4	21,9	4,4	16,7
2002	15,0	25,1	1902,1	53,8	77,3	33,2	6,6	28,8	9,2	26,0	6,6	22,7	4,2	17,7
2003	16,7	25,7	2117,5	57,2	90,5	34,9	7,5	27,7	10,1	26,2	7,0	23,2	4,9	18,6
2004	18,3	26,6	2442,0	60,1	106,8	36,7	8,5	29,6	10,4	26,8	6,9	23,9	5,6	19,7
2005	21,0	27,5	3337,5	65,0	140,5	39,1	10,7	30,4	11,7	27,2	7,2	24,4	6,3	20,9
2006	24,3	28,6	3942,0	71,8	171,2	41,7	12,3	32,0	12,3	28,2	6,8	25,1	6,5	22,3
2007	24,4	29,8	4290,4	75,6	184,6	43,7	12,3	33,7	12,7	29,5	6,0	25,9	6,2	23,4

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, Eurostat, World Development Indicators,

World Bank Database

W latach 1996 – 1998 mimo nieznacznego wzrostu PKB *per capita* w analizowanych krajach (poza Wielką Brytanią i Irlandią przeżywającą wówczas boom gospodarczy), wartość aktywów netto funduszy w przeliczeniu na mieszkańca rosła dynamicznie, co związane było ze wzrostem wartości funduszy wskutek hossy na rynkach akcji.

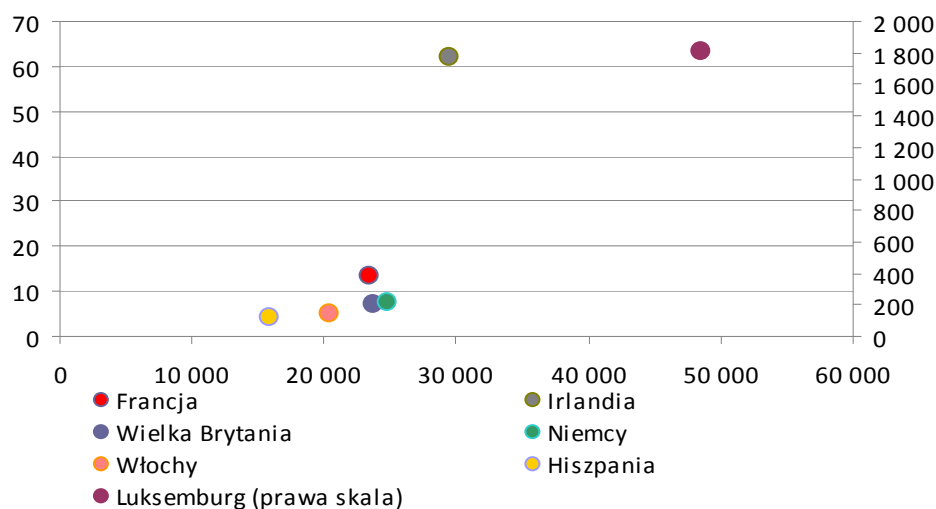
Lata 1999 – 2001 stanowiły okres wzrostu gospodarczego i wzrostu PKB *per capita* i jednoczesnego zwiększania się aktywów funduszy inwestycyjnych, napędzanego z jednej strony wzrostem zamożności i poprawą oczekiwań co do sytuacji gospodarczej, z drugiej zaś – znacznymi dodatnimi stopami zwrotu osiąganymi przez fundusze z udziałem akcji.

Trend zwiększania się WAN *per capita* nie uległ zahamowaniu nawet w 2001 roku, w którym wskutek pęknięcia bańki internetowej i dramatycznych spadków na rynkach akcji, wartość aktywów netto funduszy akcyjnych spadła znacząco. WAN *per capita* spadł w 2001 roku w Wielkiej Brytanii, co związane było z charakterystycznym dla tego rynku znaczącym udziałem aktywów funduszy akcyjnych w aktywach ogółem, ale sam spadek aktywów nie był równie głęboki, jak spadki indeksów. WAN *per capita* spadł w 2001 roku także w Hiszpanii i

we Włoszech, których rynki funduszy rozpoczęły swój rozwój najpóźniej z analizowanych krajów i co jest zgodne z tendencją do wyższej zmienności aktywów na młodszych rynkach.

W latach 2002 – 2003 będących latami bessy, mimo stopniowego wzrostu PKB *per capita*, początkowo (2002) wartość aktywów netto na mieszkańca ulegała obniżeniu w analizowanych krajach, poza Luksemburgiem i Irlandią, które korzystały nadal z nowych funduszy, tworzonych w tych jurysdykcjach oraz Francją, gdzie udział funduszy z udziałem akcji był w tym okresie relatywnie niski. W 2003 roku, pomimo dalszych spadków na rynkach akcji, aktywa funduszy inwestycyjnych zaczęły rosnąć. Proces ten dotyczył wszystkich analizowanych krajów mimo, że niektóre z nich doświadczały w 2003 roku silnych spadków indeksów giełdowych (Niemcy – 20,1%, Francja – 14,6%, Wielka Brytania – 12%).

Lata 2004 – 2007 były okresem (poza ostatnim półroczem 2007) dobrej koniunktury na rynkach akcji oraz stabilnego wzrostu gospodarczego w analizowanych krajach skutkującego zwiększaniem się wartości PKB *per capita*. Wzrost zamożności i atrakcyjne stopy zwrotu osiągane przez fundusze w tym okresie skłaniały inwestorów do powierzania im aktywów i w konsekwencji powodowały dalszy wzrost NAV *per capita* w analizowanych krajach.



Wykres 6. Średnia wartość PKB *per capita* (oś x) i WAN *per capita* (osie y) w analizowanych krajach w latach 1992 - 2007

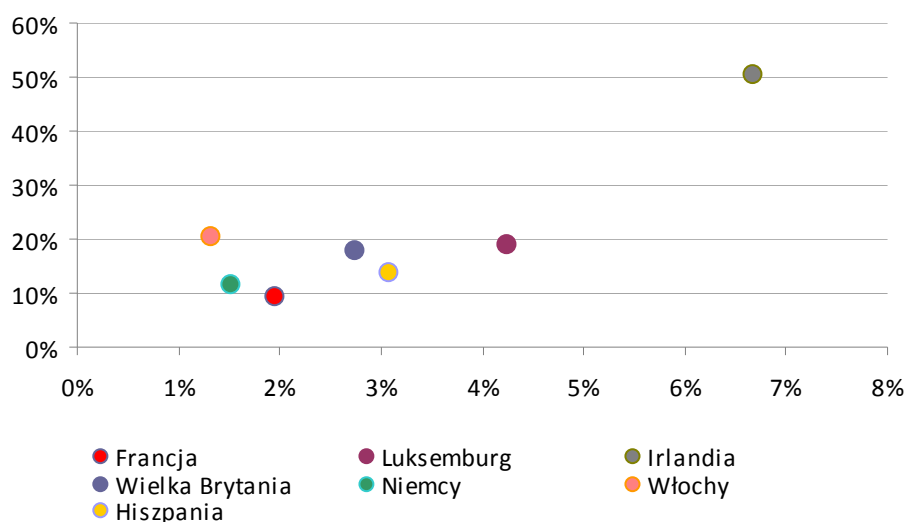
Źródło: EFAMA Fact Book 2005, 2006, 2007, 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Wzrost ten jednak nie był równomierny i nie występował wszędzie. Od 2005 roku obserwowany jest spadek wartości aktywów netto we Włoszech wynikający z przeniesienia opodatkowania dochodów z poziomu inwestorów na poziom funduszu. Ponadto, analizując

relację pomiędzy wartością PKB *per capita* a wielkością aktywów, przypadającą na mieszkańca, należy zwrócić uwagę, że zależność ta nie ma charakteru liniowego, tzn. wzrost zamożności sprzyja wzrostowi rynku funduszy inwestycyjnych, jednakże rynki krajów o podobnym poziomie zamożności (np. Niemcy i Francja w 2007) mogą znajdować się na zupełnie innym etapie rozwoju (wartość aktywów na mieszkańca we Francji w 2007 roku była blisko dwukrotnie wyższa niż w Niemczech). Powyższe oznacza, że o ile odpowiedni poziom zamożności jest warunkiem koniecznym do rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, o tyle dynamice tego rozwoju decydują inne czynniki. Na wykresie 6 przedstawiono zależność pomiędzy przeciętną wielkością PKB *per capita* (w ujęciu nominalnym) i WAN *per capita* w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007.

W krajach, które w badanym okresie nie stosowały zachęt dla spółek zarządzających, sprzyjających rejestrowaniu w nich funduszy inwestycyjnych przeznaczonych do dystrybucji na innych rynkach (Irlandia, Luksemburg), średnia wysokość PKB *per capita* w relacji do średniej wielkości WAN *per capita* w badanym okresie pozostawała na zbliżonym poziomie.

Mimo tego, w krajach, których średni PKB *per capita* był najbardziej zbliżony (Francja, Wielka Brytania, Niemcy) przeciętna wielkość aktywów netto na mieszkańca różniła się. Najwyższa była we Francji, podczas gdy w Niemczech i w Wielkiej Brytanii pozostawała na niższym poziomie. Poziom aktywów na mieszkańca w Wielkiej Brytanii i w Niemczech był przy tym zbliżony do poziomu osiągniętego we Włoszech i w Hiszpanii, które w badanym okresie charakteryzowały się zdecydowanie niższym PKB *per capita*.



Wykres 7. Średnia zmiana PKB (oś x) i średnia zmiana WAN (oś y) w analizowanych krajach w latach 1992 - 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2005, 2006, 2007, 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Co do zasady, istnieje jednak dodatnia zależność pomiędzy wielkością PKB *per capita* a wielkością aktywów netto funduszy inwestycyjnych przypadających na mieszkańca. Kraje o najniższej średniej wartości PKB *per capita* w latach 1992 – 2007 (Włochy i Hiszpania) charakteryzowały się także najniższą wielkością aktywów funduszy przypadających na mieszkańca.

Zależność ta nie jest tak silna, gdy wziąć pod uwagę średnią zmianę PKB w badanym okresie i średnią zmianę wielkości rynku funduszy, mierzonej wielkością aktywów netto. Najniższy przeciętny wzrost PKB w badanym okresie miał miejsce we Włoszech, Niemczech i we Francji. Jednocześnie, wśród badanych krajów średnia dynamika wzrostu wartości aktywów netto we Włoszech była najwyższa (poza Irlandią). Przyczyną tego stanu rzeczy jest niska wielkość aktywów netto na początku badanego okresu plasująca Włochy na ostatnim miejscu wśród analizowanych rynków. Najwyższy, przeciętny wzrost PKB oraz najwyższa dynamika przyrostu aktywów netto stały się udziałem Irlandii – wydaje się jednak, biorąc pod uwagę fakt, że fundusze zarejestrowane w Irlandii w niewielkim stopniu były oferowane na lokalnym rynku (możliwość ich nabywania przez obywateli Irlandii istniała dopiero od 2001 roku), że relacja pomiędzy dynamiką zmiany PKB i WAN ma w odniesieniu do Irlandii charakter przypadkowy i wynika także z niskich wartości PKB i WAN na początku okresu.

Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi funduszy inwestycyjnych był długoterminowy wysoki poziom PKB *per capita*. W państwach szybko rozwijających się w badanym okresie (Włochy, Hiszpania, Irlandia) wzrost zamożności w pierwszym rządzie przekładał się na wzrost konsumpcji, co wiązało się także z obniżaniem się stopy oszczędności (w ujęciu procentowym). Jednakże, wobec wzrostu dochodu, mimo obniżania się stopy oszczędności, wartość oszczędności w wyżej wskazanych krajach rosła.

Niska stopa oszczędności była cechą charakterystyczną dla analizowanych krajów. Wyłącznie we Francji stopa oszczędności utrzymywała się przez cały badany okres na wysokim, kilkunastoprocentowym poziomie i nie wykazywała istotnych zmian, niezależnie od zmian koniunktury gospodarczej i wielkości PKB *per capita*. W Niemczech stopa oszczędności nieprzerwanie spadała w latach 1992 – 2000, by od 2000 roku do 2007 nieznacznie, ale systematycznie wzrastać. We Włoszech i w Hiszpanii wraz ze wzrostem zamożności i spadkiem bezrobocia stopa oszczędności systematycznie spadała. W Hiszpanii proces ten zatrzymał się w 2000 roku wraz z zahamowaniem spadku bezrobocia. We Włoszech w latach 2000 – 2002 stopa oszczędności rosła, by w kolejnych latach dalej spadać (co wiązało się między innymi z dalszą poprawą na rynku pracy). W Irlandii i w Wielkiej Brytanii skłonność do oszczędzania pozostawała na niskim poziomie. Niezależnie od

znacznego wzrostu PKB *per capita*, jaki stał się udziałem Irlandii, stopa oszczędności gospodarstw domowych w latach 2002 – 2007 pozostawała na poziomie zbliżonym do 5% dochodu. W Wielkiej Brytanii skłonność do oszczędzania systematycznie spadała w okresie 1992 – 2007 – z 12% dochodu w 1992 do zaledwie 2% w 2007.

Wartość aktywów finansowych zgromadzonych przez gospodarstwa domowe w Wielkiej Brytanii, Włoszech, Niemczech i we Francji przekraczała przez cały badany okres 100% ich dochodu rozporządzalnego.

Najmniej aktywów finansowych w relacji do dochodu rozporządzalnego zgromadziły niemieckie gospodarstwa domowe – na koniec 2006 roku osiągnęły one 200% dochodu rozporządzalnego. Prawdopodobnie jest to związane z funkcjonowaniem do 2002 roku w Niemczech jednego z systemów ubezpieczeń społecznych, zapewniających najszerszą opiekę zdrowotną i najwyższe wypłaty z tytułu emerytur i zasiłków⁴⁰. Jednocześnie, zmiany wartości aktywów finansowych były w badanym okresie stosunkowo nieznaczne, co wynika z faktu, że przeważająca część oszczędności niemieckich gospodarstw domowych ulokowana jest w instrumentach bezpiecznych (depozyty bankowe), a w funduszach inwestycyjnych i w akcjach niemieckie gospodarstwa domowe posiadają zaledwie ok. 20% aktywów⁴¹ (z czego w funduszach akcji ulokowano pomiędzy 40 a 50%, a w funduszach mieszanych – ok. 10% aktywów). Dodatkowo, wielkość zobowiązań niemieckich gospodarstw domowych pozostawała na poziomie zbliżonym do 100% dochodu rozporządzalnego, co związane jest z niskim poziomem kredytów zaciąganych przez niemieckie gospodarstwa domowe, wynikającym częściowo z faktu, że odsetek gospodarstw domowych posiadających zamieszkiwaną przez siebie nieruchomości jest niższy niż w innych krajach europejskich (gospodarstwa domowe rzadziej zadłużają się w celu zakupu nieruchomości na zaspokojenie własnych potrzeb mieszkaniowych)⁴².

Francuskie gospodarstwa domowe posiadają aktywa finansowe, które od 1998 roku utrzymują się na poziomie dwukrotności dochodu rozporządzalnego. We Francji wśród sposobów oszczędzania, podobnie jak ma to miejsce w Niemczech, dominują lokaty bankowe, których udział jednakże systematycznie spada (z 39% oszczędności w 1998 do 30% na koniec 2007) i coraz popularniejsze produkty ubezpieczeniowe i emerytalne (wzrost

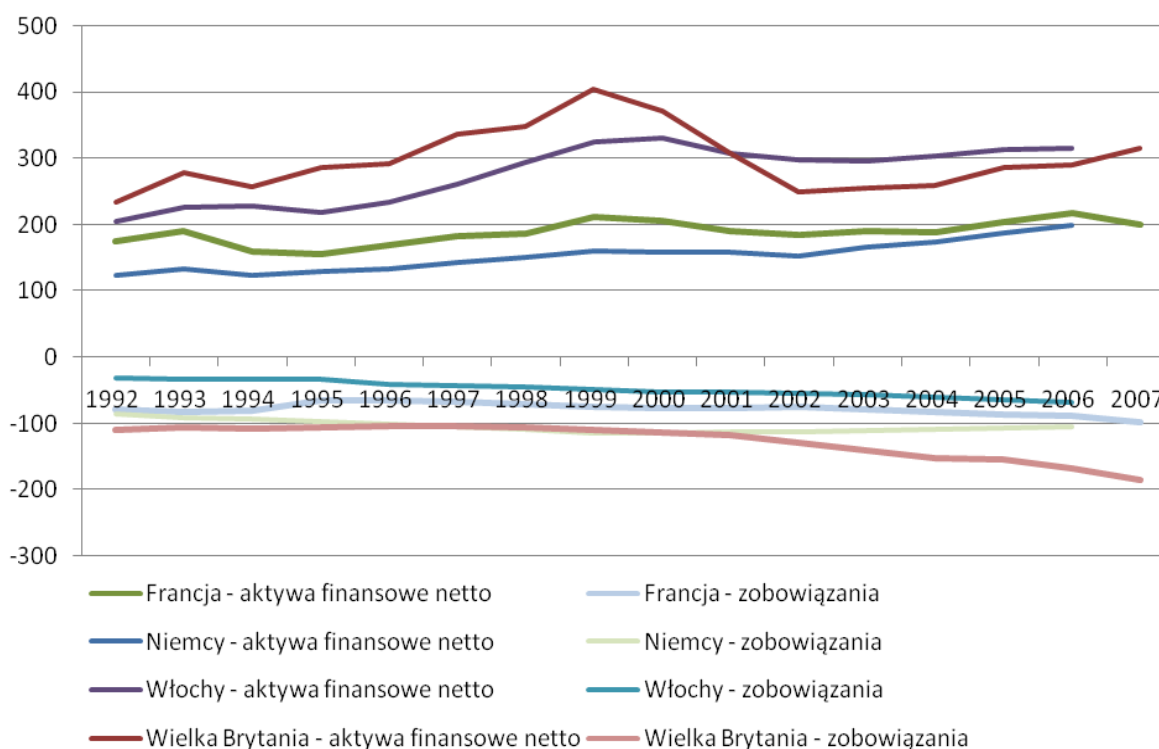
⁴⁰ A. Börsch-Supan, A. Reil-Held, R. Rodepeter, R. Schnabel, J. Winter, *The German Savings Puzzle*, Department of Economics and SFB 504, University of Mannheim, November 2000, s. 1.

⁴¹ Udział akcji i funduszy w aktywach gospodarstw domowych rośnie – w 2003 roku wynosił 11,9% (fundusze) i 6,7% (bezpośrednie lokaty w akcje), w 2007 – 11,9% (fundusze) i 8,6% (akcje) za *EFAMA Fact Book 2008*, op. cit., s. 145.

⁴² A. Börsch-Supan, A. Eymann, *Household Portfolios in Germany*, Sonderforschungsbereich 504, No. 00-15, July 2000, s. 2.

udziału w oszczędnościach ogółem z 29% w 1998 do 39% w 2007)⁴³. Fundusze inwestycyjne i bezpośrednie lokaty w akcje stanowią łącznie ok. 25% oszczędności, przy czym bezpośrednie lokaty w akcje stanowią coraz istotniejszy składnik portfela oszczędności (wzrost z 15% w 1998 do 19% w 2007), a fundusze inwestycyjne (zgodne z UCITS) nieznacznie, acz systematycznie, tracą na popularności – ich udział w oszczędnościach gospodarstw domowych ogółem spadł z 10% w 1998 do 8% w 2007⁴⁴.

Wykres 8 przedstawia wartość aktywów finansowych i zobowiązań w odniesieniu go do dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych wybranych krajów w latach 1992 – 2007.



Wykres 8. Wartość aktywów finansowych netto oraz zobowiązań w wybranych krajach w latach 1992 – 2007 jako procent dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych

Źródło: *OECD Economic Outlook 2002, 2004, 2006*, OECD

Aktywa finansowe włoskich gospodarstw domowych w analizowanym okresie wzrosły z nieco ponad 200% do nieco ponad 300% dochodu rozporządzalnego. Struktura oszczędności włoskich gospodarstw domowych jest nietypowa – na koniec 2007 roku największy udział w oszczędnościach miały akcje (26,7%), a następnie depozyty bankowe (24,8%). Dłużne papiery wartościowe z udziałem 18,3% zajmowały trzecie miejsce, a

⁴³ *EFAMA Fact Book 2008*, European Fund and Asset Management Association, Bruxelles 2009, s. 133.

⁴⁴ Dane te traktują na równi z lokatami w akcje (a nie w fundusze) inwestycje w papiery wartościowe SICAV będących funduszami inwestycyjnymi notowanymi na rynkach regulowanych.

ubezpieczenia i plany emerytalne (14,9%) – czwarte. Udział funduszy inwestycyjnych w oszczędnościach spadł – z 13,3% w 2003 roku do 11,4% w 2007 roku⁴⁵. Warto podkreślić jest także to, że spośród analizowanych krajów zobowiązania włoskich gospodarstw domowych przez cały badany okres pozostawały na najniższym poziomie.

Brytyjskie gospodarstwa domowe do 1999 roku gromadziły oszczędności w największej wysokości w odniesieniu do ich dochodu rozporządzalnego. Pomiedzy 1999 a 2002 spadły one jednak z poziomu czterokrotności dochodu do dwuipółkrotności dochodu. Cechą charakterystyczną angielskich gospodarstw domowych jest bardzo niska skłonność do oszczędzania – w 2007 roku stopa oszczędności wyniosła zaledwie 2%. Dominującą pozycję wśród instrumentów wykorzystywanych do tezauryzacji nadwyżek pieniężnych stanowią ubezpieczenia i plany emerytalne (55,1% według stanu na 2007), w drugiej kolejności wykorzystywane są do tego celu depozyty (26,8%). Bezpośrednie inwestycje w akcje (4,1%) i lokaty w funduszach inwestycyjnych (5,4%) cieszą się znacznie mniejszą popularnością wśród oszczędzających. Udział środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w odniesieniu do oszczędności ogółem w Wielkiej Brytanii nieznacznie rośnie – z 4,1% w 2003 do 5,4% w 2007 roku⁴⁶. Brytyjskie gospodarstwa domowe charakteryzują się także najwyższym poziomem zadłużenia, który w pierwszej części analizowanego okresu utrzymywał się na poziomie zbliżonym do 100% dochodu rozporządzalnego, by od 1999 roku systematycznie rosnąć i zbliżyć się do poziomu dwukrotności dochodu rozporządzalnego⁴⁷.

Brak pełnych danych uniemożliwia przedstawienie szczegółowych informacji odnoszących się do wielkości aktywów finansowych netto oraz poziomu zobowiązań hiszpańskich, irlandzkich i luksemburskich gospodarstw domowych. W odniesieniu do Hiszpanii istotnym składnikiem oszczędności gospodarstw domowych były depozyty bankowe, których udział w oszczędnościach ogółem nieznacznie spadł (z 41,8% na koniec 2003 roku do 38,1% na koniec 2007 roku). Drugim głównym składnikiem oszczędności są ubezpieczenia i plany emerytalne, odpowiedzialne za 13,6% zgromadzonych oszczędności (stan na koniec 2007 roku). Popularność funduszy inwestycyjnych jako sposobu oszczędzania spada – stanowiły one 14,9% oszczędności gospodarstw domowych na koniec 2007 roku i 13,6% na koniec 2007 roku⁴⁸.

⁴⁵ *EFAMA Fact Book 2008*, op. cit., s. 173.

⁴⁶ *EFAMA Fact Book 2008*, op. cit., s. 259.

⁴⁷ Wśród przyczyn tego stanu rzeczy wskazuje się głównie na szybko rosące zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych w związku ze znacznym wzrostem cen nieruchomości por. R. Salt, J. Macdonald, *UK household consumption: built on a debt mountain?*, ECFIN Country Focus, December 2004, Vol. 1, issue 19, s. 2.

⁴⁸ *EFAMA Fact Book 2008*, op. cit., s. 228.

Wielkość oszczędności gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw stanowi maksymalny popyt, jaki może zostać wygenerowany na produkty finansowe, jakimi są fundusze inwestycyjne. Ponieważ jednak podstawową rolą, jaką spełniają fundusze inwestycyjne, jest transmisja oszczędności od podmiotów posiadających ich nadwyżki do podmiotów zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał, konieczne wydaje się przedstawienie wielkości krajowych rynków finansowych w kontekście możliwości zaabsorbowania środków pieniężnych znajdujących się w posiadaniu funduszy inwestycyjnych.

5.3. Wpływ ogólnej sytuacji na rynku finansowym na rozwój rynków funduszy inwestycyjnych

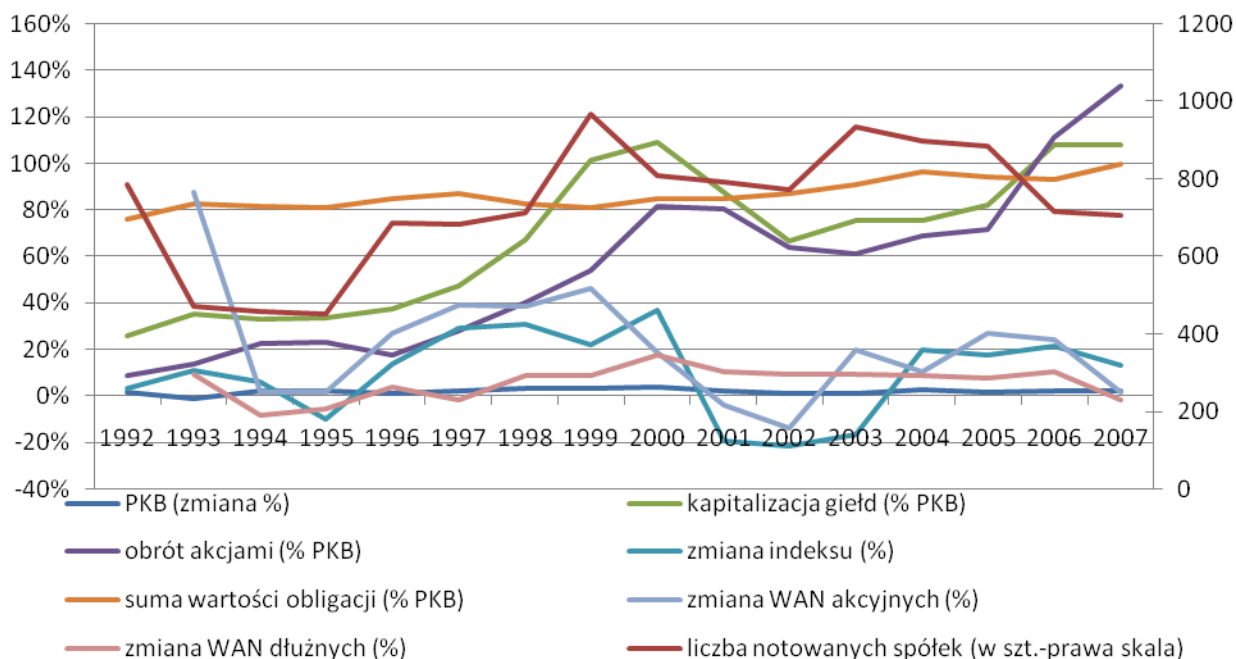
Przed bardziej szczegółowymi rozważaniami dotyczącymi wpływu zmian wielkości i koniunktury na rynku finansowym na zmiany rynków funduszy inwestycyjnych, warto przypomnieć o omówionych szerzej w rozdziale drugim procesach integracji europejskich rynków finansowych i liberalizacji przepływów pieniężnych w ramach Unii Europejskiej oraz poza jej granice. Integracja rynków finansowych, która postępowała w badanym okresie stworzyła paneuropejski rynek kapitału, którego nośnikiem są między innymi krajowe fundusze inwestycyjne. Oprócz znoszenia barier administracyjnych w zakresie zagranicznych inwestycji portfelowych, który to proces zakończył się przed początkiem analizowanego okresu, istotnym czynnikiem, wzmagającym inwestycje portfelowe, było wprowadzenie wspólnej waluty, która wykluczyła koszty wymiany oraz ryzyko kursowe inwestycji.

W konsekwencji, wielkość rodzimego rynku finansowego jako determinanta wielkości rynku funduszy inwestycyjnych traciła w badanym okresie na znaczeniu. Powyższe oznacza, że w związku z liberalizacją przepływów pieniężnych i integracją rynków finansowych rynki funduszy inwestycyjnych mogą istnieć nawet w krajach o słabo rozwiniętym rynku finansowym, a dobrze rozwinięty rynek finansowy niekoniecznie musi być stymulatorem do rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych.

Na wykresie 9 przedstawiono poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego we **Francji** na tle zmian wartości aktywów funduszy akcyjnych i dłużnych.

W odniesieniu do czynników determinujących wielkość rynku instrumentów dłużnych warto zwrócić uwagę, że suma wyemitowanych obligacji nie podlegała istotnym zmianom w analizowanym okresie w relacji do PKB. W 1992 roku suma wartości wyemitowanych obligacji odpowiadała 75,8% PKB i nieznacznie rosła w badanym okresie na koniec 2007 roku osiągnęła 99,8% PKB. Stała podaż instrumentów dłużnych nie pozostawała bez wpływu na utrzymanie na stabilnym poziomie aktywów funduszy dłużnych, zmiany aktywów netto

których w badanym okresie (poza latami 1994, 1995 i 2007) były dodatnie i nieznaczne (nie przekraczające 20% rocznie).



Wykres 9. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych we Francji w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Wśród czynników wpływających na wielkość rynku udziałowych instrumentów finansowych należy przede wszystkim wyróżnić wielkość kapitalizacji giełd oraz liczbę notowanych spółek. Kapitalizacja giełd we Francji dynamicznie rosła od 1992 roku z poziomu 25,6% PKB, by w 2000 roku osiągnąć 108,9% PKB. Następnie, wobec bessy na rynkach akcji i spadku wycen spółek kapitalizacja giełd spadła do 66,4% w 2002 roku. Od 2003 roku systematycznie zwiększała się, by na koniec 2007 roku osiągnąć poziom bliski rekordowemu (108,2%). Liczba notowanych spółek zmieniała się we Francji dynamicznie i zgodnie ze zmianami głównego indeksu. Lata 1995 – 1999 przyniosły podwojenie się liczby notowanych spółek (wzrost z 450 do 968) szukających źródła kapitału na rosnącym rynku (średnioroczna zmiana indeksu w latach 1996 – 1999 wyniosła blisko 24%). Następnie, liczba spółek pozostawała na zbliżonym poziomie, spadając w okresach spadku głównego indeksu giełdowego – w latach 2001, 2002 i 2007.

Miarą wskazującą na głębokość rynku akcji jest stopa obrotu akcjami w odniesieniu do PKB celem zapewnienia jej porównywalności. Warto zwrócić uwagę, że stopa obrotu

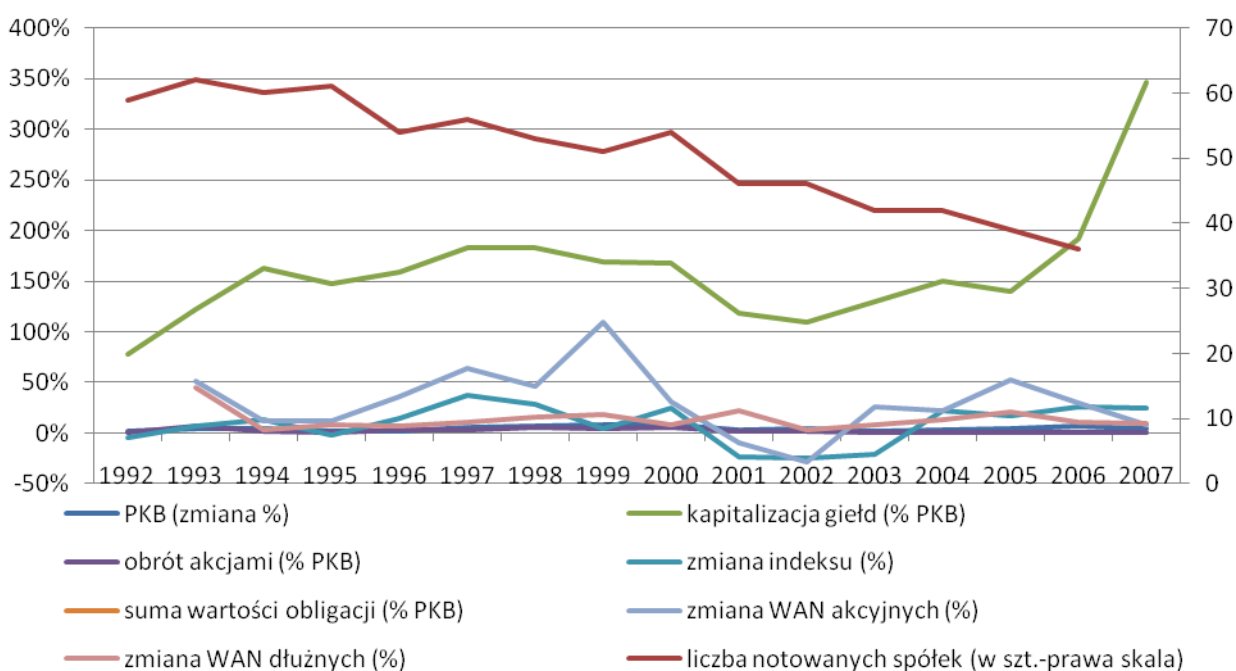
akcjami rosła przez cały badany okres i to niezależnie od koniunktury giełdowej z poziomu 8,9% PKB w 1992 roku do 133,4% PKB w 2007 roku. Dodatkowo, stopa obrotu akcjami rosła szybciej niż kapitalizacja giełd, co oznacza, że płynność rynku akcji poprawiała się w badanym okresie.

Wielkość, głębokość i różnorodność krajowego rynku akcji wpływa na inklinację spółek zarządzających do tworzenia produktów inwestycyjnych operujących na krajowym rynku. Jednakże, przykład Francji wskazuje wyraźnie, że kluczowym czynnikiem, determinującym wielkość funduszy lokujących w akcje jest zmiana głównego indeksu giełdowego. W latach jego wzrostu, rosły także aktywa netto funduszy akcyjnych. Aktywa te rosły z wyższą dynamiką niż indeks, bowiem na ich wzrost – oprócz zwiększania się wycen instrumentów finansowych wchodzących w skład portfeli funduszy akcyjnych – wpływało także dodatnie saldo wpłat i wypłat do funduszy dokonywanych przez nowych uczestników przyciągniętych atrakcyjnymi stopami zwrotu osiąganymi przez fundusze w poprzednich okresach.

W **Luksemburgu** rynki finansowy i funduszy inwestycyjnych są specyficzne. Z jednej strony, od początku lat osiemdziesiątych XX wieku Luksemburg silnie konkurował z centrami finansowymi Europy w celu przyciągnięcia instytucji finansowych. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych konkurencja ta przejawiała się w szybkim wdrażaniu prawa wspólnotowego oraz elastycznym i szybko dostosowywanym do potrzeb rynku ustawodawstwem, dotyczącym innych form organizacyjnych prowadzenia działalności przez fundusze inwestycyjne, przy wsparciu ze strony wysoce konkurencyjnych rozwiązań podatkowych.

Z drugiej strony, przyciąganie instytucji finansowych do Luksemburga nie wpływało w znaczący sposób na rozwój rynku finansowego tego kraju, który pozostaje niewielki, bowiem model działania tych instytucji zasadzał się na zakładaniu siedziby w Luksemburgu celem korzystania z elastycznych regulacji prawnych i korzystnych rozwiązań podatkowych, a następnie na świadczeniu usług w wybranym wcześniej państwie na zasadzie swobody świadczenia usług. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych model ten wyglądał w ten sposób, że spółka zarządzająca tworzyła fundusze inwestycyjne przeznaczone do dystrybucji na rynku jednego lub kilku krajów członkowskich UE, które pozyskiwały aktywa i lokowały je w kraju dystrybucji. W konsekwencji, aktywa funduszy inwestycyjnych z siedzibą w Luksemburgu tylko w nieznacznym stopniu wpływały na wielkość popytu na instrumenty finansowe emitowane przez podmioty z siedzibą w tym kraju.

Wykres 10 prezentuje poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego w Luksemburgu na tle zmian wartości aktywów funduszy akcyjnych i dłużnych.



Wykres 10. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Luksemburgu w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

W odniesieniu do czynników determinujących wielkość podaży instrumentów dłużnych należy stwierdzić, że brak jest dostępnych danych dotyczących wielkości emisji instrumentów dłużnych emitentów z siedzibą w Luksemburgu w badanym okresie.

Warte podkreślenia jest, że rynek funduszy dłużnych rozwijał się w Luksemburgu w latach 1992 – 2007 w sposób niezwykle stabilny średniorocznie wzrastając w tym okresie o 13,6% i nie notując lat, w których wartość aktywów funduszy dłużnych spadała.

Wśród czynników wpływających na wielkość rynku udziałowych instrumentów finansowych należy przede wszystkim wyróżnić kapitalizację giełdy w Luksemburgu (*Luxembourg Stock Exchange*) oraz liczbę notowanych na niej spółek. Kapitalizacja giełdy w Luksemburgu w relacji do PKB jest najwyższa z analizowanych krajów. W latach 1992 – 1998 dynamicznie rosła z poziomu 77,3% PKB do 183% PKB. Następne lata, w szczególności spadki indeksów w roku 2001 spowodowały znaczące zmniejszenie się kapitalizacji giełdy w Luksemburgu – do 109,1% PKB w 2002 roku. Od 2003 roku wielkość

kapitalizacji ponownie dynamicznie rosła, by na koniec 2007 roku osiągnąć wartość 346,5% PKB – zdecydowanie najwyższą w relacji do PKB z analizowanych krajów (Wielka Brytania będąca drugim krajem pod względem kapitalizacji giełd w relacji do PKB na koniec 2007 roku osiągnęła poziom 141,5%).

Giełda w Luksemburgu jest miejscem notowania stosunkowo niewielkiej liczby spółek i bardzo dużej liczby funduszy inwestycyjnych działających w formie spółek. Liczba spółek notowanych na tej giełdzie w analizowanym okresie nie wahała się znacząco – od 59 spółek w 1992 roku do maksymalnie 61 w 1995 roku i minimalnie 36 w 2006 roku. Liczba funduszy inwestycyjnych notowanych na giełdzie w Luksemburgu wielokrotnie przewyższa liczbę spółek – na koniec 2007 roku 522 spółki zarządzające łącznie notowały 7372 funduszy inwestycyjnych⁴⁹.

Głębokość rynku akcji na giełdzie w Luksemburgu jest bardzo niska. Średnia stopa obrotu akcjami w badanym okresie wyniosła w Luksemburgu 2,5% PKB, podczas gdy średnia dla wszystkich badanych krajów (z uwzględnieniem Luksemburga) wynosi 55,2% PKB. Co więcej, Luksemburga nie dotyczy tendencja stałego przyspieszania wymiany akcji pomiędzy uczestnikami rynku i zwiększania się ich płynności – przeciętny wskaźnik obrotu akcjami w analizowanych krajach rósł przez cały badany okres (za wyjątkiem lat 2001 i 2002, kiedy nieznacznie spadał) z poziomu 12,6% PKB w 1992 roku do 140,7% PKB w 2007 roku. Stopa obrotu akcjami w Luksemburgu w 1992 roku wynosiła zaledwie 0,8% PKB, najwyższy poziom osiągnęła w 1993 roku (7% PKB), a na koniec analizowanego okresu wyniosła 0,5% PKB. Powyższe potwierdza tezę o charakterystyce giełdy w Luksemburgu, będącej w istocie rzeczy nie miejscem handlu papierami wartościowymi, lecz bardziej obowiązkowym miejscem notowań funduszy inwestycyjnych domicylowanych w Luksemburgu, funkcjonujących w formie spółek (głównie *SICAV*).

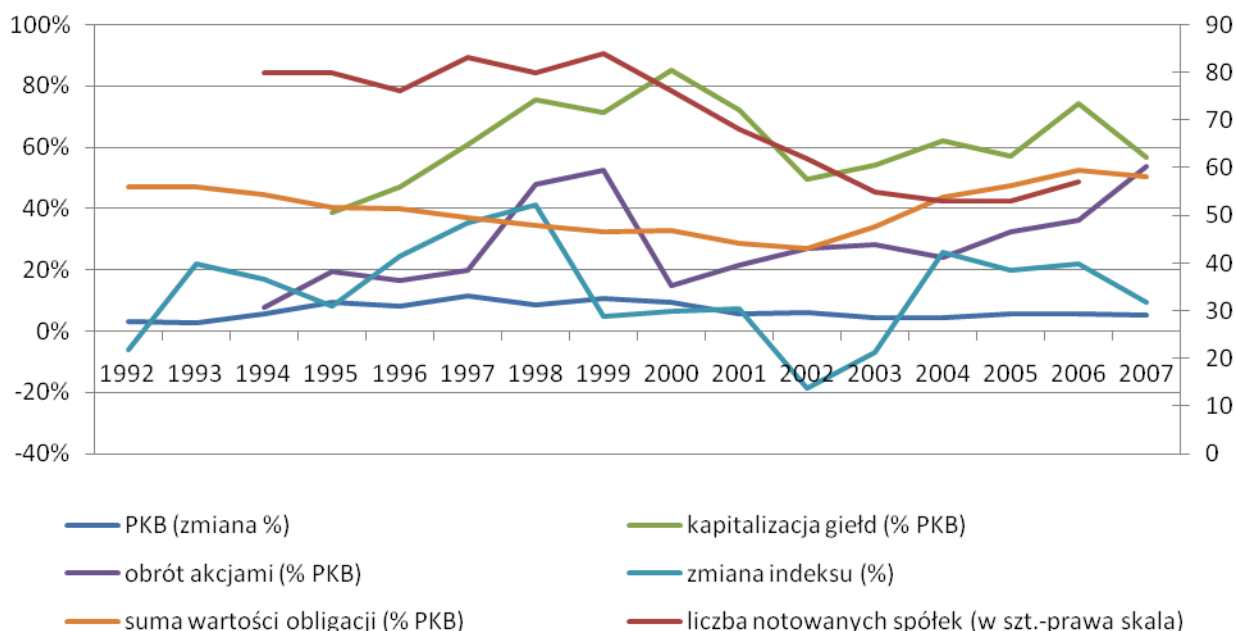
Trudno jest także w odniesieniu do rynku luksemburskiego mówić o relacji pomiędzy roczną zmianą poziomu indeksu a wielkością zmiany aktywów netto, zarządzanych przez fundusze lokujące w udziałowe instrumenty finansowe. Co prawda, pewna zależność pomiędzy tymi wielkościami jest widoczna na wykresie 10, ale wynika bardziej z dużej korelacji zmian indeksu giełdy w Luksemburgu i giełd europejskich, które determinowały wielkość aktywów funduszy z siedzibą w Luksemburgu, ale inwestujących i zbywających tytuły uczestnictwa na terytorium innych państw.

Podobnie jak ma to miejsce w odniesieniu do Luksemburga, **irlandzkie rynki finansowy i funduszy inwestycyjnych** mają specyficzny charakter. Irlandia od połowy lat

⁴⁹ Dane za www.bourse.lu

dziewięćdziesiątych XX wieku, analogicznie jak Luksemburg dekadę wcześniej, podejmowała działania w celu przyciągnięcia spółek zarządzających, tworząc w tym celu przywileje podatkowe oraz warunki wspomagające tworzenie dublińskiego centrum usług finansowych. Oprócz przywilejów podatkowych i początkowo niskich kosztów pracy, czynnikiem determinującym decyzje spółek zarządzających o tworzeniu funduszy inwestycyjnych w Irlandii była znaczna elastyczność regulacji w zakresie dostosowywania ich do zmieniającego się otoczenia biznesowego, w tym także do zmian w prawie wspólnotowym regulującym usługi finansowe.

Podobnie, jak w Luksemburgu, także w odniesieniu do Irlandii tworzenie dużej liczby funduszy inwestycyjnych oraz zwiększanie się ich aktywów pozostawało w ograniczonym związku z rozwojem irlandzkiego rynku finansowego, a dodatkowo – wobec regulacji zakazujących Irlandczykom nabywania tytułów uczestnictwa funduszy utworzonych w ramach *Dublin Investment Services Centre*, które obowiązywało do 2001 roku – zwiększenie się liczby zarejestrowanych funduszy nie wpływało na zwiększenie podaży na rynku krajowym w Irlandii, bowiem podobnie jak w Luksemburgu, także i w Irlandii dominował model dystrybuowania funduszy domicylowanych w Irlandii w kraju pochodzenia grupy kapitałowej spółki zarządzającej.



Wykres 11. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego oraz PKB w Irlandii w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Na wykresie 11 przedstawiono poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego w Irlandii. Jako, że nie są dostępne dane dotyczące wartości aktywów zgromadzonych w poszczególnych kategoriach funduszy według prowadzonej przez nie polityki inwestycyjnej, dane te nie zostały zawarte na wykresie.

Analizując kształtowanie się czynników determinujących wielkość podaży instrumentów dłużnych zauważyć należy, że suma wartości wyemitowanych instrumentów dłużnych przez irlandzkich emitentów spadała w relacji do PKB w latach 1992 – 2002 z poziomu 47,1% do 27,2%, by następnie od 2003 roku rosnąć osiągając 50,3% PKB na koniec 2007 roku. W porównaniu z innymi analizowanymi krajami, rynek irlandzki charakteryzował się przez cały badany okres niższą w relacji do PKB wartością emisji instrumentów dłużnych.

Także irlandzki rynek instrumentów udziałowych nie może być uznany za rozwinięty, mimo że początki giełdy w Dublinie sięgają 1799 roku⁵⁰. Kapitalizacja giełdy w Dublinie wahała się w badanym okresie od 38,5% do 85% PKB, co jest wynikiem znacznie poniżej przeciętnej dla analizowanych krajów. Dodatkowo, z uwagi na nieznaczną liczbę spółek debiutujących na giełdzie w badanym okresie, wielkość kapitalizacji była ściśle skorelowana z poziomem indeksu i koniunkturą na rynku akcji. Od 2002 roku kapitalizacja w relacji do PKB oscyluje wokół 60% PKB, co jest tendencją sprzeczną do zachodzących w pozostałych analizowanych krajach silnych procesów wzrostu kapitalizacji wskutek jednoczesnego występowania hossy na rynkach akcji oraz wzmożonego zainteresowania emitentów wprowadzaniem emitowanych przez siebie akcji na rynek regulowany.

Liczba notowanych spółek w latach dziewięćdziesiątych oscylowała wokół 70, by następnie – wobec zerwania w 1995 roku aliansu z giełdą w Londynie – systematycznie spadać, osiągając liczbę 43 na koniec 2007 roku. Podobnie jak ma to miejsce w Luksemburgu, na dublińskiej giełdzie notowanych jest wiele funduszy inwestycyjnych – na koniec 2007 roku 1918⁵¹.

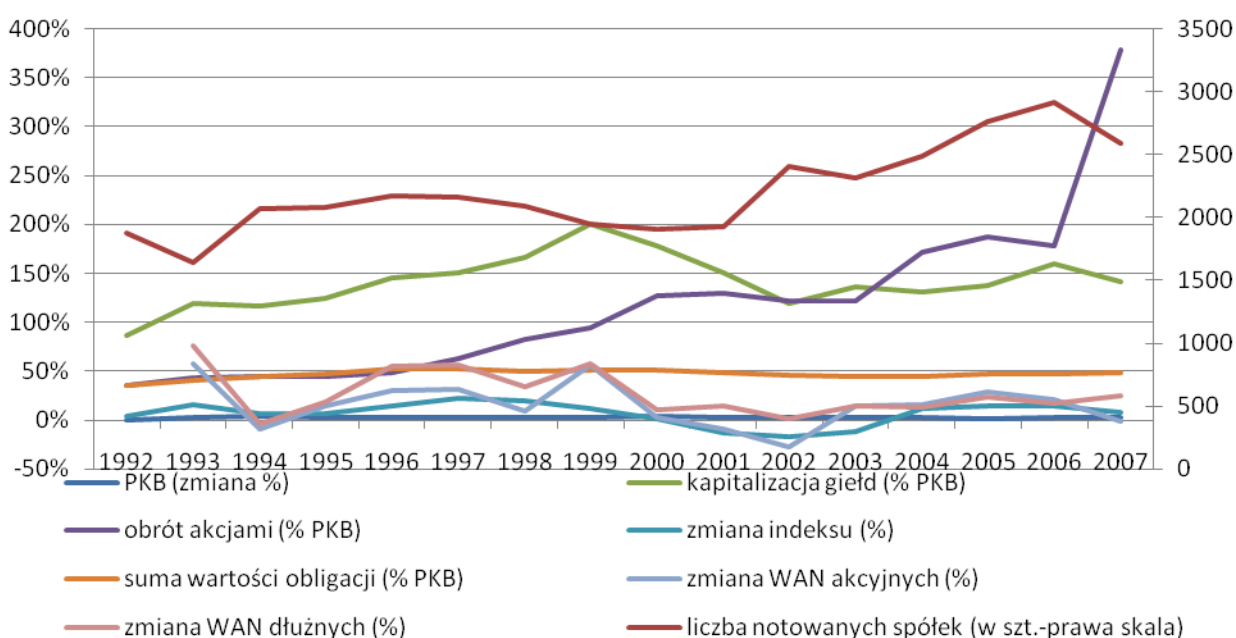
Płynność rynku akcji w Irlandii w porównaniu z pozostałymi analizowanymi rynkami jest niska. W badanym okresie wielkość obrotu akcjami w relacji do PKB wynosiła od zaledwie 7,9% PKB w 1992 roku do 53,6% PKB w 2007 roku, co generalnie jest zgodne z trendem wzrostu wartości obrotu na giełdach obserwowanym w innych (poza Luksemburgiem) analizowanych krajach. Jednakże, o ile wielkość obrotu w relacji do PKB w Irlandii w latach 1992 – 1999 pozostawała na poziomie zbliżonym do średniej w analizowanych krajach, o tyle od 2000 roku – mimo znaczącego zwiększenia się wielkości

⁵⁰ Utworzona na mocy *Stock Exchange Act 1799* poprzez połączenie lokalnych giełd w Cork i Dublinie.

⁵¹ *The Irish Stock Exchange, Annual Statistical Review*, Dublin 2008, www.ise.ie

obrotów w pozostałych krajach – nie zwiększyła się znacząco. Przyczyną tego z jednej strony jest znaczny udział w liczbie emitentów podmiotów, które emitują instrumenty finansowe z zasady charakteryzujące się niską płynnością (tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych działających w formie spółek), z drugiej zaś wśród pozostałych emitentów występują podmioty irlandzkie, dla których giełda w Dublinie jest jednym z kilku miejsc notowań.

Wielka Brytania należy do krajów wskazywanych jako przykłady gospodarek opartych o finansowanie za pośrednictwem rynków finansowych⁵². W konsekwencji, jej rynek finansowy uznawany jest za jeden z najbardziej rozwiniętych i różnorodnych⁵³. Dodatkowo, Londyn jest europejskim centrum finansowym, a znaczenie giełdy londyńskiej jako centrum handlu instrumentami finansowymi wykracza daleko poza gospodarkę brytyjską.



Wykres 12. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Wielkiej Brytanii w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Biorąc pod uwagę umiejscowienie gospodarki brytyjskiej jako opartej o kapitał pozyskany za pośrednictwem rynków finansowych oraz strukturę brytyjskiego rynku

⁵² A. Demirgüç – Kunt, R. Levine, *Bank – based or market based financial systems: Cross-country comparisons*, s. 81, w: A. Demirgüç – Kunt, R. Levine, *Financial structure and economic growth. A cross-country comparison of banks, markets and development*, MIT Press, Boston 2004.

⁵³ R. Levine, *Financial development and economic growth: Views and agenda*, Journal of Economic Literature, June 1997, vol. XXXV, s. 688.

funduszy inwestycyjnych, zdominowanego przez fundusze instrumentów udziałowych rozważyć należy wpływ podaży instrumentów dłużnych na zmiany wartości aktywów funduszy lokujących w takie instrumenty.

Podaż instrumentów dłużnych w relacji do PKB w Wielkiej Brytanii pozostawała w analizowanym okresie na stabilnym poziomie i wahała się pomiędzy 35,4% PKB w 1992 roku a 52,4% w 1996 roku. W drugiej połowie badanego okresu (lata 2000 – 2007) podaż instrumentów dłużnych trwale spadła poniżej 50% PKB. Warto zaznaczyć, że rynek instrumentów dłużnych w Wielkiej Brytanii jest mniejszy niż rynki pozostałych analizowanych krajów, dodatkowo jego wielkość nie zwiększa się, odmiennie niż ma to miejsce w innych analizowanych krajach, których rynki instrumentów dłużnych rosną w odniesieniu do PKB.

W przeciwieństwie do rynku instrumentów dłużnych rynek funduszy inwestycyjnych lokujących w te instrumenty w badanym okresie dynamicznie rozwijał się w Wielkiej Brytanii, a aktywa tych funduszy rosły w przeciętnym tempie 27,5% rocznie, co biorąc pod uwagę rentowność instrumentów, w które fundusze te lokowały środki, oznacza, że przez cały badany okres saldo wpłat do funduszy dłużnych było dodatnie (niewielki spadek aktywów netto zanotowano wyłącznie w 1994 roku). W konsekwencji, udział funduszy dłużnych w rynku funduszy inwestycyjnych Wielkiej Brytanii wzrósł w analizowanym okresie z 3% do 20% ogólnej sumy aktywów netto.

Wśród czynników wspomagających rozwój rynku funduszy instrumentów udziałowych w Wielkiej Brytanii należy wskazać na wielkość rynku tych instrumentów. Kapitalizacja giełd w Wielkiej Brytanii w relacji do PKB była w badanym okresie najwyższa spośród analizowanych krajów i wahała się od 86,3% PKB w 1992 roku do 200% PKB w 1999 roku, by w kolejnych latach (2000 – 2007) zmieniać się w przedziale od 118,6% w 2002 roku do 159,6% w 2006 roku w zależności od aktualnej koniunktury na rynkach akcji i determinowanej przez nią wyceny akcji.

Także pod względem różnorodności dostępnych instrumentów rynek brytyjski wyróżnia się na tle analizowanych krajów. W analizowanym okresie mniej więcej co druga spółka notowana na rynku regulowanym z siedzibą w analizowanych krajach była notowana na giełdzie z siedzibą w Wielkiej Brytanii. Liczba notowanych spółek rosła w latach 1992 – 1997 od 1874 do 2157 spółek, by następnie przez trzy kolejne lata (do 2000) spaść do poziomu 1904 spółek. Lata 2002 – 2006 stanowiły okres intensywnego wzrostu liczby notowanych spółek ze szczególnie imponującymi wzrostami w 2002 roku (o 482 spółki) i w

2005 roku (o 273 spółki). W 2007 roku liczba notowanych spółek spadła znacząco – łącznie o 325, co stanowiło ponad 11% wszystkich notowanych spółek na koniec 2007 roku.

Rynek instrumentów udziałowych w Wielkiej Brytanii charakteryzuje się także znaczną głębokością i wyróżnia się na tle rynków pozostałych analizowanych państw. W okresie od 1992 do 2001 roku wartość obrotu w relacji do PKB nieprzerwanie rosła – od 35,7% PKB do 129,7%, przy średniej analizowanych rynków rosnącej od 12,6% PKB do 70,9% PKB w 2001. Lata 2001 – 2003 w związku z pogorszeniem koniunktury na światowych rynkach akcji były okresem nieznacznego spadku wielkości obrotów na giełdach w relacji do PKB. Od 2004 roku obserwowany jest dynamiczny wzrost obrotów na giełdach w Europie, a szczególnie silne zmiany dotyczą rynków akcji w Wielkiej Brytanii (wielkość obrotu w relacji do PKB zmieniła się tam ze 172,1% PKB w 2004 do 378,5% PKB w 2007 roku).

Wartość aktywów netto zarządzanych przez fundusze akcyjne zmieniała się w Wielkiej Brytanii w badanym okresie w kierunku zgodnym ze zmianą głównego indeksu giełdowego (FTSE) – za wyjątkiem lat 1994 i 2007, w których zmiana indeksu była dodatnia, a zmiana wartości aktywów netto – ujemna oraz roku 2003, kiedy mimo spadku wartości indeksu wartość aktywów netto wzrosła.

Niemcy są zaliczane do państw, których gospodarki oparte są na finansowaniu za pośrednictwem systemu bankowego⁵⁴. Przyjmuje się zatem, że rynek finansowy takich państw jest co do zasady słabiej rozwinięty niż ma to miejsce w gospodarkach nakierowanych na transmisję kapitału za pośrednictwem rynku finansowego⁵⁵.

Wielkość rynku instrumentów dłużnych zdaje się częściowo potwierdzać powyższą tezę. Wartość wyemitowanych instrumentów dłużnych w odniesieniu do PKB nieznacznie rosła w latach 1992 – 2000 z poziomu 58,8% do 93,5% PKB. Wielkość rynku instrumentów dłużnych była relatywnie większa w tym okresie niż w porównywanych krajach i jednocześnie miała nieco inną strukturę. W Niemczech w latach 1992 – 2004 wśród instrumentów dłużnych dominowały instrumenty nienotowane na rynku regulowanym, które stanowiły 2/3 wszystkich instrumentów, podczas gdy w pozostałych krajach instrumenty nienotowane stanowiły co najwyżej połowę wyemitowanych instrumentów dłużnych. W

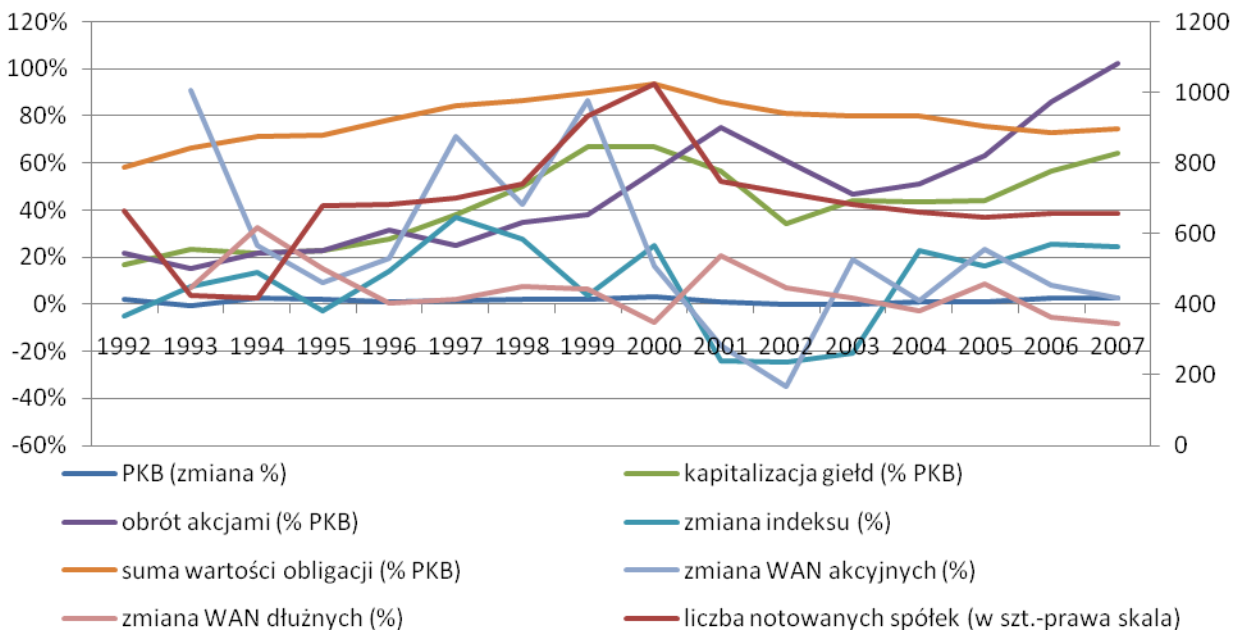
⁵⁴ S. Vitols, *The origins of bank-based and market-based financial systems: Germany, Japan, and the United States*, s. 171, w: W. Streeck, K. Yamamura, *The origins of nonliberal capitalism: Germany and Japan in comparison*, Cornell University Press, Ithaca, 2001.

⁵⁵ R. Schmidt, M. Tyrell, *What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular ?*, s. 30, w: J. Krahen, R. Schmidt, *The German financial system*, Oxford University Press, London 2004.

Niemczech od 2005 roku wartościowo dominują instrumenty dłużne będące przedmiotem notowań na rynku regulowanym.

Powyższe tendencje pozostają bez związku ze zmianami aktywów funduszy dłużnych z siedzibą w Niemczech. Ta kategoria funduszy rozwijała się w analizowanym okresie wyraźnie słabiej niż miało to miejsce w innych badanych krajach. Średnioroczne tempo wzrostu aktywów netto w latach 1992 – 2007 wynosiło zaledwie 5,7% rocznie, co oznacza – biorąc pod uwagę rentowność instrumentów znajdujących się w portfelach funduszy – że saldo wpłat i wypłat oscylowało w okolicach zera. Dodatkowo, w aż czterech latach wartość aktywów netto spadała (lata 2000, 2004, 2006 i 2007) skutkując tym, że udział funduszy dłużnych w niemieckim rynku oscylował przez cały badany okres w okolicach 10% aktywów netto.

Wykres 13 zawiera poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego w Niemczech na tle zmian wartości aktywów funduszy akcyjnych i dłużnych.



Wykres 13. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Niemczech w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

W przeciwieństwie do funduszy dłużnych, fundusze lokujące aktywa w instrumenty udziałowe stanowią istotny element niemieckiego rynku funduszy odpowiadając w latach

2000 – 2007 za mniej więcej połowę jego aktywów netto. Jednakże, mimo znacznego potencjalnego popytu generowanego przez niemieckie fundusze akcji rynek udziałowych instrumentów finansowych nie rozwijał się w Niemczech szczególnie dynamicznie.

Kapitalizacja giełd w odniesieniu do PKB Niemiec w porównaniu z innymi badanymi krajami pozostaje na niskim poziomie, w analizowanym okresie wzrosła co prawda z 16,9% PKB w 1992 do 66,8% PKB w 2000, by następnie spaść znacząco do 2002 roku (do poziomu 34,3% PKB) i następnie wzrastać do końca badanego okresu (63,9% PKB na koniec 2007 roku). Średni poziom kapitalizacji giełd w relacji do PKB w analizowanych krajach wzrósł w badanym okresie z 38,8% PKB w 1992 roku do 127,6% PKB w 2007 roku.

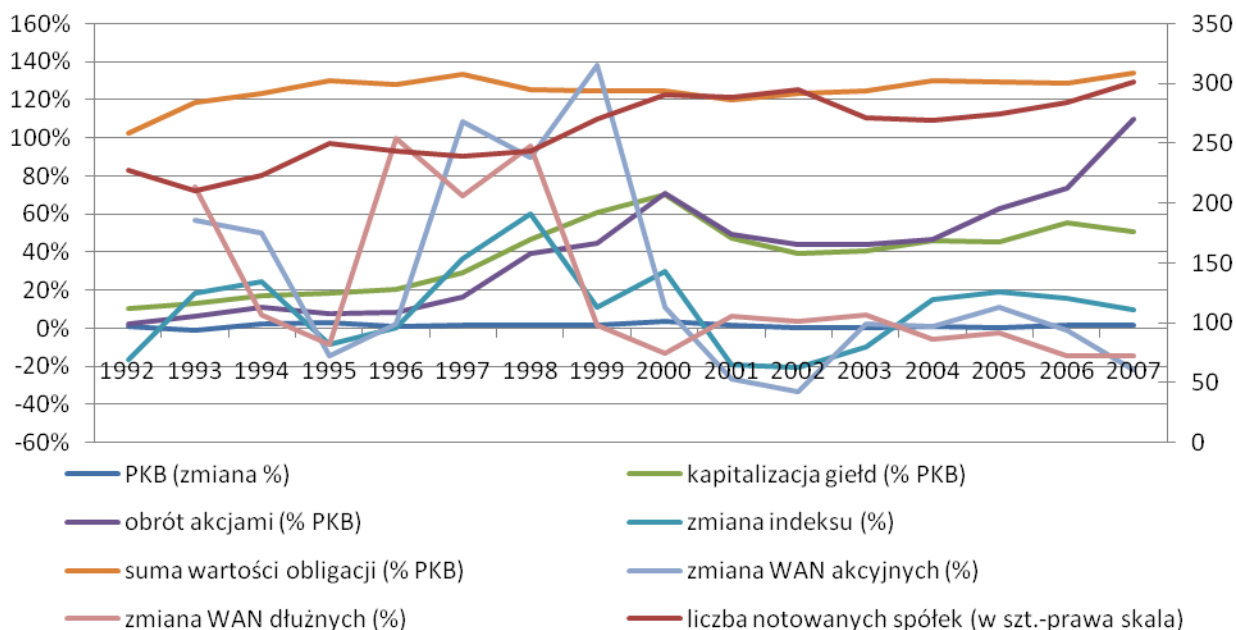
Analizując liczbę spółek notowanych na giełdach w Niemczech uwagę zwraca fakt, że w pierwszej części analizowanego okresu (w latach 1992 – 2000) Niemcy były trzecim spośród krajów o najwyższej liczbie notowanych spółek. Liczba tych spółek rosła szczególnie dynamicznie po wydzieleniu w 1997 roku na giełdzie frankfurckiej segmentu spółek technologicznych (*Neue Markt*) utworzonego na wzór NASDAQ. Jednakże, wobec spadku zainteresowania nowych spółek notowaniami na skutek pęknięcia bańki internetowej oraz objęcia spółek notowanych na *Neue Markt* szerszymi obowiązkami w zakresie transparentności działania, segment ten zamierał i w konsekwencji został zlikwidowany z dniem 5 czerwca 2003 roku. W szczytowym okresie popularności na *Neue Markt* notowanych było ponad 300 spółek, co przyczyniło się do wzrostu liczby spółek publicznych w Niemczech do poziomu 1022 w roku 2000. W związku z zamknięciem *Neue Markt* w 2003 roku, od tego momentu liczba spółek notowanych w Niemczech nie zmienia się i pozostaje na poziomie ok. 650 podmiotów, co plasuje Niemcy na czwartym miejscu wśród analizowanych krajów (po Wielkiej Brytanii, Hiszpanii i Francji).

Popularność niemieckich funduszy akcji w badanym okresie rosła ze zmiennym natężeniem. Początkowo, w 1992 roku udział funduszy akcji w rynku funduszy inwestycyjnych w Niemczech wynosił zaledwie 17%, następnie przez kolejne osiem lat rósł, by na koniec 2000 roku osiągnąć blisko 60% udział w rynku. Warto zwrócić uwagę także i na to, że dynamika wzrostu wartości aktywów netto niemieckich funduszy akcji była znacząco większa niż dynamika zmian indeksu w okresie 1992 – 2000, co oznacza, że wzrost wartości aktywów netto w znaczącej części pochodził z dodatniego salda wpłat, a nie ze wzrostu wyceny instrumentów finansowych znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych.

Od 2000 roku dynamika wzrostu wartości aktywów znacząco osłabła, niezależnie od dodatnich zmian indeksu i hossy na globalnych rynkach finansowych. W latach 2000 – 2007 dynamika zmiany wartości aktywów netto funduszy akcyjnych jest z zasady słabsza niż

zmiana indeksu, co może oznaczać, że saldo wpłat do funduszy akcji w tym okresie jest tylko nieznacznie dodatnie. W konsekwencji, udział funduszy akcji w niemieckim rynku funduszy inwestycyjnych nieznacznie rósł od 2002 roku, kiedy stanowił 40% aktywów, do nieco ponad 50% udziału w rynku na koniec 2007 roku.

Na wykresie 14 przedstawiono poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego we **Włoszech** na tle zmian wartości aktywów funduszy akcyjnych i dłużnych.



Wykres 14. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych we Włoszech w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Włoski system finansowy, podobnie jak ma to miejsce w Niemczech i w Hiszpanii, jest oparty na finansowaniu działalności gospodarczej przez banki, stąd rynek finansowy we Włoszech jest słabiej rozwinięty.

Charakterystyczną cechą włoskiego rynku finansowego jest bardzo wysoka – na tle pozostałych analizowanych krajów – wielkość wyemitowanych instrumentów dłużnych, przekraczająca przez cały analizowany okres poziom 100% PKB. Biorąc pod uwagę fakt, że przeważająca część z wyemitowanych obligacji jest przedmiotem notowań na rynkach regulowanych (stanowiły one przeciętnie 87,5% PKB w badanym okresie) oraz to, że Włochy należały w latach 1992 – 2007 do państw posiadających zdecydowanie najwyższy poziom zadłużenia publicznego wśród członków Unii Europejskiej, można domniemywać, że jednym

z głównych powodów wielkiego rozrostu rynku obligacji był popyt na pieniądź kreowany przez skarb państwa. Nie zmienia to jednak faktu, że także rynek obligacji niepublicznych jest większy niż w pozostałych analizowanych krajach, a jego wartość w relacji do PKB istotnie rosła w badanym okresie – z poziomu 26,7% PKB w 1992 do 54,8% PKB na koniec 2007 roku.

Mimo szerokiego rynku instrumentów dłużnych, wartość aktywów netto funduszy lokujących w takie instrumenty nie rosła w znaczący sposób w badanym okresie. Co prawda, w latach 1993 – 1998 średnioroczny przyrost aktywów tej kategorii funduszy wynosił 56,2%, jednakże od 1999 roku do końca analizowanego okresu wartość aktywów zarządzanych przez fundusze dłużne spadała średnio o 3,5% rocznie, co z pewnością pozwala na stwierdzenie, że saldo wpłat i wypłat do tej kategorii funduszy było ujemne. Od 2004 roku spadek aktywów nabrał tempa, a w dwóch ostatnich analizowanych latach sięgał 14% rocznie. Mimo znacznych rocznych zmian, udział funduszy dłużnych w rynku funduszy inwestycyjnych we Włoszech był znaczny i zawierał się pomiędzy 30% a 50% w badanym okresie.

Odmienne niż ma to miejsce w odniesieniu do instrumentów dłużnych, rynek instrumentów udziałowych we Włoszech jest słabo rozwinięty. Kapitalizacja giełd⁵⁶ jest najniższa spośród analizowanych krajów i podobnie, jak miało to miejsce w tych krajach, rosła w okresie od 1992 do 2000 roku (z 10,2% PKB do 70% PKB), by następnie drastycznie spadać w dwóch kolejnych latach w związku z bessą (do poziomu 39,4% PKB) i stopniowo odrabiać straty w kolejnych latach (2002 – 2007) – na koniec badanego okresu kapitalizacja giełd we Włoszech wynosiła 50,9% PKB (najmniej spośród analizowanych krajów).

Oprócz niewielkiej kapitalizacji w relacji do PKB, także liczba spółek publicznych we Włoszech jest niska. W badanym okresie wahała się ona pomiędzy 228 a 301 spółek i co także jest charakterystyczne dla rynku włoskiego – tylko w nieznacznym stopniu rosła w okresach hossy na rynkach akcji w latach 1997 – 2000 i 2004 – 2007.

Mimo braku wzrostu liczby notowanych spółek, wielkość obrotu akcjami w relacji do PKB rosła znacząco przez pierwszą część analizowanego okresu – od 2,2% PKB w 1992 roku do 70,9% w 2000, by następnie przez dwa kolejne lata bessy spaść do 44,3% PKB. Od 2003 wartość obrotu akcjami w relacji do PKB nieprzerwanie rosła – z poziomu 44% PKB do 109,8% PKB na koniec 2007 roku. Warto podkreślić jest, że mimo iż rynek akcji we Włoszech nie może być uznany za rozwinięty i różnorodny, to jednak jego płynność powinna być oceniana jako wysoka – wielkość obrotu akcjami nie odbiega od obrotów notowanych w

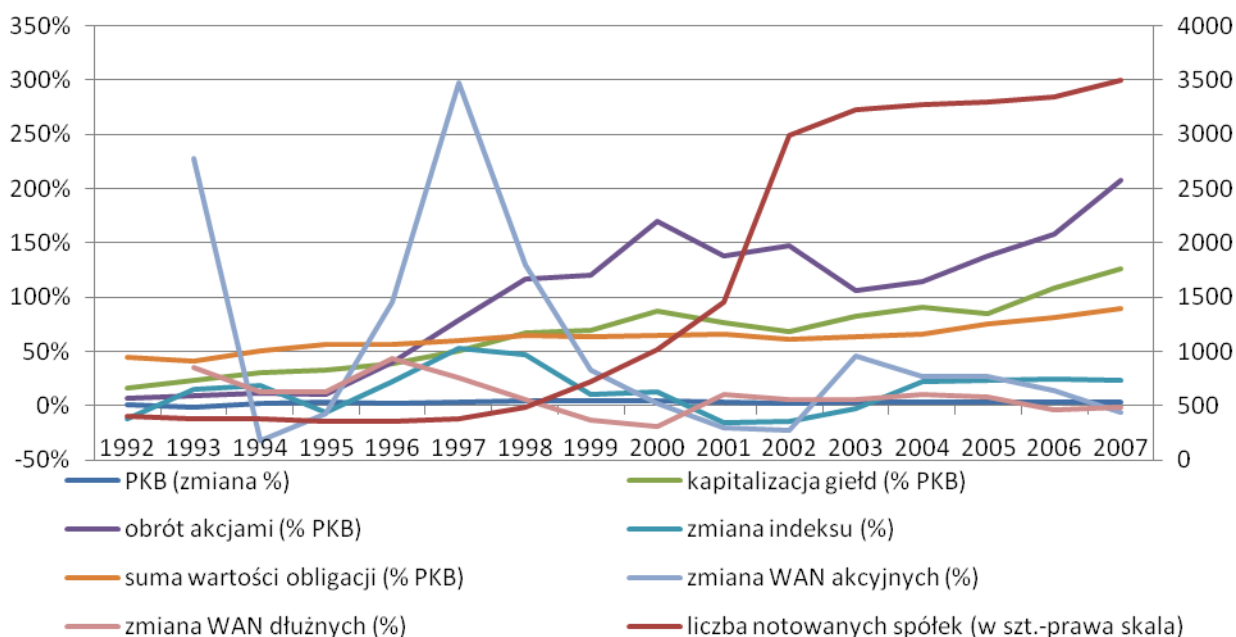
⁵⁶ Największą włoską giełdą jest Borsa Italiana założona w 1808 roku, sprywatyzowana w 1997 roku i nabyta przez London Stock Exchange w 2007 roku.

innych gospodarkach opartych o system bankowy: Niemczech (102% PKB w 2007) i Francji (133,4% PKB w 2007).

Wartość aktywów włoskich funduszy inwestycyjnych lokujących w instrumenty udziałowe zmieniała się w sposób dynamiczny w badanym okresie. Rynek włoski notował znaczące wzrosty aktywów (przekraczające 50% w odniesieniu do poprzedniego roku miały miejsce w 1993, 1994, 1997, 1998 i 1999), ale też drastyczne spadki (zbliżone do 30% aktywów w latach 2002 i 2003 oraz ponad 20% w 2007). Podobnie, jak ma to miejsce na pozostałych analizowanych rynkach, kierunek zmiany wartości aktywów netto funduszy akcyjnych był co do zasady zgodny z kierunkiem zmiany indeksu giełdy w Mediolanie. Wobec istnienia znaczących wpłat w latach 1997 – 1999, których dynamika była wyższa niż zmiana indeksu oraz następnie znaczących spadków indeksu w latach 2001 i 2002 i wycofywania środków z funduszy akcyjnych, można przyjąć, że włoscy inwestorzy są bardzo podatni na koniunkturę giełdową i zmiany indeksu, a saldo wpłat i wypłat do funduszy akcji jest w wysokim stopniu uzależnione od bieżącego kierunku zmian indeksu. Zjawisko dużej zmienności aktywów funduszy w zależności od zmian koniunktury na rynkach finansowych jest charakterystyczne dla młodych rynków funduszy inwestycyjnych.

Podobnie jak miało to miejsce we Włoszech w analizowanym okresie, także krajowy **rynek hiszpański**, jako stosunkowo młody, charakteryzował się znaczną zmiennością wielkości aktywów powierzonych w zarządzanie.

Mimo powyższego, segment rynku instrumentów dłużnych, którego wielkość w relacji do PKB była najniższa spośród analizowanych krajów, rozwijał się w Hiszpanii stabilnie w badanym okresie, a rozwój ten był bardziej dynamiczny niż w pozostałych krajach – od 44,4% PKB w 1992 roku (średnio w analizowanych krajów wielkość rynku instrumentów dłużnych wynosiła 60,5% PKB) do 89,3% PKB na koniec 2007 roku (średnia analizowanych krajów – 82,6% PKB). Szczególnie dynamicznie w Hiszpanii rozwijał się segment obligacji nienotowanych na rynku regulowanym, który w pierwszej części badanego okresu stanowił ok. 40% całości rynku instrumentów dłużnych, by począwszy od 2002 roku znacząco rosnąć (z poziomu 17,2% PKB w 2002 do 68,2% PKB na koniec 2007 roku). Wielkość rynku obligacji notowanych pozostawała stabilna w latach 1992 – 2007, z nieznaczną tendencją do powiększania wartości wyemitowanych obligacji wobec PKB. Powyższe nie dotyczy lat 1997 – 2000, w których wartość wyemitowanych obligacji podlegających notowaniom przekraczała 50% PKB. W pozostałym okresie wartość ta pozostawała na poziomie zbliżonym do 40% PKB.



Wykres 15. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Hiszpanii w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA, World Development Indicators, World Bank

Wykres 15 prezentuje poziom w latach 1992 – 2007 wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego w Hiszpanii na tle zmian wartości aktywów funduszy akcyjnych i dłużnych.

Jak wspomniano wyżej, także hiszpańska gospodarka jest oparta na finansowaniu działalności gospodarczej przez banki, stąd rynek finansowy w Hiszpanii należy do słabiej rozwiniętych.

Wartość aktywów netto funduszy dłużnych rosła intensywnie w latach 1993 – 1998 – średniorocznie o 22,7%, a fundusze te łącznie z funduszami pieniężnymi stanowiły przeważającą część hiszpańskiego rynku funduszy inwestycyjnych (ok. 90%) – taka struktura rynku z dominacją funduszy bezpiecznych i stosunkowo niewielkim udziałem funduszy lokujących w akcje jest charakterystyczna dla młodych i słabo rozwiniętych rynków funduszy inwestycyjnych. W latach 1999 – 2000 w związku z hossą na rynku akcji i wzrostem stóp zwrotu z produktów opartych na inwestycjach w akcje aktywa były realokowane z funduszy dłużnych do funduszy z udziałem akcji. W konsekwencji, aktywa funduszy dłużnych spadły o łącznie blisko 30% (o 12,7% w 1999 i o 18,7% w 2000). Spadek ten był jednak krótkoterminowy – w związku z pogorszeniem się koniunktury giełdowej, począwszy od 2001 roku aktywa funduszy dłużnych ponownie rosły. W latach 2001 – 2002 wzrost ten

odbywał się kosztem funduszy akcyjnych, których wartość aktywów netto spadła w tym okresie o blisko 40%. Ponownie spadków aktywów fundusze dłużne doświadczyły w latach 2006 – 2007, także w związku z przenoszeniem aktywów w kierunku funduszy z udziałem akcji.

Kapitalizacja giełd w Hiszpanii, do których należy założona w 1831 roku giełda madrycka (*Bolsa de Madrid*) i giełdy regionalne w Walencji, Barcelonie i Bilbao, w relacji do PKB w pierwszej części analizowanego okresu pozostawała znacząco poniżej średniej dla badanych krajów (16,2% PKB w Hiszpanii wobec średnio 38,8% PKB w badanych krajach). Następnie, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Włoch, kapitalizacja spółek rosła nieprzerwanie do 2000 roku osiągając 86,8% PKB (wobec średnio 109,1% PKB w analizowanych krajach), by w kolejnych dwóch latach spaść w związku z obniżeniem wycen instrumentów finansowych do poziomu 67,8% PKB. Lata 2003 – 2007 to okres dalszego wzrostu kapitalizacji w relacji do PKB – do poziomu 125,9% PKB, zbliżonego do średniej analizowanych krajów (127,5% PKB).

Proces zwiększania się kapitalizacji wobec PKB, jaki miał miejsce począwszy od 2003 roku, częściowo wynikał z dobrej koniunktury i wzrostu wycen akcji, częściowo też ze znaczącego wzrostu liczby notowanych spółek, które poszukiwały kapitału na rynku kapitałowym. Liczba notowanych spółek w Hiszpanii, która w latach 1992 – 1998 pozostawała na stabilnym poziomie ok. 400 emitentów, dynamicznie rosła w latach hossy 1999 – 2001 o odpowiednio 48,3%, 41,9% i 43,1%. Prawdziwa eksplozja IPO miała miejsce w 2002 roku, w którym liczba notowanych spółek wzrosła o 104,8%, czyli o 1528 spółek. W kolejnych latach liczba spółek pozostawała na stabilnym poziomie, nieznacznie rosnąc do 3498 notowanych spółek na koniec 2007 roku.

Wraz ze wzrostem liczby spółek i ich kapitalizacji rosła także w Hiszpanii wielkość obrotu akcjami. W latach 1992 – 1995 stopa obrotu akcji w relacji do PKB była w Hiszpanii bardzo niska i nie przekraczała 10% PKB. W latach 1996 – 2000 wielkość obrotu skokowo zwiększała się, by osiągnąć 169,8% PKB w 2000 roku. W latach 2001 – 2005 relacja wielkości obrotów akcjami do PKB pozostawała na zbliżonym poziomie, by ponownie skokowo rosnąć w latach 2006 – 2007.

Analizując dynamikę zmian aktywów netto funduszy akcyjnych w Hiszpanii należy mieć na uwadze to, że na hiszpańskim rynku funduszy inwestycyjnych, podobnie jak ma to miejsce na innych młodych rynkach, wartość aktywów netto ulega szybkim zmianom zarówno w obrębie poszczególnych kategorii funduszy, jak i rynku jako całości. Po drugie, fundusze akcyjne przez cały badany okres stanowiły nieznaczną część rynku funduszy

inwestycyjnych zdominowanego przez fundusze bezpieczne, a w latach 1992 – 1996 ich udział był marginalny (sięgał mniej niż 3% wartości aktywów netto ogółem).

Konsekwencją powyższych okoliczności była duża zmienność, która była charakterystyczna dla segmentu funduszy akcyjnych na rynku funduszy inwestycyjnych w Hiszpanii. Poza zmianą w 1994 roku, kierunek rocznej zmiany aktywów netto był zgodny z kierunkiem zmiany głównego indeksu giełdowego (indeksu giełdy w Madrycie). Pierwsza część analizowanego okresu charakteryzowała się niezwykle dynamicznymi zmianami (w 1993 roku wartość aktywów netto wzrosła o 227,4%, by w następnym roku spaść o 31,7%). Po 2002 roku wielkość zmian zmniejszyła się wskutek trwałego zwiększenia się aktywów funduszy akcyjnych.

Lata 1992 – 2007 na analizowanych rynkach były latami wzrostu gospodarczego i rosnącej zamożności społeczeństw. Jak wskazano powyżej, wzrost ten nie był równomierny wśród analizowanych krajów, nie trwał także przez cały wskazany okres. Kraje o niższym początkowym poziomie PKB rozwijały się szybciej (Irlandia, Hiszpania), w krajach o wyższym poziomie PKB rozwój był bardziej stabilny (Francja, Wielka Brytania, Niemcy). Mimo istnienia zbliżonych uwarunkowań makroekonomicznych, krajowe rynki funduszy inwestycyjnych nie rozwijały się równomiernie. Niektóre z analizowanych krajów, dzięki odpowiedniej polityce rządów, stały się dostawcami funduszy inwestycyjnych sprzedawanych w innych jurysdykcjach. Powyższe dotyczy Irlandii i Luksemburga. Inne krajowe rynki funduszy inwestycyjnych, w tym w szczególności rynki lokalne we Włoszech, Niemczech i Francji, zwłaszcza w drugiej części badanego okresu musiały stawić czoła silnej konkurencji funduszy luksemburskich i irlandzkich.

Do wzrostu popularności funduszy zagranicznych na analizowanych rynkach, oprócz postępujących procesów integracyjnych, przyczyniały się także niższe koszty ponoszone przez spółki zarządzające i fundusze lokalizowane w Irlandii i Luksemburgu oraz korzyści podatkowe wynikające z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, które łącznie skutkowały zwiększeniem stóp zwrotu osiągniętych przez inwestorów.

W uzupełnieniu dotychczasowych rozważań – wpływowi stóp zwrotu na atrakcyjność poszczególnych kategorii funduszy inwestycyjnych dla inwestorów, zmianom wielkości i struktury krajowych rynków oraz kosztom ponoszonym przez inwestorów, związanym z uczestnictwem w funduszach poświęcony będzie rozdział szósty.

Rozdział VI

Charakterystyka mikroekonomicznych determinant rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

Wśród czynników mikroekonomicznych kształtujących wielkość i strukturę krajowych rynków funduszy inwestycyjnych należy wskazać na stopy zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, wielkość kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych oraz skłonność do oszczędzania.

Skłonność do oszczędzania jest czynnikiem determinującym popyt na wszelkie instrumenty służące lokowaniu środków, nie tylko fundusze inwestycyjne. Sposób alokowania zgromadzonych oszczędności zależy od pozostałych dwóch wskazanych powyżej czynników mikroekonomicznych.

Nie mogą być one jednak rozpatrywane dla wszystkich kategorii funduszy łącznie. Osiągane stopy zwrotu kształtują relatywną atrakcyjność każdej z kategorii funduszy inwestycyjnych (funduszy pieniężnych, dłużnych, mieszanych i akcyjnych w odniesieniu do funduszy otwartych oraz funduszy nieruchomości w odniesieniu do funduszy zamkniętych) wobec alternatywnych sposobów lokowania środków, w tym innych kategorii funduszy inwestycyjnych. Powyższe spostrzeżenie w całości odnosi się także do kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach inwestycyjnych danej kategorii.

W konsekwencji zmienności stóp zwrotu – atrakcyjność poszczególnych kategorii funduszy ma charakter dynamiczny. Wysokość stóp zwrotu jest ważnym czynnikiem, przyciągającym do funduszy nowych uczestników, powierzających im dodatkowe aktywa. O ile jednak uprawnione jest przypuszczenie, że uczestnicy funduszy, podejmując decyzje o realokacji środków, kierują się przede wszystkim historycznymi stopami zwrotu, osiąganymi przez poszczególne kategorie funduszy, o tyle wydaje się, że na wielkość popytu na fundusze inwestycyjne, generowanego przez podmioty niebędące dotychczas uczestnikami funduszy, przede wszystkim wpływają czynniki o charakterze makroekonomicznym, odnoszące się w szczególności do wielkości dochodu rozporządzalnego.

W celu zidentyfikowania rodzaju wpływu, jaki wywierały czynniki związane z osiąganymi przez fundusze stopami zwrotu oraz kosztami związanymi z uczestnictwem w funduszach, w niniejszym rozdziale podjęto próbę określenia przeciętnych rocznych stóp zwrotu osiągniętych przez fundusze danej kategorii funkcjonujące w badanym okresie w analizowanych krajach. Próba ta została podjęta w odniesieniu do czterech podstawowych kategorii funduszy otwartych (pieniężnych, dłużnych, mieszanych i akcyjnych), jednakże z

niziej wskazanych względów ma ona wyłącznie charakter przybliżenia problematyki wpływu stóp zwrotu na atrakcyjność funduszy niż analizy.

Po pierwsze, nie są dostępne zagregowane dane, umożliwiające precyzyjne wskazanie przeciętnej rocznej stopy zwrotu danej kategorii funduszu. Nawet gdyby dane takie istniały, rozważania wymagałoby, czy rzeczywiście w odniesieniu do każdej ze wskazanych powyżej kategorii funduszy, kształtują one atrakcyjność tej formy oszczędzania. Z punktu widzenia pojedynczego inwestora, mającego ocenić różnorodne formy oszczędzania istotne jest bowiem nie to, jaki zwrot z inwestycji otrzymałby w przypadku powierzenia środków na okres jednego roku, lecz to, jaką stopę zwrotu osiągnąłby w zakładanym przez siebie horyzoncie inwestycyjnym. Jest oczywiste, że dla różnych kategorii funduszy jest on różny. Do krótkoterminowego oszczędzania służą – fundusze pieniężne i dłużne, które stają się także atrakcyjną alternatywą dla lokat bankowych i instrumentów skarbowych w okresach bessy. Inwestorzy o średnim i długim horyzoncie inwestycyjnym, oprócz analizy stóp zwrotu z funduszy pieniężnych i dłużnych, rozważać mogą także uczestnictwo w funduszach mieszanych i akcyjnych. Stąd, dla prawidłowej oceny stóp zwrotu jako czynnika determinującego atrakcyjność danej kategorii funduszy, konieczne byłoby sięgnięcie do stóp zwrotu równych zalecanemu horyzontowi inwestycyjnemu dla danej kategorii funduszy.

Po drugie, rozważenia wymaga, jaka wielkość odzwierciedla atrakcyjność danej kategorii funduszy. Z punktu widzenia inwestorów uczestniczących w funduszu, istotna jest stopa zwrotu osiągnięta przez dany fundusz. Pozostali oszczędzający, by podjąć decyzje o alokowaniu środków posługiwać się mogą stopą zwrotu osiągniętą przez najlepszy fundusz w danej kategorii, stopą zwrotu osiągniętą przez największy fundusz (fundusz o najwyższej wartości aktywów netto) albo innymi wartościami. W niniejszym rozdziale **jako miernik atrakcyjności funduszy przyjęto średnią roczną, ważoną aktywami, stopę zwrotu z danej kategorii funduszy** osiągniętą w roku kalendarzowym.

Zmienna w czasie atrakcyjność funduszy powoduje z jednej strony zmiany w wielkości popytu na tytuły uczestnictwa poszczególnych kategorii funduszy, przekładające się na wielkość powierzonych aktywów, z drugiej zaś – zmiany podaży funduszy odzwierciedlające aktualne i prognozowane przez spółki zarządzające zainteresowanie inwestorów funduszami danej kategorii. Powyższe zmiany popytu i podaży kształtowały strukturę krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w badanym okresie i zostały scharakteryzowane w punkcie 6.2. niniejszego rozdziału.

W odniesieniu do kosztów uczestnictwa w funduszu wyraźnie wyróżnić należy ich dwie kategorie. Pierwsza z nich, to koszty związane z rozpoczęciem i zakończeniem

uczestnictwa, druga – koszty uczestnictwa w funduszu. Pomiędzy dwiema wskazanymi kategoriami występuje istotna różnica. O ile koszty rozpoczęcia i zakończenia uczestnictwa związane z obowiązkiem poniesienia opłat w określonej wysokości są jawne i dostępne dla inwestora, o tyle koszty uczestnictwa zmniejszają wartość bieżącej wyceny tytułu uczestnictwa, a ich precyzyjne określenie może przekraczać możliwości przeciętnego inwestora. Stąd znacząco wyższe znaczenie kosztów związanych z opłatami niż tych, które wiążą się z pozostawaniem w funduszu.

6.1. Stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych

Historyczne stopy zwrotu (wynik z inwestycji funduszu) są uważane za jeden z czynników najsilniej działających na kierunek zmian aktywów funduszy inwestycyjnych¹. Jednocześnie, w literaturze przedmiotu od lat prowadzona jest dyskusja, czy zarządzający funduszami inwestycyjnymi prowadzący aktywną politykę inwestycyjną są w stanie w długim terminie osiągać lepsze wyniki inwestycyjne niż fundusze oraz produkty odzwierciedlające określony indeks (*benchmark*)².

Istnieją liczne badania dotyczące efektywności zarządzania funduszami inwestycyjnymi, w tym dotyczące możliwości trwałego osiągania stóp zwrotu wyższych niż te osiągnane przez portfel wzorcowy. Badania te w przeważającej mierze dotyczą amerykańskich funduszy inwestycyjnych, szczególnie tych lokujących w akcje.

Według rezultatów części z nich³ zarządzający funduszami co do zasady osiągają niższe stopy zwrotu niż portfele instrumentów zarządzane pasywnie. Zgodnie z innymi badaniami koszty ponoszone przez zarządzających w celu zwiększenia zasobu informacji są niższe niż korzyści, jakie mogą być osiągnięte wskutek korzystania z takich informacji w celu osiągnięcia ponadprzeciętnych wyników zarządzania⁴.

Niezależnie od tego, który z powyższych poglądów jest bliższy rzeczywistości, czynnikiem, w istotny sposób wpływającym na możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu, jest wielkość kosztów ponoszonych przez dany fundusz i jego uczestników, bowiem

¹ E. Sirri, P. Tufano, *Costly search and mutual fund flows*, Journal of Finance, October 1998, Vol. LIII, s. 1589. E. Remolona, P. Kleiman, D. Gruenstein, *Market returns and mutual fund flows*, Economic Policy Review, July 1997, Vol. 3, No 2, s. 33.

² Celem każdego funduszu jest osiągnięcie stopy zwrotu, przewyższającej stopę zwrotu z *benchmarku*, tj. portfela wzorcowego, którego skład odzwierciedla poziom ryzyka inwestycyjnego funduszu. *Benchmarkiem* mogą być uznane indeksy giełdowe, w tym indeksy odnoszące się do rynku instrumentów dłużnych, ale także specjalnie skonstruowane dla danego funduszu portfele wzorcowe, w skład których wchodzi inne instrumenty w ustalonych z góry proporcjach.

³ M. Jensen, *The performance of mutual funds in the period 1945 – 1964*, Journal of Finance, 1968, Vol. XXIII, s. 389.

⁴ R. Ippolito, *op. cit.*, M. Grinblatt, S. Titman, *Portfolio performance evaluation: Old issues and new insights*, Review of Financial Studies, 1989, Vol. 2, s. 393, M. Grinblatt, S. Titman, *The persistence of mutual fund performance*, Journal of Finance, 1992, Vol. 47, s. 1977.

to one w głównej mierze decydują o tym, że w długim terminie zarządzający funduszem nie osiąga wyników lepszych niż portfel pasywny (*benchmark*).

Pomimo , że stopy zwrotu z inwestycji w fundusze inwestycyjne zasadniczo są niższe niż stopy zwrotu z bezpośrednich inwestycji w instrumenty finansowe, wchodzące w skład portfeli funduszy, fundusze inwestycyjne przyciągają uczestników dzięki swoim cechom, pozwalającym inwestorom o stosunkowo niewielkich aktywach na osiągnięcie zadowalającej dywersyfikacji lokat i w konsekwencji minimalizowanie kosztów transakcyjnych. O jakości zarządzania danym funduszem nie decyduje wyłącznie osiągnięta przez zarządzającego stopa zwrotu, ale także ryzyko inwestycyjne podjęte przez zarządzającego.

Pomiędzy wielkością krajowego rynku funduszy a stopami zwrotu osiąganymi przez poszczególne kategorie funduszy istnieje może wiele zależności. Z pewnością, biorąc pod uwagę sposób mierzenia wielkości krajowego rynku funduszy, odwołujący się do wielkości aktywów netto funduszy, zarejestrowanych w danym kraju, stopy zwrotu wpływają na wielkość tego rynku, bowiem wartość aktywów netto uwzględnia nie tylko bieżące saldo wpłat i wypłat dokonanych przez uczestników, ale także skuteczność zarządzania środkami powierzonymi wcześniej przez uczestników.

Wpływ stóp zwrotu osiąganymi przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi może być oceniany z dwóch punktów widzenia:

- rynku jako całości – wysokie stopy zwrotu osiągnięte historycznie przez określone kategorie funduszy inwestycyjnych sprzyjają poszerzeniu znajomości funduszy jako instrumentów służących lokowaniu oszczędności oraz wzrostowi atrakcyjności w stosunku do substytucyjnych produktów inwestycyjnych i w konsekwencji – zwiększaniu się napływu nowych środków pochodzących z wpłat uczestników⁵. Ponieważ do substytucyjnych produktów inwestycyjnych w powyższym rozumieniu należy zaliczyć także fundusze inwestycyjne innych kategorii, osiągnięcie stóp zwrotu, istotnie odbiegających od zera, wpływa na przepływy środków pomiędzy kategoriami funduszy i w rezultacie – na zmiany struktury rynku funduszy. W długim terminie, stopy zwrotu również istotnie odbiegające od zera i powodowane nimi saldo wpłat i wypłat oraz przesunięcia aktywów pomiędzy kategoriami funduszy kształtują także stronę podażową rynku. Istnieje tendencja do tworzenia funduszy kategorii, która w danym okresie cieszy

⁵ Napływ ten kształtowany jest nawet przez stopy zwrotu osiągnięte w bardzo krótkim okresie por. R. Edelen, J. Warner, *Aggregate Price Effects of Institutional Trading: a study of mutual fund flow and market returns*, Journal of Financial Economics , February 2001, Vol. 59, issue 2, s. 195.

się popularnością uczestników mierzona wielkością napływu aktywów. Powyższe przejawia się także likwidowaniem funduszy, które z uwagi na osiągnięte w przeszłości ujemne stopy zwrotu utraciły uczestników i w konsekwencji stały się nierentowne dla spółek nimi zarządzających.

- poszczególnych funduszy - osiągnięte przez nie stopy zwrotu pozwalają na zmianę pozycji konkurencyjnej w ramach danej kategorii funduszy. Badania przeprowadzone na rynkach rozwiniętych dowodzą, że fundusze osiągające wysokie stopy zwrotu, w ramach swojej kategorii, znacząco skuteczniej przyciągają nowych inwestorów⁶ od pozostałych funduszy tej kategorii. Jednocześnie, osiągnięte przez dany fundusz stopy zwrotu nie są jedynym czynnikiem kształtującym napływ nowych środków – aktywa drobnych inwestorów powierzone są głównie dużym, rozpoznawalnym i dostępnym rodzinom funduszy, podczas gdy kierunek przepływu aktywów inwestorów zamożniejszych zależy bardziej od osiągniętych przez dany fundusz stóp zwrotu oraz kosztów obciążających jego aktywa⁷. Różne grupy inwestorów charakteryzują się bowiem różną zdolnością doboru funduszy, jak i różnymi priorytetami związanymi z takim wyborem⁸.

Jednocześnie, istnieją bardzo **nieliczne badania**, których przedmiotem były stopy zwrotu osiągnięte przez europejskie fundusze inwestycyjne. Badania te wskazują jednak na istnienie następujących zależności związanych z wynikami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych:

- fundusze o wyższych aktywach osiągają nieznacznie lepsze wyniki inwestycyjne,
- fundusze pobierające wyższe opłaty osiągają lepsze wyniki inwestycyjne,
- fundusze działające na rozwiniętych rynkach finansowych oraz w krajach o wysokim poziomie PKB *per capita* osiągają lepsze wyniki inwestycyjne⁹.

Analiza stopnia, w jakim stopy zwrotu przyczyniały się w latach 1992 – 2007 do zmian wielkości krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach, jest

⁶ J. Berk, R. Green, *Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets*, Journal of Political Economy, 2004, Vol. 112, No. 6, s. 1269.

⁷ P. Shu, Y. Yeh, T. Yamada, *The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows*, Pacific – Basin Finance Journal, 2002, No. 10, s. 583.

⁸ L. Zheng, *Is Money Smart?, A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability*, Journal of Finance, June 1999, Vol. LIV, No. 3, s. 901.

⁹ M. Ferreira, A. Miguel, S. Ramos, *The determinants of mutual fund performance: A cross – country study*, Research Paper Series No 06 – 30, Swiss Finance Institute, November 2006.

utrudniona z uwagi na brak danych dotyczących zagregowanych stóp zwrotu z funduszy poszczególnych kategorii w analizowanych krajach.

Tabela 29. Ważone aktywami średnie stopy zwrotu funduszy UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w latach 1999 - 2007

Dane	Rok	Zmiana PKB (w %)	Zmiana głównego indeksu (w %)	Stopy zwrotu funduszy UCITS (w %)			
				Fundusze akcyjne	Fundusze mieszane	Fundusze obligacji	Fundusze pieniężne
Francja	1999	3,3	22,1	32,6	3,4	-7,3	-8,0
	2000	3,9	37,1	-6,7	3,6	-0,1	5,3
	2001	1,9	-19,1	-20,1	-9,1	-1,0	-3,0
	2002	1,0	-21,7	-29,7	-14,6	1,1	0,9
	2003	1,1	-16,4	11,9	7,8	4,1	2,3
	2004	2,5	19,5	3,0	5,9	3,9	2,0
	2005	1,7	17,7	20,1	11,3	4,4	2,3
	2006	2,0	21,5	14,6	8,6	1,0	2,5
2007	2,2	13,2	2,4	1,8	1,5	3,9	
Luksemburg	1999	8,4	bd	bd	bd	bd	bd
	2000	8,4	38,0	-17,4	-1,9	6,2	7,1
	2001	2,5	-33,8	-20,1	-8,1	4,1	4,5
	2002	3,8	-30,7	-33,9	-12,3	-0,3	-5,5
	2003	1,3	-12,3	13,2	5,2	-1,0	-5,6
	2004	3,6	26,7	6,9	-3,2	-22,5	145,3
	2005	4,0	24,2	32,0	8,1	6,5	5,5
	2006	6,2	47,7	12,2	-1,1	-0,7	-1,3
2007	4,5	31,4	4,2	-3,7	-1,9	-1,7	
Wielka Brytania	1999	3,0	11,6	51,7	47,7	31,5	32,6
	2000	3,8	1,4	-2,1	-5,3	8,3	-0,5
	2001	2,4	-12,7	-12,4	10,1	7,0	1,4
	2002	2,1	-17,3	-28,7	-25,6	1,5	0,0
	2003	2,7	-11,9	14,0	5,4	2,3	34,9
	2004	3,3	11,7	13,2	16,6	5,4	41,7
	2005	1,9	14,1	28,9	-0,6	19,7	10,6
	2006	2,8	14,8	19,5	15,3	7,3	10,1
2007	3,0	8,1	-0,1	0,1	28,6	6,1	
Niemcy	1999	2,0	3,7	58,3	51,2	-6,8	7,2
	2000	3,2	24,8	-16,7	-1,5	2,0	2,4
	2001	1,2	-23,8	-22,5	7,9	1,1	2,6
	2002	0	-24,5	-38,6	-17,9	1,7	0,9
	2003	-0,2	-20,9	17,8	4,0	-2,3	1,1
	2004	1,2	22,6	4,2	2,3	1,0	0,7
	2005	0,9	16,3	23,8	9,0	1,5	-0,1
	2006	2,8	25,4	13,4	14,9	-9,2	1,3
2007	2,5	24,2	6,4	7,0	-1,7	-2,1	
Włochy	1999	1,9	11,3	60,1	213,2	7,1	-79,5
	2000	3,6	29,9	-16,2	4,0	4,8	3,3
	2001	1,8	-18,9	-40,5	-41,9	2,6	10,6
	2002	0,3	-20,7	-25,9	-53,3	2,8	3,8
	2003	0,0	-9,8	9,0	7,7	-4,1	9,3
	2004	1,2	15,1	5,3	3,5	5,3	-4,1
	2005	0,1	19,0	17,4	7,4	2,0	0,6
	2006	1,9	15,7	8,1	2,9	0,1	1,0
2007	1,5	9,8	-1,3	-0,3	0,5	2,7	
Hiszpania	1999	4,7	10,5	25,9	11,9	-6,6	-1,1
	2000	5,0	12,6	-2,9	-2,2	0,1	-0,7
	2001	3,6	-15,2	-11,6	-2,7	3,9	4,7
	2002	2,7	-14,8	-17,1	-14,5	0,9	7,0
	2003	3,0	-3,1	11,2	7,0	-0,6	-0,8
	2004	3,2	22,0	6,1	10,3	2,8	1,4
	2005	3,5	23,3	11,4	15,1	0,1	0,2
	2006	3,9	25,0	13,0	2,3	71,6	-98,1
2007	3,8	23,2	3,2	5,2	0,3	bd	

Kursywą zaznaczono zmiany znacząco odbiegające od wartości oczekiwanych, które wynikają z innych czynników niż jakość zarządzania.

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Na potrzeby prezentacji zależności pomiędzy napływem środków a historycznymi stopami zwrotu założono, że różnica wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych danej kategorii na koniec bieżącego i poprzedniego roku jest sumą salda wpłat i wypłat w bieżącym roku oraz osiągniętego wyniku zarządzania w bieżącym roku. Założenie to pozwala z pewnym przybliżeniem określić średnie ważone stopy zwrotu dla danej kategorii funduszy, jednakże pomija inne czynniki, wpływające na zmiany wielkości aktywów funduszy danej kategorii, takie jak likwidacja części funduszy w trakcie roku oraz zmiana zasad kategoryzowania funduszy na danym rynku (przesunięcia pomiędzy kategoriami nie skutkują zmianą salda wpłat i wypłat, a wpływają na wielkość zarządzanych aktywów w danej kategorii funduszy).

Z uwagi na fakt, że dostępne są wyłącznie dane dotyczące sald wpłat i wypłat dla czterech podstawowych kategorii funduszy UCITS (akcyjne, mieszane, dłużne i rynku pieniężnego) przedstawiona w tabeli 29 analiza koncentruje się wyłącznie na tych kategoriach funduszy.

Warte podkreślenia jest, że w analizowanym okresie rynki akcji charakteryzowały się postępującą konwergencją, spowodowaną między innymi powstaniem w pierwszej części badanego okresu jednolitego rynku europejskiego. Powyższe oznacza, że zmiany głównych indeksów nie tylko następowały w jednakowym kierunku na analizowanych rynkach, ale także charakteryzowały się zbieżnością. Ponadto, okres 1999 – 2007 był okresem pełnej liberalizacji przepływów kapitałów w ramach Unii Europejskiej, w którym w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych nie obowiązywały żadne ograniczenia w lokowaniu środków w instrumenty finansowe poza granicami kraju macierzystego.

W konsekwencji, stopy zwrotu z funduszy z udziałem akcji w badanych krajach osiągnęte wskutek inwestycji na tych samych rynkach, stopniowo zbliżały się do siebie.

W odniesieniu do funduszy lokujących w instrumenty dłużne (funduszy obligacji i rynku pieniężnego) zauważalny jest podobny proces zbliżania się rocznych stóp zwrotu. Występował on z większym natężeniem niż w odniesieniu do funduszy lokujących w akcje, bowiem w znaczącej części analizowanego wyżej okresu na terytorium wszystkich badanych krajów występowała jedna waluta i scentralizowana polityka pieniężna.

Mimo, że osiągnęte stopy zwrotu były zbliżone do siebie w ramach poszczególnych kategorii funduszy inwestycyjnych w badanych krajach, oddziaływały one w różny sposób na preferencje inwestorów, co do wyboru substytucyjnych produktów oszczędnościowych oraz w odniesieniu do alokacji środków pomiędzy kategorie funduszy.

Pomijając w rozważaniach Luksemburg, który w odniesieniu do wszystkich czterech kategorii funduszy w latach 1999 – 2007 charakteryzował się dodatnim saldem wpłat i wypłat w każdym roku (poza ujemnymi saldami w roku 2000 w odniesieniu do funduszy obligacji oraz w 2007 roku w odniesieniu do funduszy akcji) oraz rynek irlandzki, co do którego nie istnieją dostępne dane dotyczące jego struktury, zauważyć należy, że wśród analizowanych pięciu krajów wyodrębnić można dwie grupy.

Do pierwszej z nich należały Francja i Wielka Brytania. Rynki funduszy inwestycyjnych mają tam relatywnie długą historię. W latach 1999 – 2007 istniały tam także zachęty podatkowe do lokowania środków w ramach funduszy inwestycyjnych, wskutek czego w odniesieniu do wszystkich kategorii funduszy – kraje te notowały systematyczny napływ środków, który był nieznacznie modyfikowany poprzez historyczne stopy zwrotu funduszy. Napływ ten zwiększał się w latach następujących po osiągnięciu przez fundusze danej kategorii wysokich dodatnich stóp zwrotu (lata 2005 i 2006) i zmniejszał się w okresach, gdy fundusze osiągały słabsze wyniki inwestycyjne.

Tabela 30. Roczne saldo wpłat i wypłat do funduszy UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w latach 1999 - 2007

	Kraje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
F. akcyjne	Ogółem	90 949	275 966	97 358	35 797	67 400	76 002	110 113	110 612	-50 900
	Francja	25 820	41 651	33 346	27 801	19 800	20 800	28 300	37 900	-3 200
	Luksemburg		130 038	38 063	13 169	29 080	47 769	77 675	84 092	-4 334
	Wielka Brytania	9 642	15 975	6 275	2 898	2 861	4 111	3 955	5 088	-5 621
	Niemcy	19 346	43 182	5 250	3 079	2 379	-2 238	-900	-7 061	-7 315
	Włochy	32 104	39 419	18 879	-9 339	-4 483	-5 799	-8 748	-11 956	-17 863
	Hiszpania	4 037	5 701	-4 455	-1 811	17 763	11 359	9 831	2 549	-12 567
	Ogółem	-5 572	-52 654	73 487	29 305	74 274	56 318	68 134	10 785	-55 239
F. dłużne	Francja	-2 098	8 866	10 844	7 468	9 800	17 300	-14 500	7 700	-18 600
	Luksemburg		7 867	53 308	23 918	46 351	40 061	69 842	40 319	2 299
	Wielka Brytania	5 753	2 875	2 843	4 223	6 129	2 327	5 261	5 953	850
	Niemcy	1 838	-7 974	2 536	3 289	4 883	2 371	6 626	-1 609	-5 701
	Włochy	-391	-52 368	-373	-9 901	3 560	-13 057	-5 854	-36 073	-30 368
	Hiszpania	-10 674	-11 920	4 329	308	3 551	7 316	6 759	-5 505	-3 719
		Ogółem	64 363	53 357	30 682	29 185	11 784	17 903	56 116	82 374
F. mieszane	Francja	33 835	35 514	13 600	12 779	8 400	100	10 700	22 600	200
	Luksemburg		12 337	180	65	7 728	6 667	21 085	47 639	70 843
	Wielka Brytania	1 764	532	1 571	-31	984	1 629	2 531	2 732	2 756
	Niemcy	3 503	3 262	1 581	-190	-1 130	-128	3 404	587	3 298
	Włochy	19 690	5 529	23 375	20 543	-4 501	2 828	11 063	6 780	-14 696
	Hiszpania	5 571	-3 817	-9 625	-3 981	303	6 807	7 333	2 036	35
		Ogółem	39 082	10 600	106 698	84 888	27 646	-1 951	18 389	40 663
F. pieniężne	Francja	35 966	27 735	46 102	43 952	17 600	16 700	29 700	29 800	-15 900
	Luksemburg		-6 530	17 251	2 063	-6 323	-1 169	3 078	16 868	50 577
	Wielka Brytania	-153	31	133	202	66	-498	488	1 012	1 275
	Niemcy	3 579	-2 350	12 520	4 342	-513	-6 674	-630	393	-4 477
	Włochy	6 847	653	21 788	27 267	13 374	-9 220	-11 874	-6 496	3 191
	Hiszpania	-7 157	-8 939	8 904	7 062	3 442	-1 090	-2 373	-914	
		Ogółem								

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Zjawiskiem, które w obu wskazanych wyżej państwach występuje z niewielkim nasileniem, jest migrowanie środków z funduszy dłużnych do funduszy akcji w latach dobrej koniunktury giełdowej i wysokich stóp zwrotu osiągniętych przez te ostatnie fundusze oraz

przesuwanie środków w przeciwnym kierunku w przypadku osłabienia koniunktury giełdowej i spadku stóp zwrotu.

Powyższe może oznaczać, że inwestorzy lokujący środki w funduszach inwestycyjnych lokują je długoterminowo, zachęceni istniejącymi korzyściami podatkowymi.

Do drugiej grupy krajów należały Włochy, Hiszpania i Niemcy. W państwach tych rynki funduszy inwestycyjnych są młodsze i charakteryzują się wyższą zmiennością poziomu aktywów ulokowanych w poszczególnych kategoriach funduszy. W krajach tych historyczne stopy zwrotu silnie wpływają na preferencje inwestorów oraz obserwowane jest migrowanie środków pomiędzy kategoriami funduszy w zależności od koniunktury na rynku akcji i historycznych stóp zwrotu osiąganych przez poszczególne kategorie funduszy inwestycyjnych. Oprócz migracji w ramach kategorii funduszy możliwy do zauważenia jest także silny negatywny wpływ funduszy zagranicznych na poziom funduszy krajowych. We Włoszech, gdzie występowało dyskryminacyjne opodatkowanie dochodów z funduszy, od 2002 roku obserwowany jest silny odpływ środków, dotyczący wszystkich kategorii funduszy, mimo że w latach 2003 – 2007 osiągane stopy zwrotu były dodatnie. Mniejsze znaczenie ma konkurencja funduszy zagranicznych na rynkach niemieckim i hiszpańskim, choć na nich także obserwowany był odpływ aktywów z funduszy krajowych.

6.2. Zmiany wielkości i struktury krajowych rynków funduszy inwestycyjnych

Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w badanym okresie niemalże nieustannie się powiększał. Wielkość krajowych rynków funduszy inwestycyjnych była kształtowana przez czynniki o zasięgu krajowym, które wzmacniały lub osłabiały impulsy pochodzące z lokalnego rynku akcji.

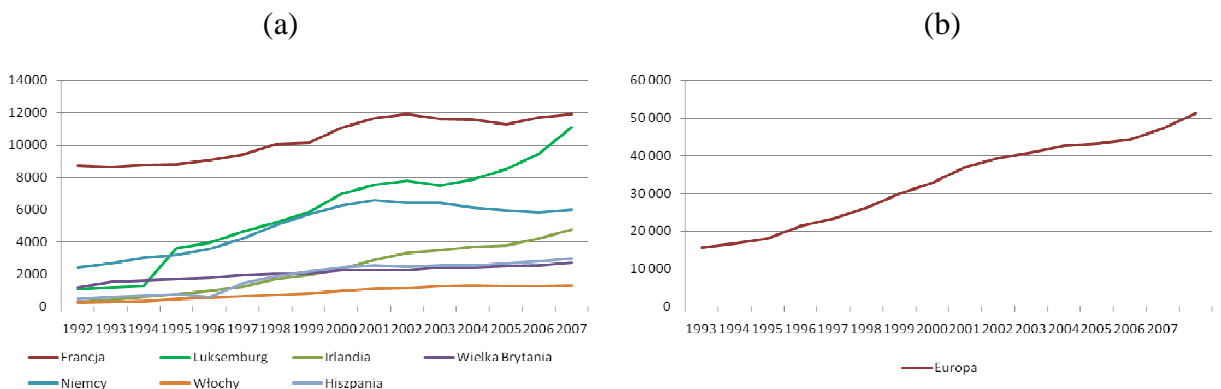
Niniejsza część rozdziału została poświęcona analizie zmian wielkości i struktury badanych krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. W jej pierwszej części dokonano prezentacji zmian wielkości tych rynków pod względem ilości istniejących funduszy, wielkości aktywów netto zarządzanych przez te instytucje oraz średniej wielkości funduszu. W drugiej części skoncentrowano się na analizie struktury poszczególnych rynków, różnic między nimi oraz zmian w badanym okresie.

Z uwagi na funkcjonowanie w badanym okresie prawa wspólnotowego (Dyrektywa UCITS) kształtującego ramowe zasady podejmowania i prowadzenia działalności przez segment funduszy UCITS oraz pozostawienie ustawodawcom krajowym dowolności w kształtowaniu zasad i warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez pozostałe fundusze (segment funduszy nonUCITS), zasadna wydaje się odrębna analiza zmian struktury

dwóch segmentów rynków krajowych: (1) segmentu funduszy UCITS oraz (2) segmentu funduszy nonUCITS.

Liczba funduszy

Wraz ze wzrostem popytu na tytuły uczestnictwa funduszy przekładającym się wzrost aktywów, który stał się w badanym okresie udziałem zarówno funduszy UCITS, jak i nonUCITS, rosła także podaż funduszy w Europie i w analizowanych krajach. W Europie pomiędzy 1992 a 2007 rokiem liczba funduszy zwiększyła się ponad trzykrotnie osiągając na koniec badanego okresu wielkość 51.382. Szczegółowe dane dotyczące zmian liczby funduszy zarejestrowanych w poszczególnych krajach zawiera wykres 16.



Wykres 16 (a-b). Ilość funduszy w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Warto podkreślić, że w całym analizowanym okresie, nieprzerwanie zwiększała się podaż funduszy w Europie. Jednocześnie, fundusze z siedzibą w badanych krajach stanowiły na początku okresu 90% wszystkich funduszy europejskich, a udział ten na koniec 2007 roku spadł nieznacznie do około 80%. W Luksemburgu i Irlandii liczba funduszy zwiększyła się znacząco (odpowiednio: jedenasto- i piętnastokrotnie). Wielkość rynków włoskiego, hiszpańskiego i brytyjskiego zwiększała się nieznacznie, przy czym na rynku hiszpańskim podaż funduszy powiększyła się istotnie w latach 1996 – 2000. We Francji, której rynek charakteryzował się najwyższą liczbą funduszy w całym okresie oraz w Niemczech liczba funduszy inwestycyjnych nie zwiększała się po 2002 roku. O ile we Francji na koniec okresu liczba istniejących instytucji osiągnęła poziom z 2002 roku, o tyle w Niemczech – z uwagi na znaczący udział funduszy nonUCITS przeznaczonych dla osób prawnych, które częściej podlegały likwidacji – liczba istniejących funduszy na koniec 2007 roku była o blisko 10% niższa.

Mimo przejściowych spadków, długoterminową tendencją obecną na wszystkich analizowanych rynkach był wzrost popytu na fundusze inwestycyjne, którego natężenie w odniesieniu do wyróżnionych kategorii funduszy inwestycyjnych zmieniało się wraz ze zmianami koniunktury na rynku akcji. Reakcją na zwiększający się popyt była dodatkowa podaż funduszy generowana przez spółki zarządzające.

Dodatkowym katalizatorem zwiększenia się liczby funduszy, oprócz wzrostu popytu, były także zmiany Dyrektywy UCITS, dokonane w 2002 roku, które zostały wdrożone do ustawodawstw krajowych do dnia 13 lutego 2004 roku. Zmiany te miały wzmocnić konkurencję na wspólnym rynku, poprzez zniesienie istniejących barier w transgranicznym oferowaniu tytułów uczestnictwa i uproszczenie procedur notyfikacji funduszy.

Niezależnie od zmian popytu na rynkach krajowych, skutkiem ułatwień w zakresie transgranicznego zbywania tytułów uczestnictwa było z jednej strony zwiększenie się liczby funduszy lokalizowanych w państwach, których polityka wspierała tworzenie funduszy (Luksemburg, Irlandia), z drugiej zaś – zahamowanie procesów wzrostu liczby funduszy na rynkach, gdzie regulacje dotyczące tworzenia funduszy były najbardziej restrykcyjne, bądź gdzie długotrwałość procedury tworzenia funduszu uniemożliwiała elastyczne reagowanie na zmiany struktury popytu. Mimo pozytywnych zmian w tym zakresie, Dyrektywa UCITS w wersji obowiązującej od 2002 do 2007 nie zezwalała na przenoszenie siedziby funduszy inwestycyjnych pomiędzy krajami członkowskimi i zmianę spółki zarządzającej¹⁰. Brak takiej możliwości skutkowało usztywnieniem podaży funduszy, bowiem zamiast korzystania z możliwości przeniesienia siedzib spółki zarządzającej i funduszu do kraju wspierającego wzrost rynku funduszy inwestycyjnych, w celu zwiększenia efektywności działania, grupy finansowe były zmuszone do likwidacji funduszu w kraju macierzystym i jednocześnie tworzenia innego funduszu w innym kraju, przejścia procedur notyfikacji i zaoferowania takiego funduszu dotychczasowym klientom. Z uwagi na długość trwania tego procesu oraz ryzyko utraty dotychczasowych uczestników, wydaje się, że takie działania były podejmowane relatywnie rzadko.

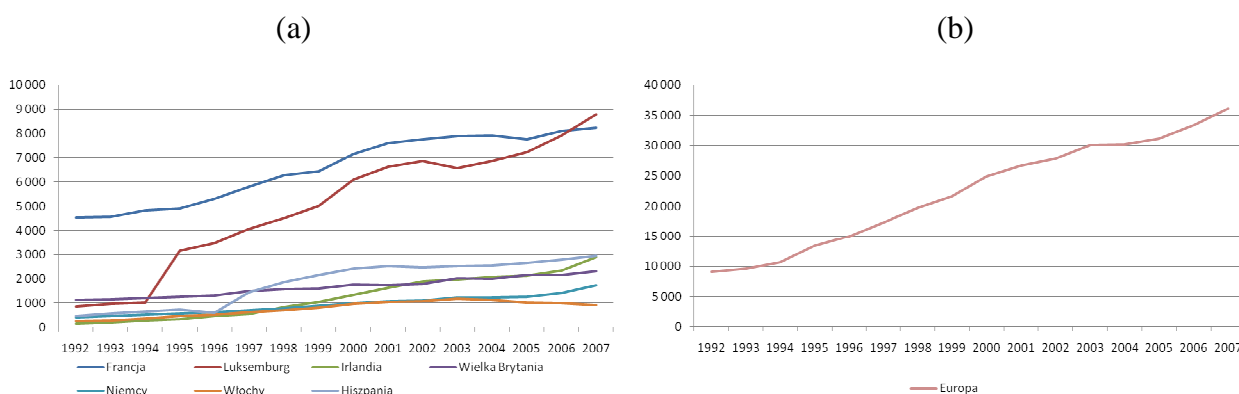
W badanym okresie w analizowanych krajach następowało systematyczne zwiększanie się podaży funduszy w segmentach funduszy UCITS i nonUCITS. Wywołane ono było wzrostem popytu na tytuły uczestnictwa, jednakże z uwagi na niską elastyczność podaży spowodowaną w szczególności koniecznością zachowania uzyskania zezwolenia na utworzenie funduszu oraz notyfikowania go do sprzedaży w innym państwie członkowskim,

¹⁰ Taką możliwość przewiduje Dyrektywa UCITS IV zezwalająca na transgraniczną zmianę spółki zarządzającej.

spółki zarządzające nie mogły szybko reagować na zmieniającą się poziom popytu i preferencje inwestorów co do polityki inwestycyjnej funduszy.

W konsekwencji, konkurencja na rynku funduszy inwestycyjnych była w sposób znaczący ograniczona dzięki fragmentacji rynku i niskiej średniej wartości funduszy¹¹. Przykładowo, na koniec 2003 roku w Europie funkcjonowało 11.793 funduszy akcji, podczas gdy w USA – 4.601, a średnia wielkość funduszu akcji w USA była sześć razy wyższa niż w Europie, co nie pozwalało funduszom europejskim na korzystanie z ekonomii skali.

W odniesieniu do **segmentu UCITS**, w analizowanym okresie nieprzerwanie (poza nieznacznym spadkiem w 2003 roku) zwiększała się liczba funduszy UCITS zlokalizowanych w Luksemburgu – z 867 w 1992 roku do 8782 w 2007 roku. Wzrost liczby funduszy w Irlandii nie był zakłócany spadkami, przy czym na początku analizowanego okresu liczba funduszy irlandzkich wynosiła zaledwie 151, by na koniec 2007 roku osiągnąć 2898 funduszy.



Wykres 17 (a-b). Ilość funduszy UCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Do krajów o najwyższym przyroście liczby funduszy inwestycyjnych UCITS w analizowanym okresie należała Hiszpania, gdzie liczba zarejestrowanych funduszy zwiększyła się ponad pięciokrotnie z 477 w 1992 roku do 2940 w 2007 roku.

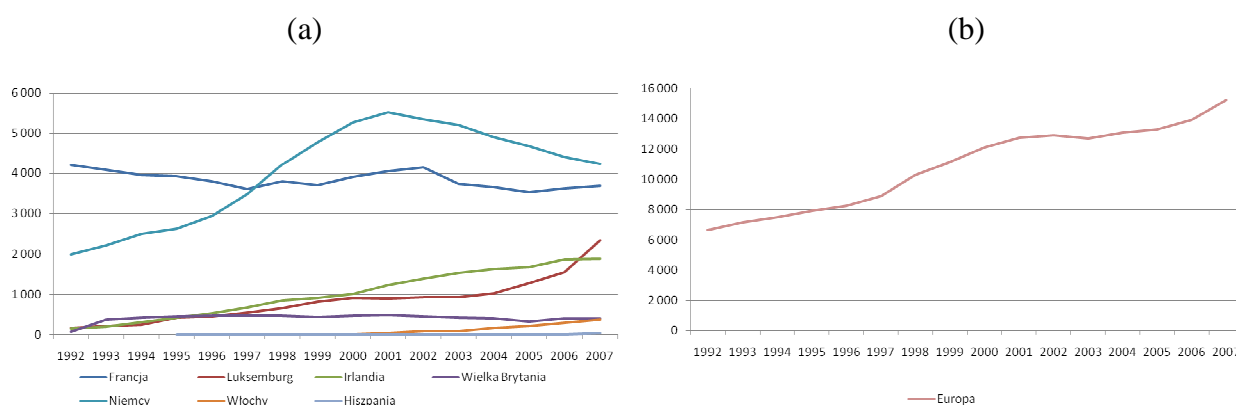
We Francji będącej do 2006 roku liderem pod względem liczby zarejestrowanych funduszy UCITS wzrost był najniższy – liczba funduszy zwiększyła się o 81,6% z 4538 do 8243.

W pozostałych krajach wzrost liczby funduszy nie następował równie szybko – w ujęciu procentowym był niższy niż wzrost sumy aktywów netto zgromadzonych przez fundusze lokalne. We Włoszech w okresie do 2003 roku corocznie wzrastała liczba funduszy,

¹¹ FEFSI Fact Book 2004, s. 35.

by następnie od 2004 roku do końca badanego okresu zmniejszać się wskutek, wspomnianych szerzej w rozdziale trzecim, zasad opodatkowania dyskryminujących fundusze lokalne w stosunku do funduszy zagranicznych.

Segment nonUCITS w badanych krajach rozwijał się w analizowanym okresie nierównomiernie. O ile łączna liczba funduszy nonUCITS w Europie rosła nieprzerwanie w latach 1992 – 2007, o tyle poszczególne rynki znacząco różniły się w tempie wzrostu podaży takich funduszy. Dodatkowo, nie zawsze kierunek zmiany podaży funduszy był zgodny z kierunkiem zmiany popytu na takie fundusze.



Wykres 18 (a-b). Ilość funduszy nonUCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 - 2007

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

W Irlandii i Luksemburgu liczba zarejestrowanych funduszy nonUCITS rosła przez cały analizowany okres – wzrost ten wynosił odpowiednio 1172% i 1241% i wynikał z niewielkiego zróżnicowania rodzajów funduszy w początkowej części badanego okresu. W Wielkiej Brytanii i w Niemczech podaż funduszy w analizowanym okresie wzrosła o odpowiednio 472% i 113%, jednakże w odniesieniu do Niemiec zwrócić należy uwagę na fakt, że od 2001 roku widoczne jest stopniowe zmniejszanie się liczby funduszy nonUCITS – pomiędzy 2000 a 2007 rokiem podaż funduszy zmniejszyła się o 1031 funduszy.

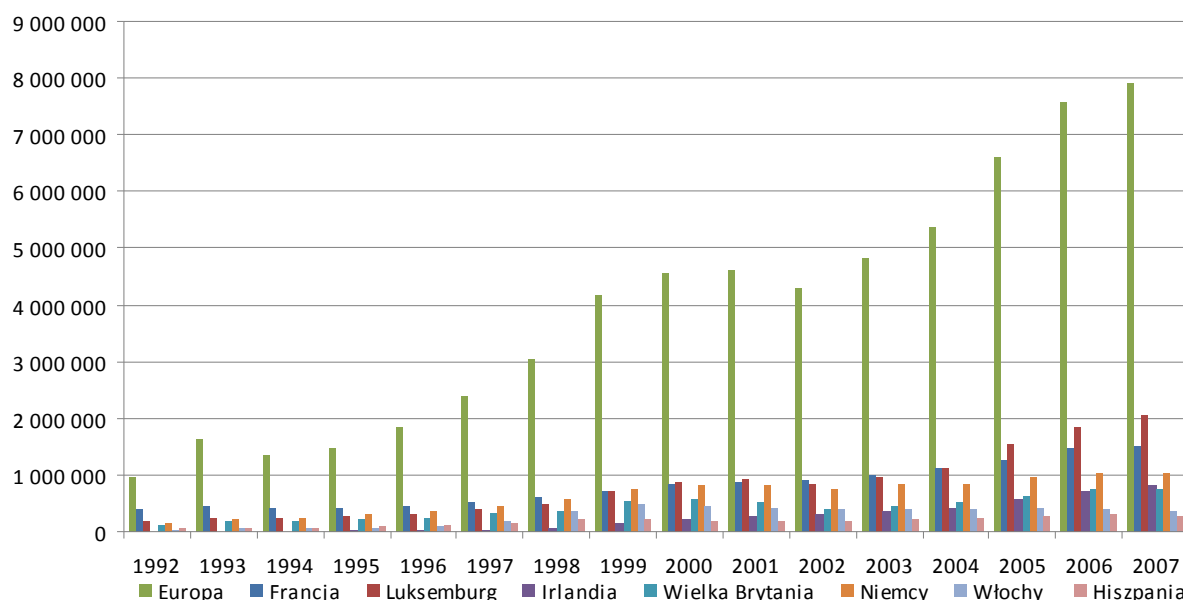
Na najmłodszych rynkach (Hiszpania, Włochy) fundusze nonUCITS cieszyły się zmienną atrakcyjnością. Ten segment rynku powstał w tych krajach stosunkowo późno i rozwinął się jedynie we Włoszech (liczba funduszy na koniec okresu osiągnęła 370), podczas gdy na starszym o pięć lat rynku hiszpańskim, zdominowanym przez fundusze nieruchomości, liczba funduszy na koniec 2007 wynosiła zaledwie 42.

Wartość aktywów netto funduszy

Mierzona wartością netto zarządzanych aktywów wielkość europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych zwiększyła się w analizowanym okresie ponad ośmiokrotnie.

Jednakże, w latach 1994 oraz 2002 rynek ten zmniejszał się. Okresy najsilniejszego wzrostu, który następował w latach 1995 – 2000 oraz 2003 – 2007 pokrywały się z latami dobrej koniunktury na rynku akcji. Warto podkreślić, że łączny udział siedmiu badanych krajów w rynku europejskim spadł z 93% w 1992 roku do 86% na koniec 2007 roku.

Najszybszy wzrost stał się udziałem rynku irlandzkiego (aktywa funduszy z siedzibą w Irlandii na koniec 2007 roku były ponad 160 razy wyższe niż w 1992 roku), chociaż częściowo wynikał z niewielkiej wartości aktywów na początku okresu. Silny wzrost wartości aktywów netto notowały także rynki w Luksemburgu (12-krotny) i we Włoszech (10-krotny). W Wielkiej Brytanii, Niemczech i Hiszpanii wielkość rynku mierzone aktywami zwiększyła się sześciokrotnie. Najstabilniej rynek funduszy rozwijał się we Francji, będącej jednakże w 1992 roku największym europejskim rynkiem funduszy – aktywa francuskich funduszy wzrosły zaledwie trzykrotnie w analizowanym okresie.



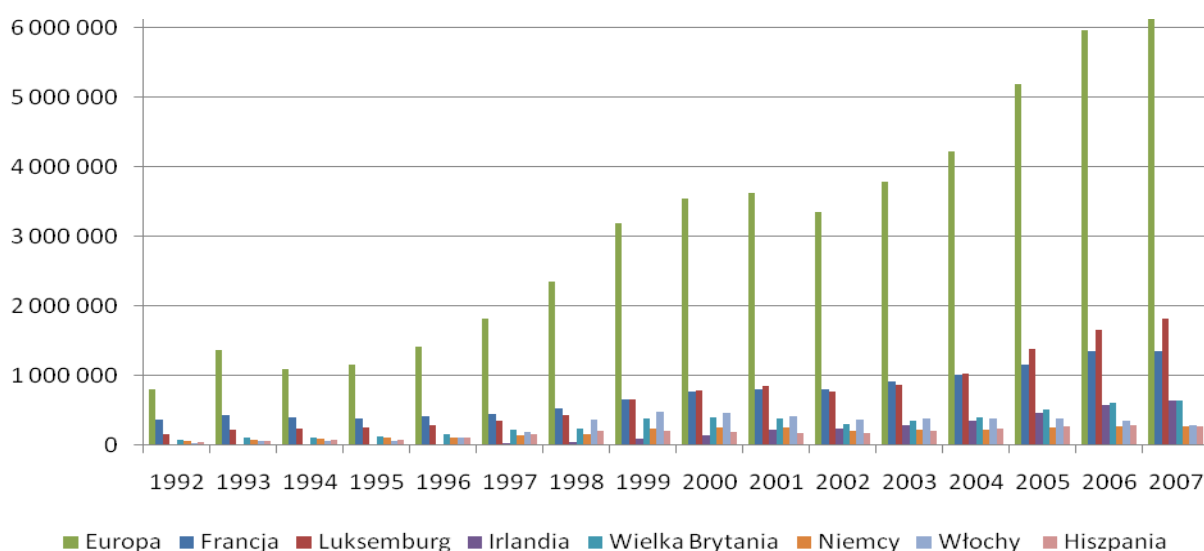
Wykres 19. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Łączna wartość aktywów netto **funduszy UCITS** w Europie rosła rok po roku w trzynastu z szesnastu analizowanych lat. Spadek łącznych aktywów zanotowany w 2002 roku związany był z bessą na rynkach akcji, rozpoczętą w połowie 2001 roku w związku z pęknięciem bańki internetowej. Jednocześnie, szczególnie intensywny wzrost aktywów europejskich funduszy UCITS obserwowany był w latach 1995 – 1999 oraz 2003 – 2006 będących latami hossy na rynku akcji. Z uwagi na postępujące procesy konwergencji

między rynkami akcji, w badanym okresie koniunktura na rynkach akcji w badanych krajach kształtowała się w sposób zbliżony.

Rynki krajów, które stały się centrami dla funduszy inwestycyjnych, oferowanych za granicą (Luksemburg, Irlandia), z uwagi na zachęty podatkowe dla spółek zarządzających, rozwijały się jednakże znacznie silniej niż rynek europejski. Popyt na ich tytuły uczestnictwa pochodził przede wszystkim z innych rynków europejskich, na których uzyskiwały udziały w lokalnym rynku kosztem stopniowo wypieranych funduszy lokalnych. Wskutek powyższego rynek funduszy zarejestrowanych w Irlandii notował nieprzerwany – mimo okresów bessy na rynkach akcji – wzrost aktywów netto w całym badanym okresie, a rynek funduszy luksemburskich zmniejszył się nieznacznie wyłącznie w 2002 roku.



Wykres 20. Wartość aktywów netto funduszy UCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Skutkiem powyższego procesu był niższy wzrost aktywów netto funduszy w takich krajach, jak Włochy, Niemcy i Francja (głównie fundusze luksemburskie) oraz Wielka Brytania (głównie fundusze irlandzkie). Na rynku niemieckim wzrost aktywów powierzonych funduszom zagranicznym powodował zahamowanie wzrostu aktywów funduszy lokalnych, obserwowane w latach 2001 – 2007, mimo istnienia w większości tego okresu dobrej koniunktury na rynkach akcji. Skrajnym przypadkiem jest rynek włoski, który, z uwagi na dyskryminacyjne zasady opodatkowania funduszy lokalnych opisane szerzej w rozdziale trzecim, był szczególnie silnie narażony na ekspansję funduszy zagranicznych, notując spadek wielkości aktywów netto funduszy lokalnych w sześciu z ośmiu lat w okresie 2000 – 2007.

W tabeli 31 wskazano roczne procentowe zmiany aktywów funduszy UCITS w poszczególnych krajach. Rynek irlandzki i luksemburski, ze wskazanych powyżej względów, rozwijały się w całym badanym okresie (odnotować należy jedynie nieznaczny spadek aktywów funduszy luksemburskich w 2002 roku).

Starsze rynki (Wielka Brytania, Francja i Niemcy) były bardziej stabilne. Rynek francuski skurczył się w latach 1994 – 1995, w latach 2002 i 2007 odnotował nieznaczny wzrost – w pozostałym okresie roczna zmiana wielkości zarządzanych aktywów oscylowała wokół 10%, czego przyczyną była struktura rynku z dominującą pozycją funduszy innych niż akcyjne. Rynek brytyjski, mimo trzech lat spadków (1994, 2001 i 2002) odnotowywał okresy silnego wzrostu aktywów (1995 – 1999 oraz 2003 – 2006). Powyższe związane było z przeważającym udziałem funduszy akcyjnych i ich większą wrażliwością na zmiany koniunktury giełdowej. W Niemczech aktywa funduszy UCITS spadały czterokrotnie (2001 – 2002, 2004 i 2007). Jednocześnie, rynek ten notował silne wzrosty w latach dziewięćdziesiątych XX wieku.

**Tabela 31. Zmiana WAN funduszy UCITS w analizowanych krajach
w latach 1993 – 2007**

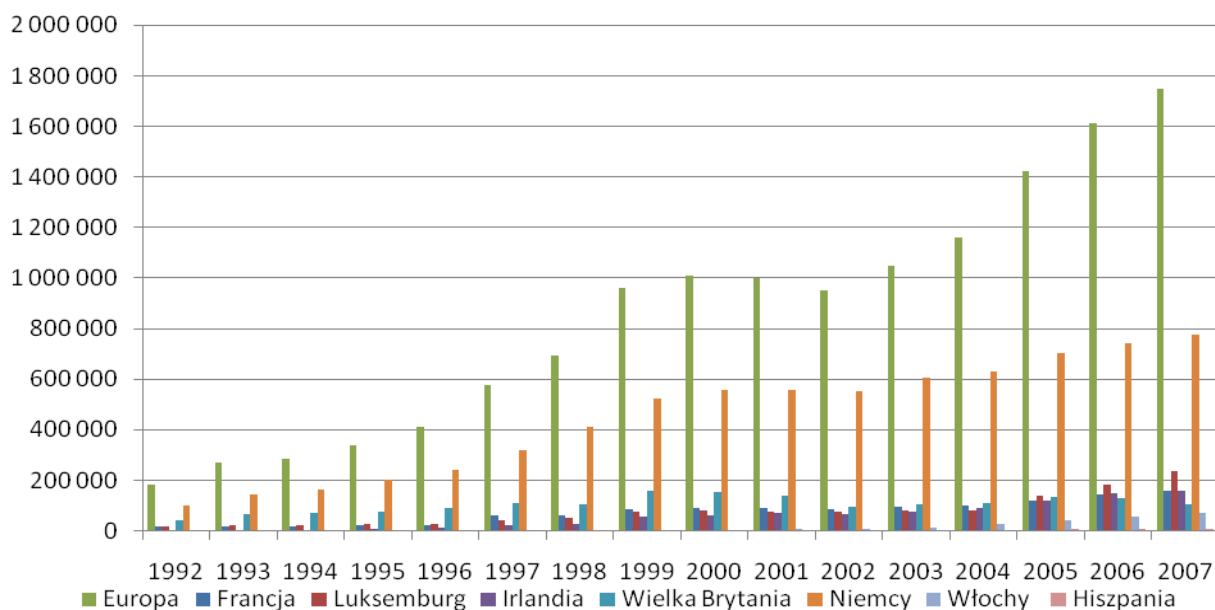
Rok	Europa	Francja	Luksemburg	Irlandia	Wielka Brytania	Niemcy	Włochy	Hiszpania
1993	71,5%	17,3%	45,6%	167,2%	59,0%	21,3%	68,9%	41,8%
1994	-20,2%	-6,5%	4,6%	27,2%	-8,9%	30,7%	13,4%	9,0%
1995	6,0%	-4,2%	9,3%	44,4%	14,9%	13,8%	-4,6%	11,7%
1996	23,4%	8,5%	12,1%	35,1%	32,0%	5,1%	66,3%	46,0%
1997	27,8%	7,5%	22,4%	37,5%	38,7%	21,4%	82,6%	41,2%
1998	29,2%	17,6%	24,7%	100,6%	11,2%	21,5%	96,1%	26,0%
1999	36,0%	21,6%	50,6%	120,1%	57,4%	45,6%	27,0%	1,3%
2000	11,1%	17,9%	20,7%	53,8%	5,5%	8,9%	-3,1%	-11,3%
2001	1,9%	4,5%	7,4%	48,0%	-5,5%	-4,2%	-9,5%	-2,1%
2002	-7,5%	0,7%	-9,9%	10,8%	-22,6%	-16,8%	-10,6%	-4,3%
2003	13,1%	12,8%	14,0%	19,7%	15,0%	9,7%	5,4%	18,1%
2004	11,3%	10,7%	17,2%	20,3%	15,5%	-0,2%	-3,8%	15,1%
2005	23,2%	14,8%	35,3%	34,9%	29,4%	16,3%	1,6%	15,2%
2006	14,7%	16,3%	19,8%	25,9%	19,9%	3,9%	-10,0%	4,0%
2007	3,4%	0,6%	9,8%	10,9%	4,9%	-2,0%	-17,1%	-3,6%

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Młodsze rynki (włoski i hiszpański) charakteryzowały się znacznie wyższą zmiennością wielkości aktywów, zarządzanych przez lokalne fundusze inwestycyjne. W Hiszpanii, wskutek poprawy sytuacji gospodarczej, rynek funduszy inwestycyjnych zwiększał się w latach 1993 – 1999, by następnie przez trzy kolejne lata bessy na rynku akcji zmniejszać się (lata 2000 – 2002). Na rynku włoskim w siedmiu okresach doszło do spadku wartości

zarządzanych aktywów. Jednocześnie, rynek ten rósł niezwykle dynamicznie w latach 1993 – 1999 (poza 1995 rokiem, w którym odnotował odpływ aktywów).

Europejski rynek **funduszy nonUCITS** był znacząco mniej uzależniony od koniunktury na rynkach akcji – wartość aktywów netto zgromadzona przez fundusze tego typu rosła w trzynastu z szesnastu badanych lat, notując niewielkie spadki w latach 2000 i 2001, co spowodowane było generalnym zahamowaniem lokowania w fundusze inwestycyjne.



Wykres 21. Wartość aktywów netto funduszy nonUCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Dominującą pozycję na europejskim rynku funduszy nonUCITS przez cały badany okres posiadały fundusze niemieckie, w tym przede wszystkim gromadzące 90% aktywów niemieckie fundusze specjalne (*spezialfonds*), przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych. Niższa skłonność takich inwestorów do wycofywania środków, co w przypadku funduszy specjalnych byłoby równoznaczne z ich likwidacją, tłumaczy niższą zmienność wartości aktywów netto zgromadzonych przez fundusz nonUCITS oraz słabszą korelację zmian aktywów netto ze zmianami koniunktury na rynkach akcji.

Jak wspomiano wcześniej, rozwój funduszy nonUCITS może być uznawany za barometr dojrzałości rynku funduszy – fundusze te z uwagi na zróżnicowane formy prawne oraz prowadzoną politykę inwestycyjną przeznaczone są dla bardziej doświadczonych i wyedukowanych inwestorów, akceptujących co do zasady wyższe ryzyko inwestycyjne i regulacyjne istniejące w takich funduszach. Stąd na najmłodszych z analizowanych rynków

(Włochy i Hiszpania) możliwość tworzenia i oferowania funduszy nonUCITS pojawiła się dopiero w badanym okresie (w Hiszpanii – w 1996, a we Włoszech – w 1999 roku).

Na początku badanego okresu istotny udział w europejskim rynku funduszy nonUCITS oprócz Niemiec posiadała także Wielka Brytania. Jednakże, w badanym okresie wartość aktywów zgromadzona przez fundusze brytyjskie – odmiennie niż miało to miejsce w odniesieniu do funduszy UCITS – nie rosła znacząco, wskutek czego rynek brytyjski utracił udział w rynku europejskim.

Tabela 32. Zmiana WAN funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1993 – 2007

Rok	Europa	Francja	Luksemburg	Irlandia	Wielka Brytania	Niemcy	Włochy	Hiszpania
1993	48,5%	26,9%	47,4%	91,1%	63,8%	45,5%	nd	nd
1994	5,7%	-6,1%	-4,8%	-0,8%	2,1%	12,6%	nd	nd
1995	18,5%	10,8%	7,3%	37,6%	10,0%	24,1%	nd	nd
1996	22,7%	14,1%	9,7%	73,7%	20,3%	20,9%	nd	13,0%
1997	39,2%	160,9%	53,0%	96,3%	19,1%	31,7%	nd	31,0%
1998	20,3%	-0,5%	19,7%	20,5%	-2,4%	29,5%	nd	247,4%
1999	38,8%	37,5%	54,7%	98,2%	50,1%	27,3%	321,4%	119,9%
2000	5,2%	4,9%	5,0%	13,6%	-2,7%	6,1%	31,3%	39,6%
2001	-1,1%	0,1%	-5,4%	9,5%	-12,2%	0,1%	90,0%	22,4%
2002	-5,0%	-2,8%	0,8%	-5,1%	-32,1%	-1,0%	61,2%	41,1%
2003	10,5%	13,3%	0,9%	16,8%	11,5%	9,8%	56,9%	34,2%
2004	10,6%	3,3%	3,2%	19,5%	6,6%	4,1%	105,0%	55,5%
2005	22,7%	21,1%	70,6%	33,2%	19,3%	11,8%	48,4%	47,9%
2006	13,1%	20,4%	32,2%	20,8%	-0,4%	5,3%	35,8%	30,2%
2007	8,6%	7,3%	28,4%	8,7%	-18,9%	4,6%	32,6%	11,8%

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Najbardziej dynamicznie w badanym okresie rozwijały się rynki funduszy nonUCITS w Luksemburgu, Irlandii i Francji. W odniesieniu do pierwszych dwóch z wymienionych krajów przyczyny rozwoju były zbliżone jak te, które przyczyniły się do wzrostu funduszy UCITS. W odniesieniu do Francji determinantami rozwoju były **konsekwentne rozszerzanie liczby dopuszczalnych form prawnych funduszy nonUCITS oraz wprowadzenie przywilejów podatkowych związanych z lokatami w niektóre z typów funduszy nonUCITS (szczególnie FCPI¹²).**

Zgodnie z klasyfikacją przyjętą przez EFAMA – fundusze nonUCITS dzielone są na fundusze, których przedmiotem lokat są nieruchomości, fundusze specjalne, które przeznaczone są dla inwestorów kwalifikowanych oraz pozostałe fundusze nonUCITS. Odwrotnie niż ma to miejsce w odniesieniu do funduszy UCITS, fundusze nonUCITS nie są grupą homogeniczną – występują wśród nich zarówno fundusze otwarte, których polityka inwestycyjna lub forma prawna nie są zgodne z wytycznymi Dyrektywy UCITS, jak i

¹² *Fonds commun de placement dans l'innovation.*

wszystkie fundusze zamknięte (brak jest możliwości utworzenia funduszu zamkniętego zgodnego z Dyrektywą UCITS).

Jak wspomniano powyżej, fundusze nonUCITS charakteryzowały się znacznie wyższą odpornością na zmiany koniunktury na rynkach akcji. Dodatkowo, wśród kategorii takich funduszy wyróżnić należy fundusze nieruchomości, których aktywa netto w Europie rosły nieprzerwanie przez cały analizowany okres. W odniesieniu do aktywów funduszy specjalnych oraz pozostałych funduszy nonUCITS, to spadały one wyłącznie w latach 2001 – 2002 na fali odwrotu od funduszy inwestycyjnych związanego z początkiem bessy, jednakże spadek ten był znacznie słabszy niż miało to miejsce w przypadku funduszy UCITS.

Tabela 33. Zmiana WAN poszczególnych kategorii funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Rok	Europa		Francja		Luksemburg		Wlk. Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S
		P		P		P		P		P		P		P
1993	52%	48%	nd	nd	-2%	177%	54%	102%	61%	43%	nd	Nd	nd	nd
		47%		27%		46%		57%		nd		Nd		nd
1994	8%	9%	nd	nd	4%	31%	39%	-9%	20%	11%	nd	Nd	nd	nd
		0%		-6%		-7%		5%		nd		Nd		nd
1995	19%	26%	nd	nd	8%	38%	-13%	35%	19%	25%	nd	Nd	nd	nd
		6%		11%		5%		5%		nd		Nd		nd
1996	37%	22%	nd	nd	150%	65%	34%	25%	19%	21%	nd	Nd	13%	nd
		15%		14%		1%		19%		nd		Nd		nd
1997	30%	37%	nd	nd	69%	178%	53%	15%	7%	36%	nd	Nd	31%	nd
		42%		117%		34%		20%		nd		Nd		nd
1998	7%	33%	-9%	nd	-9%	71%	4%	-10%	8%	33%	nd	Nd	247%	nd
		3%		1%		7%		-1%		nd		Nd		nd
1999	18%	37%	5%	nd	6%	114%	63%	56%	17%	29%	182%	Nd	120%	nd
		42%		43%		30%		49%		nd		Nd		nd
2000	4%	7%	2%	nd	24%	18%	37%	-8%	-5%	7%	14%	Nd	40%	nd
		0%		5%		-6%		-2%		nd		8%		nd
2001	10%	-1%	1%	nd	-86%	6%	24%	-14%	17%	-1%	68%	295%	22%	nd
		-8%		0%		-10%		-12%		nd		24%		nd
2002	13%	-3%	-14%	nd	311%	5%	28%	-26%	27%	-4%	26%	-5%	41%	nd
		-17%		-1%		-9%		-34%		nd		278%		nd
2003	17%	8%	16%	nd	22%	-2%	-20%	13%	20%	8%	52%	-15%	34%	nd
		13%		13%		4%		12%		nd		94%		nd
2004	12%	10%	12%	nd	-3%	7%	145%	9%	2%	4%	139%	69%	55%	nd
		8%		2%		-1%		4%		nd		86%		nd
2005	14%	18%	15%	nd	64%	34%	262%	7%	-2%	14%	48%	58%	48%	nd
		39%		22%		122%		16%		488%		47%		nd
2006	11%	8%	13%	nd	27%	28%	89%	-60%	-11%	7%	38%	-37%	30%	nd
		25%		21%		36%		6%		93%		47%		nd
2007	6%	9%	11%	nd	54%	49%	-8%	29%	10%	4%	24%	-2%	2%	nd
		9%		7%		11%		-25%		-30%		43%		nd

N – WAN funduszy nieruchomości, S – WAN funduszy specjalnych,

P – WAN pozostałych funduszy nonUCITS

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Średnia wartość funduszy

W badanym okresie w odniesieniu do wszystkich analizowanych krajów prawdziwe było stwierdzenie, że wzrost popytu na fundusze inwestycyjne był wyższy niż wzrost podaży takich funduszy, co w konsekwencji prowadziło do stopniowego zwiększania się przeciętnej wielkości funduszy.

Średnia wielkość funduszu inwestycyjnego na koniec okresu była najwyższa we Włoszech (276,6 mln EUR), następnie w Wielkiej Brytanii (274,9 mln EUR), Irlandii (168,6 mln EUR), Luksemburgu (185,3 mln EUR)) i Niemczech (174 mln EUR). Znacząco mniejsze fundusze działały we Francji (126,5 mln EUR) oraz w Hiszpanii (93,5 mln EUR).

Średnie wartości aktywów funduszy UCITS i nonUCITS w badanym okresie przedstawione są w tabeli 34.

Biorąc pod uwagę średnią wielkość funduszu w całym badanym okresie największe fundusze funkcjonowały we Włoszech (311,2 mln EUR) i Wielkiej Brytanii (191,3 mln EUR). Do grupy krajów, w których wartość ta była przeciętna w latach 1992 – 2007 należały Luksemburg (138,7 mln EUR), Niemcy (120,3 mln EUR) i Hiszpania (100,9 mln EUR). Krajami, w których przeciętna wartość funduszu w badanym okresie była najniższa były Irlandia (79,3 mln EUR) i Francja (72,7 mln EUR).



Wykres 22. Średni WAN funduszy w 2007 roku oraz w latach 1992-2007 (w mln EUR) w analizowanych krajach

Źródło: obliczenia własne na podstawie *FEFSI Fact Book 2003*, *FEFSI, EFAMA Fact Book 2008*, *EFAMA*

Na rynkach hiszpańskim i włoskim średni WAN funduszy w 2007 roku był niższy niż w okresie 1992 – 2007. Na pozostałych rynkach średni WAN funduszy rósł i osiągnął w 2007 roku wyższą wartość niż w latach 1992 – 2007. Powyższe może oznaczać, że podaż funduszy

na rynkach włoskim i hiszpańskim była nadmierna, co z jednej strony skutkowało stworzeniem zbyt dużej liczby funduszy, z drugiej zaś – niemożnością korzystania przez fundusze hiszpańskie i włoskie z efektów skali.

Najmniejsze fundusze działały w badanym okresie na rynkach w Hiszpanii, Irlandii i Niemczech, jednakże przyczyny niewielkiej przeciętnej wielkości aktywów były różne. Hiszpania była młodym i rozwijającym się rynkiem. Spółki zarządzające, pozytywnie postrzegając perspektywy rynku, zwiększały podaż funduszy, wskutek czego ich średnia wartość utrzymywała się na niskim poziomie. Rynek niemiecki charakteryzował się znacznym udziałem specjalnych funduszy przeznaczonych dla osób prawnych, które były tworzone dla pojedynczych inwestorów, częściowo w innych celach niż maksymalizowanie stóp zwrotu i nie były nastawione na minimalizację kosztów.

Tabela 34. Średni WAN funduszy UCITS i nonUCITS w analizowanych krajach w relacji do średniego WAN funduszy UCITS i nonUCITS w Europie w latach 1992 – 2007

Rok	Europa		Francja		Luksemburg		Irlandia		Wielka Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	U	nU	U	nU	U	nU	U	nU	U	nU	U	nU	U	nU	U	nU
1992	88,2	27,2	81,8	3,7	176,5	95,6	15,6	17,6	64,1	576,3	141,0	49,3	134,0		95,2	
			93%	14%	200%	351%	18%	65%	73%	2117%	160%	181%	152%		108%	
1993	142,8	37,7	95,1	4,9	231,8	114,6	30,5	24,5	99,4	182,7	152,2	64,7	197,6		112,7	
			67%	13%	162%	304%	21%	65%	70%	485%	107%	172%	138%		79%	
1994	102,5	37,9	84,3	4,7	225,5	93,4	27,9	15,9	87,0	163,7	174,4	64,5	184,8		106,9	
			82%	12%	220%	247%	27%	42%	85%	432%	170%	170%	180%		104%	
1995	86,4	42,5	79,6	5,3	80,4	58,6	33,5	16,4	95,4	168,9	179,6	76,2	136,0		105,5	19,3
			92%	12%	93%	138%	39%	39%	110%	397%	208%	179%	158%		122%	45%
1996	94,7	50,0	79,9	6,2	81,9	60,8	33,9	22,4	120,4	197,5	171,8	82,1	195,6		191,3	21,8
			84%	12%	86%	122%	36%	45%	127%	395%	181%	164%	206%		202%	44%
1997	104,7	64,6	78,4	17,0	86,0	76,0	39,5	34,1	147,9	234,2	186,4	91,4	303,0		110,9	28,5
			75%	26%	82%	118%	38%	53%	141%	363%	178%	141%	289%		106%	44%
1998	119,0	67,4	85,2	16,1	96,4	77,0	50,5	33,2	155,7	230,7	204,8	97,6	529,0		109,4	79,2
			72%	24%	81%	114%	42%	49%	131%	342%	172%	145%	445%		92%	118%
1999	147,5	86,3	100,9	22,6	130,7	95,8	89,2	61,1	238,7	363,4	264,2	109,5	579,0	301,0	95,7	174,2
			68%	26%	89%	111%	60%	71%	162%	421%	179%	127%	392%	349%	65%	202%
2000	142,3	83,4	107,2	22,5	130,3	89,8	108,2	62,2	230,8	331,1	260,7	105,4	473,4	172,9	75,3	243,2
			75%	27%	92%	108%	76%	75%	162%	397%	183%	126%	333%	207%	53%	291%
2001	135,6	78,3	105,2	21,7	128,6	86,0	131,2	56,0	220,3	279,9	229,2	100,9	391,1	119,5	70,6	372,0
			78%	28%	95%	110%	97%	71%	162%	357%	169%	129%	289%	152%	52%	475%
2002	120,0	73,7	103,7	20,6	111,5	83,7	125,2	46,9	167,0	206,5	188,1	103,0	345,1	100,9	69,6	699,7
			86%	28%	93%	114%	104%	64%	139%	280%	157%	140%	288%	137%	58%	950%
2003	125,8	82,7	115,1	26,0	132,9	84,5	144,3	50,0	169,3	250,3	183,0	116,1	328,4	138,5	80,1	563,2
			91%	31%	106%	102%	115%	60%	135%	303%	145%	140%	261%	168%	64%	681%
2004	139,4	88,7	127,3	27,4	149,5	79,6	164,4	56,2	196,8	269,9	183,6	128,6	329,0	164,3	91,1	625,4
			91%	31%	107%	90%	118%	63%	141%	304%	132%	145%	236%	185%	65%	705%
2005	166,6	107,2	148,9	34,4	192,0	108,7	217,7	72,7	237,8	394,4	205,8	150,3	369,0	183,9	100,5	925,3
			89%	32%	115%	101%	131%	68%	143%	368%	124%	140%	222%	172%	60%	863%
2006	178,6	115,6	166,0	40,3	209,8	117,9	249,1	78,7	285,0	322,3	191,9	168,0	347,6	187,5	100,0	527,0
			93%	35%	117%	102%	139%	68%	160%	279%	107%	145%	195%	162%	56%	456%
2007	170,3	114,9	164,0	42,5	207,7	100,9	223,0	84,8	277,9	258,2	152,8	182,7	308,5	196,9	91,6	224,5
			96%	37%	122%	88%	131%	74%	163%	225%	90%	159%	181%	171%	54%	195%

U – średni WAN funduszy UCITS, nU – średni WAN funduszy nonUCITS,

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Zwrócić należy uwagę na dużą różnicę pomiędzy średnim WAN w okresie 1992 – 2007 i średnim WAN w 2007 roku w odniesieniu do funduszy irlandzkich. Fundusze te na koniec okresu stały się funduszami o znacznych aktywach, zbliżających je wielkością do

funduszy niemieckich i luksemburskich. Przeciętna wielkość funduszu irlandzkiego była zbliżona do wielkości funduszy pochodzących od najgroźniejszego konkurenta na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych (Luksemburg), co pozwoliło na zmniejszenie kosztów funkcjonowania funduszy i dalszą poprawę ich konkurencyjności.

Jednocześnie cechą charakterystyczną dla wszystkich badanych rynków, poza rynkiem brytyjskim i hiszpańskim była wyższa przeciętna wartość aktywów netto zgromadzonych przez fundusze UCITS w odniesieniu do funduszy nonUCITS (tabela 35). W pozostałych analizowanych krajach fundusze nonUCITS były znacząco mniejsze niż fundusze UCITS. Dysproporcja ta była szczególnie silna we Francji (średni WAN funduszy nonUCITS był ponad pięciokrotnie niższy niż średni WAN funduszy UCITS) i we Włoszech.

Tabela 35. Średni WAN funduszy UCITS i nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Kraj	UCITS	nonUCITS
Francja	107,66	19,74
Luksemburg	148,22	88,93
Irlandia	105,23	45,80
Wielka Brytania	174,59	276,88
Niemcy	191,84	105,64
Włochy	321,94	97,84
Hiszpania	100,40	281,45

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Powyższe prawidłowości obserwowane są także na analizowanych rynkach w odniesieniu do poszczególnych kategorii funduszy z segmentu UCITS w badanym okresie. Europejskie fundusze pieniężne charakteryzowały się w latach 1992 – 2007 najwyższą przeciętną wartością aktywów netto. W 1992 roku średni WAN funduszy pieniężnych był dwukrotnie wyższy niż funduszy dłużnych, czterokrotnie wyższy niż funduszy akcyjnych i sześciokrotnie wyższy niż funduszy mieszanych. W całym badanym okresie średni WAN funduszy pieniężnych był najwyższy spośród wskazanych czterech kategorii funduszy UCITS. Ta prawidłowość zachodziła na każdym z analizowanych rynków, poza zdominowanym przez fundusze akcyjne rynkiem brytyjskim, na którym przeciętna wartość aktywów netto funduszy pieniężnych była bardzo niska.

W latach 1992 – 2007 średni WAN funduszy każdej z kategorii wzrósł wielokrotnie. Wśród funduszy pieniężnych w tym okresie najwyższą średnią WAN zarządzały fundusze włoskie (1.140 mln EUR). Znaczące aktywa zgromadzone były także w funduszach niemieckich (547 mln EUR), luksemburskich (425 mln EUR) i francuskich (373 mln EUR).

Relatywnie najmniejsze fundusze pieniężne działały w Hiszpanii (264 mln EUR) i w Wielkiej Brytanii (60,6 mln EUR).

Średnie wartości aktywów netto funduszy dłużnych w analizowanych krajach nie różniły się tak znacząco, jak miało to miejsce w odniesieniu do funduszy pieniężnych. Największe fundusze funkcjonowały we Włoszech (423 mln EUR). Do grupy krajów o średniej wielkości funduszy należały Niemcy (216 mln EUR), Luksemburg (185 mln EUR) i Wielka Brytania (161,8 mln EUR). Najmniejsze fundusze dłużne działały we Francji (105,3 mln EUR) i w Hiszpanii (97,9 mln EUR).

Tabela 36. Średni WAN (mln EUR) poszczególnych kategorii funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Rok	Europa		Francja		Luksemburg		Wielka Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M
	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP
1992	51	35	41	16	36	91	69	49	59	29	74	93	6	23
	100	206	62	188	254	780	33	17	221	nd	210	243	84	224
1993	82	61	67	36	54	138	108	82	99	32	102	135	17	56
	136	200	98	167	311	864	47	19	223	nd	282	405	108	228
1994	75	56	58	33	55	148	96	67	105	35	127	165	19	27
	120	216	81	173	281	996	38	19	215	686	226	444	96	272
1995	61	40	40	35	33	35	109	63	109	35	93	122	16	23
	97	226	77	221	102	230	39	16	214	694	167	283	84	298
1996	75	45	46	39	40	42	137	73	120	38	83	119	29	37
	106	235	81	213	100	237	66	26	209	503	250	600	95	326
1997	92	60	54	47	55	55	158	92	168	49	158	216	58	64
	113	238	78	207	104	201	101	33	214	401	428	667	97	303
1998	104	75	63	57	70	65	169	97	209	71	254	506	71	104
	143	252	89	228	118	205	120	32	223	467	959	782	104	247
1999	156	105	93	69	127	92	270	138	321	123	394	846	68	90
	149	258	85	269	136	272	159	30	213	608	676	641	97	221
2000	145	106	92	72	130	94	260	108	328	122	361	727	59	73
	141	271	96	330	140	261	175	30	187	520	477	643	74	175
2001	117	91	80	64	105	81	244	116	234	120	228	501	44	53
	160	349	107	390	177	351	183	36	202	732	471	1 261	80	255
2002	82	74	64	58	74	67	173	83	147	82	143	348	35	41
	166	419	116	464	182	364	198	45	225	887	468	1 941	85	329
2003	98	80	75	65	105	81	216	92	189	82	143	226	53	48
	175	437	128	509	206	322	213	65	235	846	463	2 465	88	341
2004	113	88	85	70	134	88	260	113	199	84	150	241	61	71
	174	417	142	541	185	369	229	82	238	692	467	2 184	98	340
2005	147	107	109	86	202	108	327	113	241	101	186	304	70	105
	194	469	142	623	225	405	275	104	253	678	500	1 835	101	349
2006	164	123	124	97	240	130	389	151	228	97	188	331	73	112
	191	513	157	706	227	429	310	184	215	667	399	1 777	141	53
2007	157	121	134	98	230	140	365	152	213	70	160	261	61	120
	182	546	145	744	215	512	402	232	184	372	326	2 081	135	nd

A – WAN funduszy akcyjnych, M – WAN funduszy mieszanych,

D – WAN funduszy dłużnych, RP – WAN funduszy pieniężnych

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Fundusze z udziałem akcji, jak wspomniano powyżej, były z zasady mniejsze niż fundusze bezpieczne. Z uwagi na ich niewielki udział w rynkach analizowanych krajów, ich przeciętna wielkość była najniższa spośród analizowanych kategorii funduszy UCITS. Najwyższą przeciętną WAN w latach 1992 – 2007 charakteryzowały się fundusze włoskie (321 mln EUR). Do grupy krajów o średniej wielkości funduszach mieszanych należały Wielka Brytania (99,3 mln EUR) i Luksemburg (90,9 mln EUR). Fundusze mieszane o przeciętnie najmniejszych aktywach funkcjonowały w Niemczech (73,1 mln EUR), Hiszpanii (65,5 mln EUR) i Francji (58,9 mln EUR).

Fundusze akcyjne zarządzały znacznie wyższymi aktywami w analizowanym okresie. Największe fundusze akcyjne były obecne w Wielkiej Brytanii (przeciętnie 209,5 mln EUR w latach 1992 – 2007), Niemczech (185,7 mln EUR) i Włoszech (177,8 mln EUR). Akcyjne fundusze luksemburskie zarządzały przeciętnie 105,7 mln EUR. Najmniejsze fundusze akcyjne funkcjonowały na rynkach francuskim (76,6 mln EUR) i hiszpańskim (46,2 mln EUR). Szczegółowe dane dotyczące średnich rocznych wielkości aktywów netto funduszy poszczególnych kategorii funkcjonujących w badanych krajach i w Europie w latach 1992 – 2007 przedstawione są w tabeli 36.

Segment nonUCITS rynku funduszy, pod względem wielkości funduszy na nim funkcjonujących był znacznie bardziej zróżnicowany. Zróżnicowanie to wynikało z dwóch okoliczności. Po pierwsze, segment ten rozwijał się w analizowanych krajach później niż fundusze UCITS. W konsekwencji, działały na nim młodsze i mniejsze fundusze. Po drugie, podobnie jak ma to miejsce w odniesieniu do niektórych kategorii funduszy UCITS, także niektóre kategorie funduszy nonUCITS dla zachowania efektywności działania muszą zarządzać znaczącymi aktywami. Do takich funduszy bezsprzecznie należą fundusze nieruchomości. W konsekwencji, jeśli segment funduszy nonUCITS jest zdominowany przez fundusze nieruchomości, jak miało to miejsce w przypadku Hiszpanii i Włoch, to działające na nim fundusze nonUCITS będą z zasady większe.

Przeciętna wielkość funduszy nieruchomości w latach 1992 – 2007 była najwyższa w Niemczech (2.434,6 mln EUR). Powyższe było konsekwencją funkcjonowania na rynku niemieckim niewielkiej liczby otwartych funduszy nieruchomości (*Offene Immobilienfonds*) zarządzających znaczącymi aktywami. Duże fundusze nieruchomości były obecne także na rynkach brytyjskim (średnio 372,3 mln EUR w badanym okresie) i hiszpańskim (352,5 mln EUR). Przeciętna wielkość luksemburskich funduszy nieruchomości wynosiła 219,6 mln EUR. Najmniejsze fundusze nieruchomości funkcjonowały we Włoszech (130,5 mln EUR) i

Francji (41,5 mln EUR), przy czym warto podkreślić, że segment nonUCITS we Włoszech jest znacząco młodszy niż w innych (poza Hiszpanią) analizowanych krajach.

Tabela 37. Średni WAN poszczególnych kategorii funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Rok	Europa		Francja		Luksemburg		Wielka Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S	N	S
1992	247	44	nd	nd	59	33	45	103	978	43	nd	nd	nd	nd
		15		4		103		3524		nd		nd		nd
1993	346	59	nd	nd	52	55	69	192	1576	55	nd	nd	nd	nd
		21		5		125		181		nd		nd		nd
1994	359	57	nd	nd	60	42	96	159	1894	54	nd	nd	nd	nd
		22		5		104		165		nd		nd		nd
1995	375	67	nd	nd	71	31	56	177	2259	64	nd	nd	19	nd
		22		5		63		168		nd		nd		nd
1996	497	73	nd	nd	200	45	74	202	2682	70	nd	nd	22	nd
		26		6		61		197		nd		nd		nd
1997	609	84	nd	nd	338	64	114	229	2672	80	nd	nd	29	nd
		39		14		75		237		nd		nd		nd
1998	639	89	nd	nd	307	72	119	219	2694	88	nd	nd	79	nd
		37		14		75		235		nd		nd		nd
1999	703	103	nd	nd	261	98	194	349	2965	99	nd	0	174	nd
		54		20		91		368		nd		nd		nd
2000	276	99	49	nd	294	94	398	320	2522	97	nd	26	243	nd
		53		21		81		333		nd		nd		nd
2001	329	94	58	nd	67	103	492	287	2940	91	244	91	372	nd
		47		20		72		277		nd		62		nd
2002	394	93	57	nd	275	102	628	262	3234	90	200	78	700	nd
		38		19		65		194		nd		75		nd
2003	399	101	74	nd	335	99	1005	362	3276	100	286	264	563	nd
		46		24		68		231		nd		94		nd
2004	404	109	83	nd	285	88	492	410	2906	112	410	172	625	nd
		48		25		67		245		16		103		nd
2005	381	128	99	nd	311	102	636	473	2432	134	345	169	925	nd
		66		32		111		367		31		128		nd
2006	308	141	115	nd	250	108	730	285	1937	153	316	102	937	nd
		75		38		124		299		57		144		0
2007	289	141	130	nd	348	89	811	229	1986	165	288	100	957	nd
		74		39		112		232		36		164		25

N – WAN funduszy nieruchomości, S – WAN funduszy specjalnych,

P – WAN pozostałych funduszy nonUCITS

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Fundusze specjalne, tj. przeznaczone dla inwestorów kwalifikowanych, nie występowały we wszystkich analizowanych krajach. Przez cały okres nie było ich we Francji i w Hiszpanii, a we Włoszech pojawiły się w 2000 roku. W konsekwencji, przeciętna wielkość funduszy specjalnych wahała się istotnie pomiędzy poszczególnymi rynkami i wynosiła od 266,1 mln EUR w Wielkiej Brytanii do 62,6 mln EUR we Włoszech.

Najmniejsze z funduszy nonUCITS były fundusze zakwalifikowane do grupy pozostałych funduszy nonUCITS (nie będące funduszami nieruchomości i funduszami specjalnymi). Średnio największymi aktywami zarządzały fundusze brytyjskie (453,6 mln EUR). Przeciętnej wielkości fundusze funkcjonowały w Luksemburgu (87,3 mln EUR). W

innych krajach pozostałe fundusze nonUCITS były małe – we Włoszech przeciętnie zarządzały kwotą 48,1 mln EUR, we Francji – 18,1 mln EUR, w Niemczech – 8,8 mln EUR, a w Hiszpanii – zaledwie 1,6 mln EUR.

Struktura rynków funduszy UCITS

Struktura rynków funduszy inwestycyjnych była zmienna w czasie, a na kierunki i siłę zmian wpływały czynniki o charakterze mikroekonomicznym, odnoszące się do stóp zwrotu osiąganych przez poszczególne kategorie funduszy i ich relatywnej atrakcyjności dla inwestorów na tle produktów substytucyjnych (innych kategorii funduszy oraz innych sposobów inwestowania).

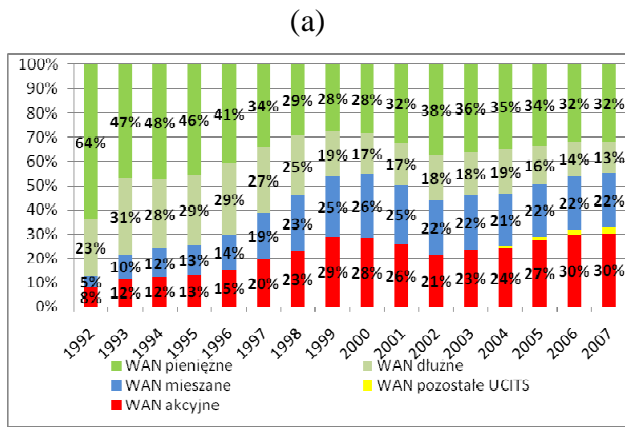
W odniesieniu do struktury **segmentu funduszy UCITS** na analizowanych rynków na początku badanego okresu (1992) zwrócić należy uwagę na znaczne różnice w udziale poszczególnych kategorii funduszy. Udział funduszy akcyjnych był wysoki wyłącznie w Wielkiej Brytanii (91% rynku), podczas gdy w pozostałych analizowanych krajach pozostawał na niskim (Włochy – 21%, Niemcy – 16%, Francja – 8%) albo bardzo niskim poziomie (Luksemburg – 4%, Hiszpania – 0%). Udział funduszy mieszanych, lokujących aktywa częściowo w akcje był istotny w Luksemburgu (22% rynku) i we Włoszech (17%) – w pozostałych krajach fundusze mieszane gromadziły niewielką część aktywów funduszy UCITS (Hiszpania i Wielka Brytania – 6%, Francja – 5%) albo ich udział był marginalny (Niemcy – 2% ogólnej wartości aktywów).

Poza rynkiem brytyjskim w 1992 roku dominującą pozycję na rynkach funduszy UCITS w analizowanych krajach zajmowały fundusze lokujące aktywa w instrumenty dłużne, przy czym w niektórych z nich dominowały fundusze dłużne (w Luksemburgu fundusze dłużne stanowiły 43% aktywów, a pieniężne – 31%, we Włoszech w funduszach dłużnych ulokowano 39% aktywów wobec 23% w funduszach pieniężnych, w Niemczech – udział funduszy dłużnych wynosił 82%, podczas gdy fundusze pieniężne nie występowały), w innych - pieniężne (Francja – 64% aktywów w funduszach pieniężnych wobec 23% w funduszach dłużnych, Hiszpania – 52% aktywów w funduszach pieniężnych wobec 41% w funduszach dłużnych). W Wielkiej Brytanii, której rynek był zdominowany przez fundusze z udziałem akcji, udział funduszy dłużnych był niski i wynosił łącznie 3% aktywów.

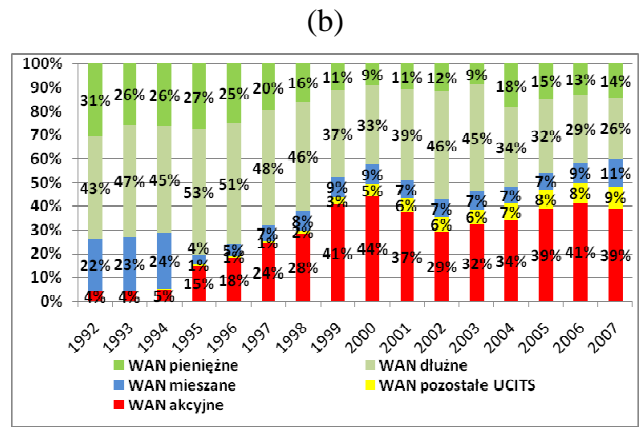
Zmiany sumy aktywów zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne były determinowane nie tylko przez saldo wpłat i wypłat do funduszy, ale także przez zmiany postrzegania atrakcyjności poszczególnych kategorii funduszy i przenoszenie środków pomiędzy kategoriami funduszy. Proces ten szczególnie silnie występował pomiędzy funduszami uznawanymi za bezpieczne (pieniężnymi i dłużnymi) a funduszami agresywnymi,

których istotnym (fundusze mieszane) lub przeważającym (fundusze akcyjne) składnikiem aktywów były akcje.

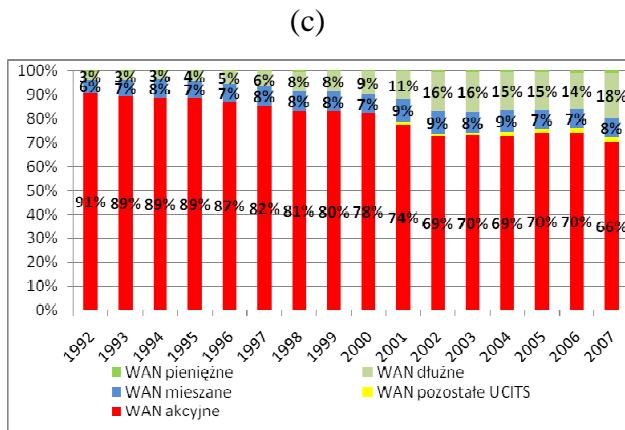
Francja



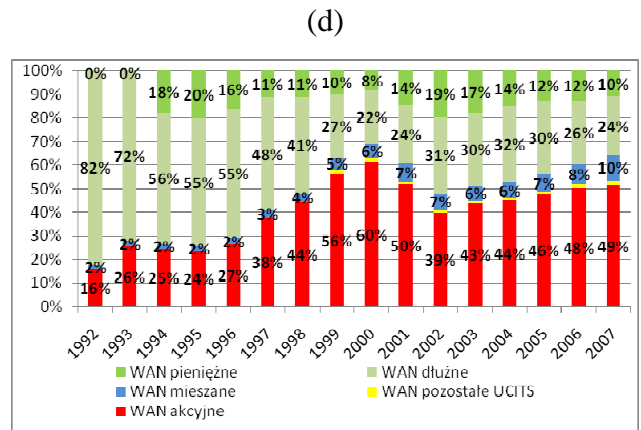
Luksemburg



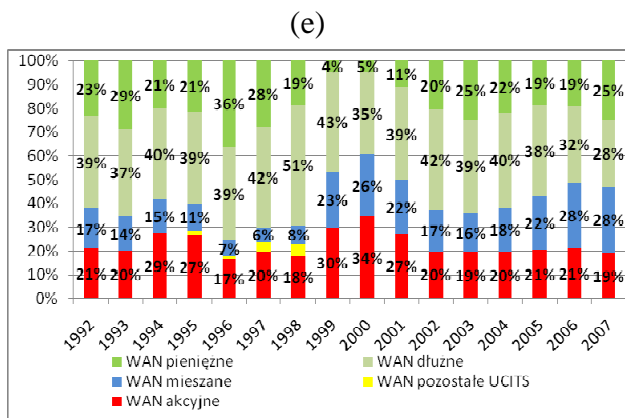
Wielka Brytania



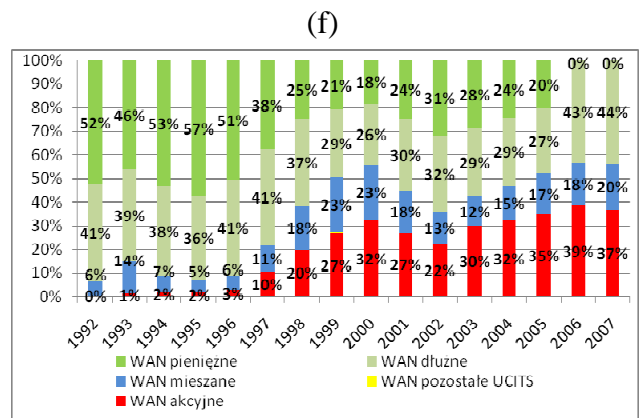
Niemcy



Włochy



Hiszpania



Wykres 23 (a-f). Struktura funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2005, 2007, 2008, EFAMA

Tabela 38. Zmiana WAN poszczególnych kategorii funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1993 – 2007

rok	Europa		Francja		Luksemburg		Wielka Brytania		Niemcy		Włochy		Hiszpania	
	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M	A	M
	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP	D	RP
1993	68%	85%	75%	130%	60%	48%	57%	95%	93%	52%	61%	47%	339%	213%
	46%	-2%	59%	-14%	60%	22%	72%	17%	6%		59%	107%	35%	25%
1994	3%	8%	-2%	11%	16%	10%	-10%	4%	26%	4%	63%	16%	42%	-46%
	-2%	4%	-15%	-5%	-1%	6%	-13%	-9%	1%		24%	-17%	7%	26%
1995	20%	-30%	0%	4%	247%	-82%	15%	8%	9%	15%	-11%	-27%	2%	-11%
	10%	5%	-4%	-8%	29%	15%	39%	-26%	12%	27%	-8%	-3%	4%	21%
1996	35%	30%	28%	25%	36%	39%	30%	31%	19%	32%	4%	-4%	164%	58%
	24%	10%	12%	-4%	8%	2%	78%	77%	6%	-16%	68%	184%	66%	29%
1997	51%	57%	38%	42%	62%	70%	31%	43%	72%	40%	117%	69%	436%	166%
	17%	2%	-1%	-10%	15%	-4%	68%	34%	7%	-16%	97%	39%	42%	4%
1998	34%	50%	37%	42%	46%	45%	9%	21%	42%	51%	80%	152%	141%	109%
	30%	4%	7%	1%	20%	1%	44%	20%	3%	23%	134%	32%	14%	-17%
1999	74%	61%	54%	31%	116%	64%	57%	56%	85%	113%	108%	281%	36%	27%
	5%	-6%	-9%	15%	19%	4%	62%	20%	-4%	27%	7%	-70%	-21%	-15%
2000	12%	19%	15%	26%	31%	20%	3%	-4%	16%	25%	12%	9%	7%	-10%
	-3%	9%	7%	21%	9%	-2%	18%	2%	-10%	-8%	-21%	6%	-20%	-22%
2001	-13%	-7%	-5%	-2%	-9%	-8%	-10%	15%	-19%	18%	-28%	-22%	-19%	-25%
	13%	27%	7%	18%	24%	29%	15%	10%	6%	61%	2%	107%	13%	31%
2002	-27%	-16%	-16%	-8%	-30%	-12%	-28%	-26%	-36%	-19%	-34%	-31%	-21%	-27%
	6%	19%	6%	18%	7%	-3%	12%	12%	7%	13%	-3%	62%	1%	23%
2003	20%	9%	23%	12%	26%	19%	15%	9%	21%	-4%	3%	1%	58%	8%
	9%	9%	11%	8%	12%	-13%	16%	38%	5%	0%	-2%	27%	6%	6%
2004	15%	9%	13%	6%	24%	7%	15%	22%	2%	1%	-2%	8%	25%	37%
	0%	13%	14%	7%	-12%	144%	10%	22%	5%	-16%	-3%	-14%	15%	-1%
2005	35%	21%	32%	16%	54%	38%	30%	7%	23%	33%	6%	23%	25%	36%
	15%	11%	-3%	11%	27%	7%	29%	26%	11%	-2%	-2%	-14%	10%	-4%
2006	22%	22%	27%	18%	28%	48%	21%	23%	8%	18%	-7%	11%	16%	7%
	4%	0%	5%	10%	9%	7%	15%	36%	-11%	3%	-25%	-8%	64%	-100%
2007	0%	10%	2%	2%	4%	46%	-1%	6%	1%	22%	-26%	-16%	-8%	5%
	-4%	8%	-8%	0%	-1%	22%	30%	30%	-10%	-16%	-27%	8%	-3%	-100%

A – WAN funduszy akcyjnych, M – WAN funduszy mieszanych,

D – WAN funduszy dłużnych, RP – WAN funduszy pieniężnych

Źródło: FEFSI Fact Book 2003, FEFSI, EFAMA Fact Book 2008, EFAMA

Pomiędzy poszczególnymi kategoriami funduszy UCITS (według prowadzonej polityki inwestycyjnej) zachodziły w badanym okresie następujące zależności. Po pierwsze, kierunek i natężenie zmian aktywów netto funduszy akcyjnych i mieszanych były zbliżone (współczynnik korelacji procentowych rocznych zmian aktywów w tych dwóch kategoriach wynosił 0,61). Po drugie, kierunek zmian aktywów netto funduszy akcyjnych i pieniężnych był przeciwny (współczynnik korelacji -0,03)¹³. Po trzecie, w związku ze wzrostem sumy aktywów powierzonych funduszom UCITS zmiany aktywów zgromadzonych w funduszach z

¹³ Fundusze akcji i fundusze rynku pieniężnego traktowane są przez inwestorów jako produkty substytucyjne. Por. wyniki badań napływu środków do amerykańskich funduszy w okresie styczeń 1998 – czerwiec 1999 zawarte w: W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst, *Behavioral factors in mutual fund flows*, Working Paper No 00-14, Yale University, 2000, s. 1.

udziałem akcji (akcyjnych i mieszanych) oraz funduszach dłużnych (pieniężnych i dłużnych) przebiegały zasadniczo w tym samym kierunku, lecz były skorelowane w niewielkim stopniu (0,09). Szczegółowo zmiany wielkości aktywów netto funduszy UCITS w badanych krajach przedstawia tabela 38.

Tendencją obserwowaną w latach 1992 – 2000 na wszystkich (poza brytyjskim) rynkach funduszy UCITS było stopniowe zwiększanie się udziałów rynkowych funduszy lokujących część lub całość aktywów w akcje, co miało związek z trwającą praktycznie nieprzerwanie w tym okresie hossą na rynkach akcji i zwiększaniem się relatywnej atrakcyjności tych kategorii funduszy wobec funduszy lokujących aktywa w instrumenty dłużne. Proces ten nie zachodził z jednakowym natężeniem – we Francji, Włoszech i w Hiszpanii wzrost udziału funduszy akcyjnych był niższy niż w pozostałych krajach, mimo że główne indeksy giełd w tych państwach w badanym okresie wzrosły najbardziej.

Na rynku francuskim udział funduszy akcyjnych wzrósł z 8% w 1992 do 28% w 2000, a funduszy mieszanych – z 5% w 1992 do 26% w 2000; wskutek czego od 1999 roku we Francji wartość aktywów zgromadzonych w funduszach z udziałem akcji stanowiła większość aktywów zgromadzonych w funduszach UCITS. Jednocześnie, główny indeks giełdy w Paryżu CAC40 wzrósł w latach 1992 – 2000 łącznie o 240,6%, a jedynym rokiem, w którym zmiana indeksu w tym okresie była ujemna był 1995 rok (spadek o 10,2%).

W Włoszech, mimo najwyższej (poza Hiszpanią) dodatniej zmiany głównego indeksu w latach 1992 – 2000 (wzrost o 331,7% - roczne spadki notowane w latach 1992 i 1995), udział funduszy akcyjnych w rynku pozostawał na stabilnym poziomie do 1998 roku, by w latach 1998 – 2000 wzrosnąć z 18% do 30%. W okresie bezpośrednio poprzedzającym wzrost zainteresowania lokowaniem w fundusze akcyjne indeks MIB30 rósł niezwykle silnie (w 1997 roku o 36,9%, a w 1998 – o dalsze 60,1%), co powodowało wzrost aktywów wcześniej powierzonych funduszom akcji oraz z uwagi na atrakcyjne historyczne stopy zwrotu przyciągało do funduszy akcji nowych inwestorów.

W Hiszpanii do 1996 roku udział funduszy akcji w rynku funduszy był marginalny i nie przekraczał 3% sumy aktywów netto. Podobnie, jak miało to miejsce we Włoszech, skutkiem najwyższej dodatniej zmiany głównego indeksu spośród analizowanych krajów w latach 1992 – 2000 (wzrost o 333,6%) był wzrost zainteresowania funduszami akcji, co skutkowało blisko jedenastokrotnym zwiększeniem się udziału tych funduszy w rynku – z 3% na koniec 1996 roku do 32% na koniec 2000 roku.

W Niemczech wzrost głównego indeksu giełdowego w latach 1992 – 2000 wyniósł łącznie 206,4%, co przyczyniło się do znaczącego wzrostu aktywów zarządzanych przez

fundusze akcji i wzrostu udziału takich funduszy w rynku funduszy inwestycyjnych z poziomu 16% w 1992 do 60% w 2000 roku.

Zmiana udziału funduszy akcji w rynku funduszy w Luksemburgu, będącym przez cały okres 1992 – 2000 europejskim centrum, w którym rejestrowane były fundusze przeznaczone do dystrybucji w innych państwach, była odzwierciedleniem popytu na takie fundusze generowanego na rynkach docelowych. W konsekwencji rosnącego na innych rynkach popytu na fundusze lokujące w instrumenty udziałowe, udział funduszy akcyjnych wzrósł jedenastokrotnie – z poziomu 4% w 1992 do 44% w 2000 roku.

Rezultatem wysokich wzrostów cen akcji w latach 1992 – 2000 było także zwiększenie się atrakcyjności funduszy lokujących aktywa częściowo w akcje (funduszy mieszanych). Jednakże, udział takich funduszy w rynku aktywów istotnie wzrósł wyłącznie w Hiszpanii (z 6% w 1992 do 23% w 2000), we Francji (z 5% w 1992 do 26% w 2000) i we Włoszech (z 17% w 1992 do 26% w 2000). W Luksemburgu fundusze mieszane odpowiadające za jedną piątą rynku w latach 1992 – 1994 były w kolejnych latach stopniowo wypierane przez fundusze akcyjne. W Wielkiej Brytanii i Niemczech w analizowanym okresie udział funduszy mieszanych w rynku funduszy UCITS utrzymywał się na niskim poziomie.

Skutkiem rosnącej w latach 1992 – 2000 popularności funduszy lokujących w akcje było stopniowe zmniejszanie się udziału w rynkach krajowych funduszy inwestujących w instrumenty dłużne (dłużnych i pieniężnych). We Francji, Luksemburgu, Niemczech i w Hiszpanii udział w rynku malał zarówno w odniesieniu do funduszy pieniężnych, jak i funduszy dłużnych. We Francji w latach 1992 – 2000 fundusze pieniężne posiadały wyższy udział w rynku od funduszy obligacji, w pozostałych krajach wskazanych powyżej fundusze obligacji gromadziły więcej aktywów niż fundusze pieniężne.

Lata 2001 – 2003 były okresem spadku wycen instrumentów udziałowych. Spadek ten w analizowanych krajach nastąpił z różnym natężeniem. Pomiedzy końcem 2000 roku a końcem 2003 roku główne indeksy giełdowe w badanych krajach utraciły 18,8% w Irlandii, 30% w Hiszpanii, 36,5% w Wielkiej Brytanii, 42% we Włoszech, 47,1% we Francji, 54,5% w Niemczech i 59,7% w Luksemburgu.

W konsekwencji znaczących spadków na giełdach z jednej strony obniżała się wartość aktywów zarządzanych przez fundusze akcyjne i mieszane, z drugiej zaś – spadała skłonność uczestników do dokonywania wpłat do takich funduszy, wskutek czego w latach 2001 – 2002 występowało ujemne saldo wpłat i wypłat w tych kategoriach funduszy. Negatywny sentyment powodował także, że środki umarżane z funduszy z udziałem akcji były lokowane

poza rynkiem funduszy w alternatywne instrumenty finansowe. W 2003 roku, w związku z początkiem nowej hossy, rozpoczął się powrót do funduszy lokujących w instrumenty udziałowe.

Odwrót od funduszy z udziałem akcji i spadek ich udziału w rynku funduszy następował ze zróżnicowanym nasileniem w badanych krajach w latach 2001 – 2002. Spadek udziału funduszy akcyjnych w rynku funduszy był najsilniejszy w Niemczech (-21 p.p.), Luksemburgu (-15 p.p.) i we Włoszech (-14 p.p.). W Wielkiej Brytanii, Francji i w Hiszpanii spadek nie przekraczał 10 p.p. i wynosił odpowiednio – 9 p.p., – 7 p.p. oraz – 10 p.p.

Konsekwencją bessy lat 2000 – 2001 był także odwrót od funduszy mieszanych, jednakże wystąpił on ze znacznie mniejszą siłą. Z jednej strony, udział funduszy mieszanych w rynkach badanych krajów co do zasady nie był wysoki, z drugiej – spadki cen akcji z uwagi na ich wagę w portfelach funduszy nie przekładały się na silne zniżki wycen tytułów uczestnictwa funduszy mieszanych. We Włoszech i w Hiszpanii fundusze mieszane utraciły odpowiednio 10 i 9 punktów procentowych udziału w rynku, we Francji i w Luksemburgu – odpowiednio 4 i 2 punkty procentowe. Krajami, które zanotowały wzrost udziału funduszy mieszanych były Wielka Brytania (wzrost o 2 p.p.) i Niemcy (wzrost o 1 p.p.). Prawdopodobną przyczyną wzrostu udziału funduszy mieszanych w tych krajach było przenoszenie do nich środków z funduszy akcji.

Beneficjentem ucieczki inwestorów z funduszy akcji i funduszy mieszanych były w latach 2000 – 2002 fundusze inwestujące aktywa w instrumenty udziałowe, przy czym zauważalną prawidłowością było przenoszenie środków głównie do funduszy pieniężnych na młodszych rynkach (Hiszpania i Włochy) oraz głównie do funduszy dłużnych na rynkach istniejących dłużej (Niemcy, Luksemburg, Francja i Wielka Brytania).

W latach 2003 – 2006 główne indeksy giełdowe w analizowanych krajach nieprzerwanie rosły w ujęciu rocznym. Wzrosty te przyczyniły się do powrotu inwestorów do funduszy akcji i funduszy mieszanych, wskutek czego ich udział w krajowych rynkach funduszy UCITS rósł. Wzrost ten nie był jednak równie dynamiczny, jak zanotowany w latach 1992 – 1999. Wśród przyczyn tego stanu rzeczy wskazać należy dotkliwe straty (wynikające ze spadków cen akcji), jakie ponieśli uczestnicy funduszy akcyjnych w latach 2000 – 2002 oraz niskie stopy zwrotu z lokat w fundusze za okres równy horyzontowi inwestycyjnemu funduszy akcyjnych (5 lat).

Dodatkowym czynnikiem, który wspomagał wzrosty na rynkach akcji oraz powrót inwestorów do funduszy lokujących w instrumenty udziałowe było związane z wprowadzeniem unii walutowej znaczące zmniejszenie stopy inflacji i poziomu stóp

procentowych. Niski poziom rynkowych stóp procentowych wpływał na oprocentowanie depozytów bankowych, które stały się w relacji do funduszy mniej atrakcyjne.

Udział funduszy akcyjnych w rynku funduszy UCITS wzrósł w latach 2003 – 2006 we wszystkich, poza Wielką Brytanią, z analizowanych krajów. Najsilniejszy wzrost zanotowany w powyższym okresie fundusze akcji w Hiszpanii (15 p.p.), Niemczech i Luksemburgu (10 p.p.) oraz we Francji (9 p.p.), podczas gdy we Włoszech udział funduszy akcyjnych w rynku nie zmienił się, a w Wielkiej Brytanii spadł o 4 punkty procentowe. Poza najmłodszyymi rynkami, popularność funduszy mieszanych nie zwiększała się istotnie. Jedynie we Włoszech i w Hiszpanii wzrósł w latach 2003 – 2006 udział funduszy mieszanych – w odniesieniu do Włoch o 15 p.p., a w odniesieniu do Hiszpanii – o 7 p.p. W Niemczech i w Luksemburgu wzrost był nieznaczny (o odpowiednio 3 i 4 p.p.), podczas gdy we Francji i w Wielkiej Brytanii udział funduszy mieszanych w rynku nie zmienił się na przestrzeni lat 2003 – 2006.

Rok 2007 przyniósł odwrócenie wzrostów cen instrumentów udziałowych i w konsekwencji spadek udziałów rynkowych funduszy akcji i funduszy mieszanych. Z uwagi na fakt, że spadki na giełdach rozpoczęły się w drugiej połowie roku, odpływ aktywów z funduszy lokujących aktywa w akcje nie był początkowo silny. We Francji udział rynkowy funduszy akcji nie zmienił się, w Niemczech, Luksemburgu, Hiszpanii i Włoszech spadł nieznacznie o 2 punkty procentowe. Nieco silniejszy spadek stał się udziałem brytyjskich funduszy, które łącznie utraciły 4 punkty procentowe udziału w rynku.

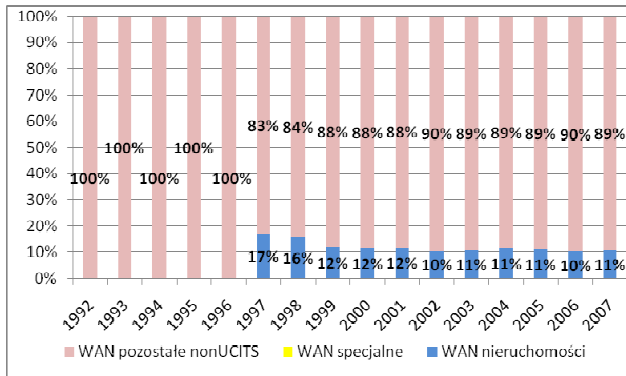
Segment rynku funduszy nonUCITS obejmuje fundusze nieruchomości, których przedmiotem lokat są nieruchomości nabywane bezpośrednio przez fundusz, jak i pośrednio przez spółki celowe utworzone przez fundusz, fundusze specjalne przeznaczone dla inwestorów kwalifikowanych (głównie instytucjonalnych) oraz pozostałe fundusze niezharmonizowane¹⁴. Z punktu widzenia form prawnych fundusze niezharmonizowane są znacząco bardziej zróżnicowane niż fundusze UCITS, co do zasady są jednak funduszami typu zamkniętego.

Segment funduszy zamkniętych rozwijał się później niż segment funduszy otwartych. Warto zwrócić uwagę, że na najmłodszych z analizowanych rynków (Włochy, Hiszpania) segment ten nie istniał w części badanego okresu. W Hiszpanii pierwszy fundusz niezharmonizowany powstał w 1995 roku, a we Włoszech – w 1998 roku.

¹⁴ Oprócz wyżej wskazanego istnieją także bardziej szczegółowe typologie funduszy inwestycyjnych niezharmonizowanych (zamkniętych) por. D. Krupa, *Fundusze inwestycyjne zamknięte*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2008, s. 88.

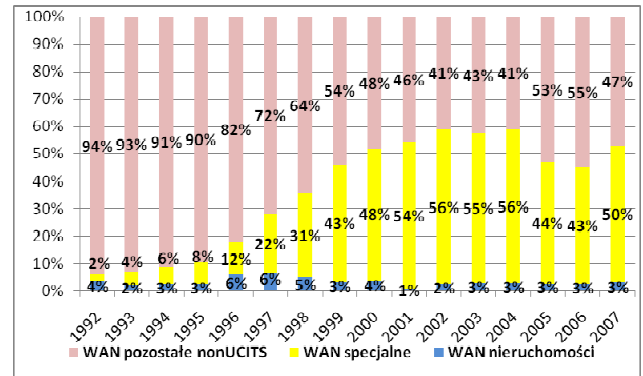
Francja

(a)



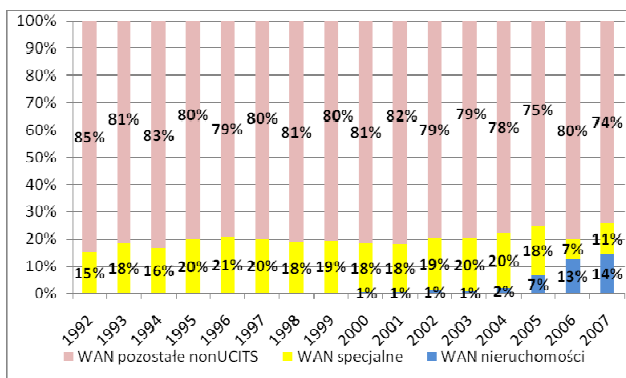
Luksemburg

(b)



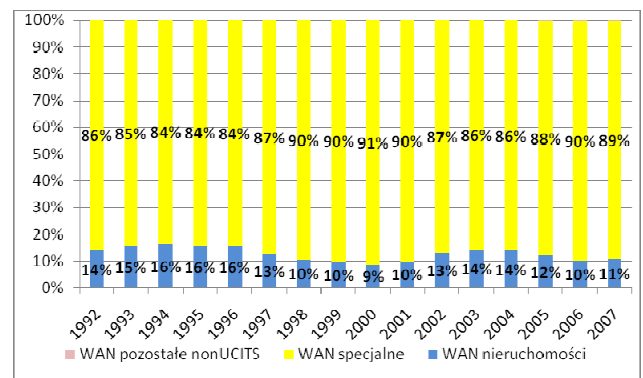
Wielka Brytania

(c)



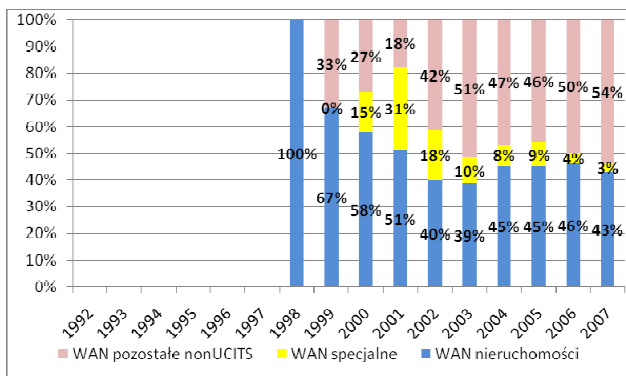
Niemcy

(d)



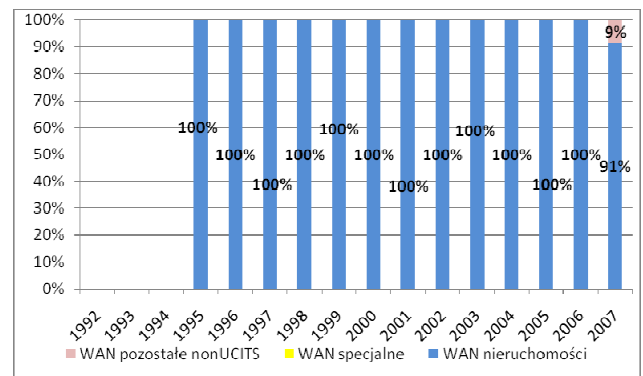
Włochy

(e)



Hiszpania

(f)



Wykres 24 (a-f). Struktura funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007

Źródło: EFAMA Fact Book 2005, 2007, 2008, EFAMA

Uprawniony wydaje się być argument, że stopień rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych może być oceniony przez pryzmat liczby i zróżnicowania funkcjonujących na danym rynku instytucji niezharmonizowanych z Dyrektywą UCITS, bowiem wyłącznie w

odniesieniu do tej grupy funduszy popyt generowany przez gospodarstwa domowe i inwestorów instytucjonalnych pośrednio prowadzi do tworzenia ram prawnych dla nowych form organizacyjnych podejmowania działalności, mających w założeniu czynić zadość oczekiwaniom inwestorów, a w konsekwencji – do oferowania przez spółki zarządzające nowych funduszy niezharmonizowanych.

Wśród funduszy nonUCITS największe znaczenie odgrywają fundusze przeznaczone dla inwestorów kwalifikowanych, głównie instytucjonalnych. Fundusze takie posiadały przeważający udział w aktywach w krajowych rynkach Luksemburga i Niemiec, były także obecne we Włoszech i w Wielkiej Brytanii. Fundusze przeznaczone dla inwestorów kwalifikowanych nie występowały w badanym okresie w Hiszpanii i we Francji.

W strukturze poszczególnych rynków nonUCITS występowały znaczące różnice. We Francji, Luksemburgu i Wielkiej Brytanii rynki były zdominowane przez fundusze inne niż nieruchomości i specjalne. Rynek niemiecki pozostawał domeną funduszy tworzonych dla inwestorów instytucjonalnych (fundusze specjalne).

Na rynkach włoskim i hiszpańskim dominowały fundusze nieruchomości, przy czym w Hiszpanii przez praktycznie cały okres (poza 2007 rokiem) pozostawały one jedynym rodzajem funduszy nonUCITS.

W trakcie analizowanego okresu regulacje prawne obowiązujące w badanych krajach przewidywały możliwość tworzenia funduszy lokujących w nieruchomości. Warto podkreślić, że termin pojawienia się możliwości tworzenia funduszy nieruchomości nie jest zależny od wieku rynku – we Francji, gdzie rynek funduszy inwestycyjnych istnieje od 1945 roku przewidziano możliwość tworzenia takich funduszy dopiero w 1997 roku, podczas gdy w Hiszpanii, której rynek jest młodszy (data uruchomienia pierwszego funduszu to 1954) pierwszy fundusz nieruchomości powstał już w 1995 roku. Z uwagi na nieobecność funduszy specjalnych fundusze nieruchomości stanowiły przez większość badanego okresu całość rynku funduszy nonUCITS w Hiszpanii. We Włoszech ich udział w rynku wynosił na koniec 2007 roku 43%. Poza wskazanymi krajami, udział w rynku funduszy nieruchomości był znacząco niższy – w Niemczech i we Francji nieznacznie 10%, a w Wielkiej Brytanii i Luksemburgu odpowiadał za kilka procent aktywów zgromadzonych w funduszach nonUCITS.

6.3. Koszty uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych

Koszty ponoszone przez uczestników na rzecz zarządzającego funduszem są ceną, jaką płacą uczestnicy za usługi zarządzania funduszem, za usługi związane z dystrybucją

tytułów uczestnictwa¹⁵ oraz za trzy rodzaje usług świadczonych im przez zarządzającego: (1) dywersyfikację inwestycji, (2) obniżenie kosztów transakcyjnych oraz (3) poprawienie płynności wobec bezpośrednich lokat w instrumenty finansowe¹⁶.

Konsekwencją rozdrobnienia rynku funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach były koszty uczestnictwa w funduszach, które kształtowały się odmiennie w każdym z krajów, jednakże co do zasady były znacząco wyższe od kosztów ponoszonych przez uczestników na rynku amerykańskim.

Z punktu widzenia uczestnika funduszu, koszty ponoszone w związku z uczestnictwem w funduszu mogą być podzielone na dwie grupy.

Do pierwszej z nich należą opłaty manipulacyjne związane z rozpoczęciem i zakończeniem uczestnictwa w funduszu¹⁷. Celem tych opłat jest pokrycie kosztów dystrybucji i reklamy funduszy inwestycyjnych poniesionych przez spółkę zarządzającą, w tym wynagrodzenia dystrybutora tytułów uczestnictwa¹⁸. Oprócz powyższej funkcji, opłaty dystrybucyjne mają zmniejszać skłonność uczestników do dokonywania nadmiernej ilości transakcji i w ten sposób promują długoterminowe oszczędzanie w funduszach inwestycyjnych¹⁹. Z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych obniżanie liczby umorzeń tytułów uczestnictwa jest istotne, bowiem pozwala na zachowanie wyższego poziomu alokacji aktywów i obniżenie procentowego udziału części płynnej środków funduszu (gotówki i instrumentów rynku pieniężnego) w aktywach funduszu przeznaczonej na obsługę umorzeń. Dążenie do zmniejszania wielkości umorzeń ma szczególne znaczenie dla funduszy lokujących w akcje, stąd poziom opłat manipulacyjnych jest w tej kategorii funduszy wyższy niż w pozostałych kategoriach.

Drugą grupę kosztów ponoszonych przez uczestnika stanowią koszty funkcjonowania funduszu, na które składają się koszty analiz rynku i transakcji dokonywanych przez fundusz, opłat na rzecz depozytariusza oraz opłaty za zarządzanie uiszczanej przez fundusz na rzecz spółki zarządzającej. Koszty te ujawniane są w sprawozdaniach finansowych funduszu i na

¹⁵ R. Ippolito, *Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance*, Quarterly Journal of Economics, 1989, Vol. 104, s. 1.

¹⁶ T. Chordia, *The structure of mutual fund charges*, Journal of Financial Economics, 1996, Vol. 41, s. 3.

¹⁷ Dotyczą one funduszy otwartych i dzielą się na opłaty pobierane przy wejściu do funduszu (*front-end fees*) i przy wyjściu z funduszu (*back-end fees*). Obecność i struktura opłat zależna jest od decyzji spółki zarządzającej.

¹⁸ Opłaty te są wyższe na rynkach, na których dominującym kanałem dystrybucji są banki, które sprzedają tytuły uczestnictwa funduszy zarządzanych przez powiązane z nimi kapitałowo spółki zarządzające. Por. w odniesieniu do charakteryzującego się wysokimi opłatami tego typu rynku hiszpańskiego J. Gil-Bazo, M. A. Martinez, *Black box of mutual fund fees*, Revista de Economía Financiera, 2004, Vol. 4, s. 54.

¹⁹ T. Chordia, op. cit.

bieżąco obniżają wartość inwestycji uczestnika, bowiem są ujmowane przy ustalaniu wartości aktywów netto przypadających na tytuł uczestnictwa.

Obie grupy kosztów z punktu widzenia uczestnika funduszu obniżają stopę zwrotu z inwestycji w tytuły uczestnictwa.

Jak wskazano w tabeli 39, pomiędzy poszczególnymi krajami istnieją znaczące różnice w poziomie kosztów ponoszonych przez fundusze (TER – *Total Expense Ratio*) i uczestników funduszy (TSC – *Total Shareholder Charges*) w zależności od prowadzonej przez fundusze polityki inwestycyjnej.

Co do zasady, najwyższe koszty związane były z uczestnictwem w funduszach akcyjnych. W dalszej kolejności plasowały się fundusze mieszane i fundusze dłużne. Z koniecznością ponoszenia najniższych kosztów związane było uczestnictwo w funduszach pieniężnych. Jednocześnie, koszty obciążające inwestora w danym funduszu są zależne nie tylko od nasilenia konkurencji na rynku krajowym i stawek rynkowych, ale także od wielkości aktywów, jakimi zarządza fundusz. Im wyższe aktywa, tym niższy udział w kosztach kosztów stałych ponoszonych przez spółkę zarządzającą oraz większe środki na analizy rynku i, z uwagi na wyższe wolumeny transakcji, niższe jednostkowe koszty transakcyjne²⁰, co oznacza, że w odniesieniu do kosztów funduszy inwestycyjnych występują efekty skali²¹.

W odniesieniu do poszczególnych kategorii funduszy UCITS warto zauważyć, że poszczególne kategorie funduszy różnią się istotnie wielkością opłat za zarządzanie, które z jednej strony związane są z wielkością kosztów ponoszonych przez spółki zarządzające z drugiej zaś – z przeznaczeniem tych funduszy. Biorąc pod uwagę poziom kosztów związanych z zarządzaniem funduszem inwestycyjnym, najwyższe koszty ponoszone są przez spółki zarządzające, w związku z zarządzaniem funduszami akcji i funduszami mieszanymi. Zarządzanie funduszami dłużnymi i funduszami pieniężnymi generuje znacznie niższe koszty. Z drugiej strony, fundusze akcyjne, mieszane i dłużne z zasady przeznaczone są do długoterminowego oszczędzania, podczas gdy fundusze pieniężne nie mają takiego charakteru i służą głównie krótko- i średnioterminowemu zabezpieczeniu aktywów przed inflacją. W konsekwencji, podstawowym celem funduszy pieniężnych, konkurujących z

²⁰ A. Khorana, H. Servaes, P. Tufano, *Mutual fund fees around the World*, Review of Financial Studies, 2009, Vol. 22, No. 3, s. 1279.

²¹ B. Barber, T. Odeon, L. Zheng, *Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows*, Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=496315, W. J. Baumol, S. M. Goldfeld, L. A. Gordon, M. F. Koehn, *The economics of mutual fund markets: Competition versus regulation*, Kluwer Academic Publishers, New York 1990, s. 185.

depozytami bankowymi, jest stabilność i przewidywalność stóp zwrotu, a celem spółek nimi zarządzających – zapewnienie, że stopy te przewyższają poziom inflacji.

Koszty ponoszone przez fundusz obniżają jego stopę zwrotu. W przypadku funduszy dłużnych i pieniężnych, dla których produktem substytucyjnym są lokaty bankowe warunkiem konkurencyjności osiąganych przez nie stóp zwrotu jest maksymalne rozłożenie kosztów działania, stąd fundusze tych typów zazwyczaj są znacząco większe od funduszy z udziałem akcji, przy czym w wyższym stopniu zasada ta dotyczy funduszy pieniężnych.

Tabela 39. Mediana kosztów uczestnictwa w krajowych i zagranicznych funduszach UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w 2002 roku

kraj	fundusze		fundusze			
			akcyjne	mieszane	dłużne	pieniężne
Francja	krajowe	TER	1,46	1,2	0,89	0,43
		TSC	2,12	1,75	1,24	0,56
	dystrybuowane	TER	1,78	1,43	1,01	0,55
		TSC	2,62	2,09	1,56	0,7
Luksemburg	krajowe	TER	1,96	1,69	1,12	0,72
		TSC	2,86	2,47	1,91	1,01
	dystrybuowane	TER	1,92	1,55	1,11	0,7
		TSC	2,79	2,41	1,84	0,98
Irlandia	krajowe	TER	1,9	2,19	1,3	0,44
		TSC	2,84	2,84	2,21	1,67
	dystrybuowane	TER	bd	bd	bd	bd
		TSC	bd	bd	bd	bd
Niemcy	krajowe	TER	1,34	1,24	0,77	0,58
		TSC	2,15	2,01	1,35	0,64
	dystrybuowane	TER	1,79	1,4	1,01	0,64
		TSC	2,65	2,19	1,67	0,86
Hiszpania	krajowe	TER	2,1	1,68	1,34	1,52
		TSC	2,33	1,79	1,47	1,96
	dystrybuowane	TER	2,02	1,73	1,25	0,94
		TSC	2,74	1,99	1,76	1,14
Włochy	krajowe	TER	1,95	1,39	1,21	0,71
		TSC	2,48	1,8	1,42	0,81
	dystrybuowane	TER	2,01	1,6	1,22	0,74
		TSC	2,79	2,24	1,89	1,09
Wielka Brytania	krajowe	TER	1,45	1,37	1	0,64
		TSC	2,54	2,37	1,96	0,64
	dystrybuowane	TER	1,66	1,54	1,09	0,71
		TSC	2,75	2,56	1,89	0,9

TER – (*Total Expense Ratio*) suma rocznych kosztów ponoszonych przez fundusz, TSC – (*Total Shareholder Charges*) suma rocznych kosztów ponoszonych przez uczestników przy założeniu pięcioletniego uczestnictwa obliczona jako $TSC = TER + \text{opłata za nabycie}/5 + \text{opłata za umorzenie}/5$

Źródło: Khorana, H. Servaes, P. Tufano, *Mutual Fund Fees Around the World*, Review of Financial Studies, 2008

W odniesieniu do funduszy z udziałem akcji, wyższy poziom opłat za zarządzanie ponoszonych przez inwestorów pokrywających koszty funkcjonowania funduszy oraz stanowiących dochód spółek zarządzających powoduje, że fundusze te mogą być rentowne dla spółek zarządzających już przy stosunkowo niewielkiej wartości zarządzanych aktywów.

Koszty związane z uczestnictwem w funduszach akcyjnych były najniższe w Niemczech w odniesieniu do funduszy krajowych zarówno w odniesieniu do TER, jak i TSC, co oznacza, że akcyjne fundusze niemieckie pobierały relatywnie najniższe opłaty manipulacyjne i utrzymywały koszty działalności na niskim poziomie. Fundusze zagraniczne dystrybuowane na analizowanych rynkach pobierały najniższe opłaty we Francji, a najniższe koszty ponosiły fundusze sprzedawane w Wielkiej Brytanii. Co ciekawe, najwyższe koszty uczestnictwa w funduszach krajowych ponoszone były przez uczestników w Luksemburgu i w Hiszpanii, gdzie w 2002 roku istniał stosunkowo młody i charakteryzujący się niską konkurencją rynek funduszy.

W segmencie funduszy mieszanych najniższymi kosztami uczestnictwa charakteryzowały się krajowe fundusze francuskie oraz fundusze zagraniczne sprzedawane we Francji. Najwyższe koszty uczestnictwa w funduszach krajowych ponosili uczestnicy w Irlandii i w Luksemburgu, a w funduszach zagranicznych – w Hiszpanii i w Wielkiej Brytanii.

Najmniej kosztowne było uczestnictwo w krajowych funduszach dłużnych w Niemczech i we Francji. Natomiast najwyższe koszty były związane z uczestnictwem w krajowych funduszach dłużnych w Hiszpanii i w Irlandii. Wśród funduszy zagranicznych, najniższe koszty uczestnictwa ponosili uczestnicy nabywający fundusze zagraniczne we Francji, najwyższe zaś – uczestnicy we Włoszech i w Wielkiej Brytanii.

Najbardziej konkurencyjny rynek funduszy pieniężnych, w których wielkość kosztów była najniższa spośród czterech kategorii funduszy, istniał we Francji. Zarówno w odniesieniu do funduszy krajowych, jak i funduszy zagranicznych TER i TSC były we Francji najniższe. Najwyższe koszty związane z uczestnictwem w krajowych i zagranicznych funduszach pieniężnych ponosili uczestnicy w Hiszpanii.

Biorąc pod uwagę wszystkie kategorie funduszy zarówno krajowych, jak i zagranicznych należy stwierdzić, że obciążały one swoich uczestników najniższymi kosztami we Francji i Niemczech, podczas gdy we Włoszech i w Wielkiej Brytanii koszty te pozostawały na średnim poziomie, a najwyższe koszty uczestnictwa były związane z funduszami oferowanymi na rynkach w Hiszpanii i w Luksemburgu.

Jak podkreślono powyżej, koszty związane z uczestnictwem w poszczególnych kategoriach funduszy inwestycyjnych mają znacznie niższy wpływ na atrakcyjność funduszy niż osiągnięte przez fundusze stopy zwrotu. Powyższe częściowo wynika z faktu, że koszty są dla przeciętnego inwestora trudne do określenia, bowiem przeważająca ich część zmniejsza stopę zwrotu z inwestycji i jest ujmowana w wartości tytułu uczestnictwa. Dodatkowo, jeśli stopy zwrotu są silnie dodatnie, to koszty uczestnictwa w funduszu mogą być uznawane przez

inwestorów za uzasadniony koszt zarządzania, jeśli stopy zwrotu są ujemne, to niezależnie od wielkości ponoszonych kosztów, taka kategoria funduszy inwestycyjnych traci na atrakcyjności z punktu widzenia inwestorów.

Wnioski końcowe

W zakończeniu niniejszej rozprawy przeprowadzono analizę jakościową, oceniającą wpływ czynników, mogących kształtować rynki funduszy inwestycyjnych w siedmiu wybranych, największych pod względem zarządzanych aktywów, rynków funduszy inwestycyjnych w Europie w latach 1992 – 2007.

Syntetyczne wyniki rozważań na ten temat zawarte są w tabeli 40, w której uwzględniono mierzalne czynniki, determinujące rozwój rynku funduszy oraz podjęto próbę określenia kierunku i natężenia wpływu, jaki one wywierały na krajowe rynki funduszy inwestycyjnych.

Analizą jakościową objęto czynniki, które zostały zidentyfikowane w rozdziałach drugim, czwartym i szóstym, jako kształtujące wielkość krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. Spośród czynników prawnopodatkowych wybrano do analizy wielkość opodatkowania, dopuszczalne formy organizacyjne oraz otoczenie prawne, przy czym dwa ostatnie analizowano łącznie. Pominięto badania dotyczące poziomu ochrony inwestorów oraz zakresu obowiązkowych ujawnień, bowiem z jednej strony czynniki te są trudno mierzalne, z drugiej zaś – w sposób zbliżony determinowały zmiany krajowych rynków wobec zharmonizowania przepisów następującego wskutek obowiązywania Dyrektywy UCITS.

Wśród czynników makroekonomicznych przeanalizowano wpływ wzrostu gospodarczego, wielkości rynku finansowego, poziomu zamożności, wielkości oszczędności i skłonności do oszczędzania oraz poziomu inflacji i stóp procentowych. Zaniechano badania wpływu na zmiany krajowych rynków funduszy inwestycyjnych koniunktury gospodarczej, jako wypadkowej niektórych z już analizowanych czynników oraz bezrobocia, którego analizę także pominięto.

Spośród czynników o **charakterze mikroekonomicznym**, w analizie wykorzystano wyłącznie stopy zwrotu z inwestycji. Pominięto analizę kosztów uczestnictwa z uwagi na brak odpowiednich danych dotyczących wielkości tych kosztów w poszczególnych krajach. Nie dokonano odrębnej analizy zmian struktury rynków, bowiem przyjęto, że była ona wyłącznie skutkiem oddziaływania innych czynników mikroekonomicznych, w tym w szczególności stóp zwrotu z inwestycji oraz niektórych czynników makroekonomicznych, zwłaszcza wzrostu gospodarczego oraz zmian w poziomie zamożności.

Podobnie, jak dla celów analizy otoczenia makroekonomicznego, przeprowadzonej w rozdziale szóstym, badany okres podzielono na pięć podokresów według kryterium ogólnej koniunktury gospodarczej oraz koniunktury na rynku akcji. Przy zastosowaniu powyższych

kryteriów wyodrębniono następujące podokresy: lata 1992 – 1995, 1996 – 1998, 1999 – 2001, 2002 – 2005 oraz 2006 – 2007.

Do wartościowania wpływu czynników na zmiany wielkości rynku mierzonej wartością aktywów netto funduszy inwestycyjnych z siedzibą na terytorium analizowanego kraju użyto przedziału od „+” do „-”, przy czym wartości skrajne oznaczają wywieranie przez dany czynnik istotnego (pozytywnego albo negatywnego) wpływu w badanym okresie, wartości „+” i „-” oznaczają, że występowanie danego czynnika przyczyniało się w nieznacznym zakresie do zmian wielkości krajowego, a wartość „0” oznacza neutralny wpływ danego czynnika na wielkość rynku.

W badanym okresie czynniki prawne o charakterze ponadkrajowym oddziaływały na segmenty funduszy UCITS krajowych rynków funduszy inwestycyjnych ze zbliżonym natężeniem. Jednakże, mimo że regulacje europejskie, co do zasady realizowały jednolity cel, jakim było utworzenie, a następnie rozwijanie wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych, **sposób i tempo ich wdrażania do krajowych systemów prawnych powodowały, że czynnik ten nie oddziaływał jednakowo w każdym z badanych krajów.** Skrajnymi przykładami wspierania funkcjonowania rynku w analizowanych krajach są z jednej strony Luksemburg i Irlandia, z drugiej – Francja. O ile pierwsze dwa ze wskazanych krajów, upatrując szansę w elastycznym i dynamicznie odpowiadającym na potrzeby rynku systemie regulacji funduszy, dokonywały wdrożenia niezwykle sprawnie, o tyle w pierwszej części badanego okresu – we Francji, w celu ochrony krajowego rynku przed zagraniczną konkurencją, proces ten był opóźniany.

Oprócz tempa wdrażania regulacji ponadkrajowych, istotne znaczenie dla budowy fundamentów krajowych rynków funduszy inwestycyjnych ma **zakres dostępnych form organizacyjnych i ich elastyczność**, pozwalająca na dostosowywanie ich do potrzeb konkretnych grup inwestorów. Czynnik ten ma znacząco większe znaczenie w odniesieniu do segmentu nonUCITS, bowiem w odniesieniu do niego inicjatywa ustawodawcy nie jest krępowana przez przepisy ponadkrajowe. W analizowanych krajach zakres dostępnych form organizacyjnych jest różny.

Wyłącznie w Irlandii prawo krajowe dopuszcza tworzenie wszystkich trzech form funduszy inwestycyjnych – statutowego, umownego i powierniczego. Regulacje dotyczące form organizacyjnych były systematycznie rozbudowywane w Luksemburgu oraz od 1997 roku – także we Francji.

**Tabela 40. Wpływ krajowych czynników prawnopodatkowych i ekonomicznych
na krajowe rynki funduszy inwestycyjnych w latach 1992 – 2007**

czynniki	1992 – 1995	1996 – 1998	1999 – 2001	2002 – 2005	2006 – 2007
Luksemburg					
dopuszczalne formy organizacyjne	++	++	++	++	++
wielkość opodatkowania	+	+	+	++	++
wzrost gospodarczy	++	+	++	++	++
wielkość rynku finansowego	--	--	-	-	-
poziom zamożności	++	++	++	++	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	++	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	+	-	++
Francja					
dopuszczalne formy organizacyjne	-	+	++	++	0
wielkość opodatkowania	0	+	+	+	+
wzrost gospodarczy	0	+	++	+	+
wielkość rynku finansowego	0	0	+	+	+
poziom zamożności	++	++	++	++	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	++	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	+	-	++
Niemcy					
dopuszczalne formy organizacyjne	+	+	++	+	0
wielkość opodatkowania	+	+	+	++	+
wzrost gospodarczy	+	0	+	-	+
wielkość rynku finansowego	+	+	+	+	+
poziom zamożności	++	++	++	++	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	++	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	+	--	++
Irlandia					
dopuszczalne formy organizacyjne	++	++	++	++	++
wielkość opodatkowania	++	++	++	++	++
wzrost gospodarczy	++	++	++	++	++
wielkość rynku finansowego	--	--	0	0	0
poziom zamożności	+	+	++	++	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	+	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	+	-	++
Wielka Brytania					
dopuszczalne formy organizacyjne	+	++	++	0	0
wielkość opodatkowania	++	++	++	++	++
wzrost gospodarczy	++	++	++	++	+
wielkość rynku finansowego	++	++	++	++	++
poziom zamożności	+	+	++	++	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	+	+	+	+	+
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	+	--	+
Włochy					
dopuszczalne formy organizacyjne	+	0	0	+	0
wielkość opodatkowania	+	+	-	--	--
wzrost gospodarczy	0	0	+	-	+
wielkość rynku finansowego	-	0	0	+	+
poziom zamożności	++	+	+	+	++
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	++	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	0	-	++
Hiszpania					
dopuszczalne formy organizacyjne	+	0	++	+	+
wielkość opodatkowania	++	++	++	++	++
wzrost gospodarczy	0	++	++	++	++
wielkość rynku finansowego	-	0	0	0	0
poziom zamożności	+	+	+	+	+
wielkość oszczędności i skłonność do oszczędzania	++	++	++	++	++
poziom inflacji i stóp procentowych	+	+	+	+	+
stopy zwrotu z inwestycji	bd	bd	0	-	++

Źródło: opracowanie własne

W odniesieniu do Niemiec i Wielkiej Brytanii, w badanym okresie nie prowadzono istotnych, nowych form, w jakich mogłyby funkcjonować fundusze na rynku lokalnym. W Hiszpanii i we Włoszech, będących najmłodszymi rynkami funduszy inwestycyjnych dopiero w analizowanym okresie (lata 1992 – 2007) wprowadzono regulacje pozwalające na tworzenie funduszy nonUCITS, co spowodowało powstanie tego segmentu rynku we wskazanych krajach.

Czynnikiem o podstawowym znaczeniu dla dynamiki rozwoju krajowych rynków funduszy w badanym okresie była polityka państwa w odniesieniu do **opodatkowania dochodów spółek zarządzających, funduszy i inwestorów**. Czynniki te działały z różnym natężeniem i kierunkiem w poszczególnych okresach w odniesieniu do analizowanych krajów, wobec nieistnienia w latach 1992 – 2007 jakichkolwiek regulacji ponadkrajowych w zakresie opodatkowania dochodów i pozostawienia tej materii do samodzielnej regulacji przez ustawodawców krajowych. W konsekwencji, czynniki podatkowe kształtowały dynamikę zmian krajowych rynków funduszy inwestycyjnych w znaczącym stopniu. Najważniejszą przyczyną rozkwitu rynku funduszy w Irlandii była polityka podatkowa rządu, opierająca się na opodatkowaniu preferencyjną stawką podatku dochodowego, podmiotów działających w wybranych, uznawanych za perspektywiczne, gałęziach gospodarki m.in. usługach finansowych. Preferencja ta wskutek działania Unii Europejskiej, przeciwstawiającej się udzielanej w ten sposób pomocy publicznej, była zaczynem rozkwitu rynku irlandzkiego jako europejskiego centrum obsługi funduszy inwestycyjnych. Zasady opodatkowania funduszy, które w sześciu z siedmiu analizowanych krajów są podmiotowo zwolnione z opodatkowania dochodów, mogą także wpływać negatywnie na rozwój rynku.

Czynnikiem, który zahamował wzrost włoskiego rynku funduszy inwestycyjnych było przeniesienie ciężaru opodatkowania z poziomu uczestników na poziom krajowych funduszy inwestycyjnych. Wobec dyskryminacyjnej polityki fiskalnej w odniesieniu do krajowych funduszy, rynek włoski od 2004 roku systematycznie kurczył się mimo, że wartość aktywów zgromadzonych w funduszach przez obywateli Włoch rosła - działało się tak dzięki transgranicznej dystrybucji funduszy zagranicznych.

Podstawowe znaczenie dla wspomagania długoterminowego oszczędzania, w tym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych mają preferencje podatkowe w odniesieniu do opodatkowania dochodów uczestników. Celem istnienia takich zachęt jest wspomaganie oszczędzania, w tym na cele emerytalne. W analizowanych krajach zachęty te były silnym bodźcem wspomagającym rozwój rynku, przy czym warto podkreślić, że przez cały analizowany okres istniały one wyłącznie w Wielkiej Brytanii, gdzie preferencyjne

opodatkowanie dochodów z funduszy przełożyło się na znaczący udział w rynku krajowym funduszy akcyjnych, a więc kategorii funduszy o najdłuższym horyzoncie inwestycyjnym.

Najważniejszymi czynnikami makroekonomicznymi kształtującymi popyt, a w konsekwencji wielkość krajowych rynków funduszy inwestycyjnych były **poziom zamożności** oraz **wzrost gospodarczy**. Kierunek zależności pomiędzy **poziomem zamożności** a wielkością aktywów funduszy jest dodatni. Lata 1992 – 2007 były okresem silnego wzrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych oraz notowanego w niektórych krajach (Irlandia, Luksemburg, Wielka Brytania) silnego wzrostu gospodarczego. Rynek funduszy we wszystkich trzech wyżej wskazanych krajach rozwijał się dynamicznie, przy czym w odniesieniu do Irlandii i Luksemburga, z uwagi na ich specyfikę jako „eksporterów funduszy” – poziom wzrostu gospodarczego był raczej pośrednim rezultatem wzrostu aktywów funduszy niż jego przyczyną. Rynek brytyjski mimo, że należący do najstarszych rynków funduszy inwestycyjnych na świecie, przy zwiększaniu się poziomu zamożności, nie rozwijał się dynamicznie, a przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w niskiej i systematycznie spadającej skłonności do oszczędzania. Poziom zamożności jest czynnikiem wspomagającym rozwój rynku funduszy inwestycyjnych, jeśli poparty jest wysoką skłonnością do oszczędzania.

Wśród czynników o charakterze makroekonomicznym, których znaczenie było w badanym okresie znacząco mniejsze, wskazać należy na **wielkość rynku finansowego** oraz **poziom inflacji i stóp procentowych**. Marginalizacja powyższych czynników, które w literaturze odnoszącej się do światowych rynków funduszy uznawane są za istotne, wynika z postępującego procesu tworzenia wspólnego europejskiego rynku finansowego, liberalizacji przepływów pieniężnych oraz wprowadzenia w 1999 roku wspólnej waluty i podjęcia wspólnej polityki pieniężnej przez analizowane kraje.

Czynnikiem makroekonomicznym, którego znaczenie dla rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych było niewielkie, była w badanym okresie **skłonność do oszczędzania oraz wielkość oszczędności**. Systematycznie zmniejszanie się skłonności do oszczędzania obserwowane w badanym okresie w Wielkiej Brytanii i we Włoszech wpływało hamująco na wzrost rynku funduszy inwestycyjnych, choć jak się wydaje, w odniesieniu do drugiego z wyżej wskazanych krajów nie był to czynnik o pierwszorzędym znaczeniu. Wysoka skłonność do oszczędzania charakterystyczna dla Niemiec i Francji wspomagała wzrost wartości aktywów zgromadzonych przez krajowe fundusze inwestycyjne w badanym okresie, a nadto przyczyniała się do rozwoju rynku w Luksemburgu, bowiem znaczny odsetek

środków alokowanych przez obywateli Niemiec i Francji powierzany był funduszom z siedzibą w tym kraju.

Wśród czynników mikroekonomicznych determinujących kierunek i natężenie zmian wielkości aktywów funduszy inwestycyjnych wyróżnić należy **stopy zwrotu z inwestycji**¹. Czynnikiem ten miał pierwszorzędne znaczenie dla określenia kierunku i natężenia zmian aktywów funduszy inwestycyjnych oraz zmian struktury rynków funduszy. W latach dobrej koniunktury giełdowej oraz w okresie bezpośrednio po nich następującym obserwowany był szybki napływ środków do funduszy akcji oraz zmiana struktury aktywów poprzez ich migrację z funduszy dłużnych (pieniężne i obligacji) do funduszy z udziałem akcji (akcyjne i mieszane). Wpływ tego czynnika był nieznacznie osłabiany poprzez fakt, że okresy dobre koniunktury na rynku akcji były zazwyczaj zbieżne z okresami wzrostu gospodarczego, spadku bezrobocia i spadku rynkowych stóp procentowych, które sprzyjały wzrostowi oszczędności i czyniły fundusze inwestycyjne atrakcyjniejszymi na tle substytucyjnych produktów inwestycyjnych, w szczególności lokat bankowych.

Koszty ponoszone przez uczestników w związku z uczestnictwem w funduszach były zależne od wielkości rynku oraz od długości jego istnienia. Na ustabilizowanych rynkach koszty te były z zasady niższe (Francja, Niemcy) niż na rynkach znajdujących się w fazie ograniczonego rozwoju (Wielka Brytania, Włochy). Najwyższe koszty uczestnictwa w funduszach były ponoszone przez uczestników nabywających fundusze z siedzibą krajach charakteryzujących się silnym wzrostem wartości aktywów (Hiszpania, Luksemburg). Wielkość kosztów jako cecha funduszy słabo rozpoznawana przez uczestników posiada ograniczone znaczenie dla kształtowania się wielkości napływu środków i wielkości aktywów netto zarządzanych przez krajowe fundusze inwestycyjne.

W analizowanym okresie fundusze inwestycyjne stały się w rozwiniętych krajach Unii Europejskiej liczącym się graczem na rynkach finansowych oraz popularnym sposobem inwestowania nadwyżek środków pieniężnych przez gospodarstwa domowe.

Wartość aktywów powierzonych funduszom oraz ich liczba i różnorodność na koniec okresu różniły się istotnie pomiędzy badanymi krajami. Jako że należą one do jednego kręgu kulturowego, przyjąć należy że różnice te nie wynikały z uwarunkowań społecznych i czynników psychologicznych.

¹ Wobec niedostępności stóp zwrotu poszczególnych funduszy oraz danych dotyczących stóp zwrotu funduszy w poszczególnych kategoriach dla mierzeni atrakcyjności funduszy posłużono się przybliżonymi danymi, których sposób oszacowania opisano w rozdziale szóstym.

Mimo że w całym okresie 1992 – 2007 istniały regulacje prawa wspólnotowego, których celem było stworzenie fundamentów wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych, wpływały one w niewielkim stopniu na zwiększanie się podaży funduszy krajowych. Kluczem do rozwoju krajowych rynków było dostrzeżenie w funduszach inwestycyjnych nie tylko instrumentu długoterminowego oszczędzania, ale także ważnej gałęzi gospodarki. Kraje, które wspierały rozwój sektora usług finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych, stały się w badanym okresie eksporterem funduszy inwestycyjnych. Fundusze, z uwagi na korzystne otoczenie prawopodatkowe oraz dostęp do wykwalifikowanych pracowników, lokowane były w tych krajach w celu zaoferowania na innych rynkach wspólnotowych, korzystając z przywileju jednolitej licencji.

Fundusze zagraniczne stały się czynnikiem wzmacniającym konkurencyjność lokalnych funduszy, a ponieważ w części przypadków pozwalały na korzystanie z efektów optymalizacji podatkowej, przyczyniły się także do spotęgowania konkurencji regulacyjnej i konkurencji systemów podatkowych pomiędzy poszczególnymi krajami. Nie bez znaczenia jest także dodatni wpływ oferty funduszy zagranicznych na wielkość kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych oraz atrakcyjne stopy zwrotu osiągnięte przez te instytucje powiązane z korzystnym kształtowaniem się koniunktury na rynkach finansowych.

Powyższe procesy nie mogłyby mieć miejsca, gdyby nie stabilne otoczenie makroekonomiczne, w tym w szczególności niska inflacja i stabilny wzrost gospodarczy przekładający się na wzrost zamożności społeczeństwa nasilony spadającymi w badanym okresie stawkami podatku dochodowego. Czynniki te generowały silny impuls popytowy, który dodatkowo wzmacniany był wynikającymi z zagrożeń demograficznych reformami systemów emerytalnych, sprowadzającymi się do premiowania długoterminowego oszczędzania na cele emerytalne. Nowe konstrukcje systemów emerytalnych częściowo opierały się na dobrowolnym oszczędzaniu, do którego zachętą były stopniowo wprowadzane w analizowanych krajach preferencje podatkowe.

Opodatkowanie uznać należy za czynnik wpływający w najwyższym stopniu na kształt rozwoju krajowych rynków funduszy inwestycyjnych. Z jednej strony, jak wskazano powyżej, zachęty podatkowe wspomagają popyt, skłaniając do powierzenia aktywów funduszom inwestycyjnym, które korzystając z efektów skali i długoterminowych uczestników są bardziej skłonne do obniżania kosztów związanych z uczestnictwem w funduszach. To z kolei dodatnio wpływa na osiągnięte przez uczestników stopy zwrotu. Z drugiej zaś, korzystne opodatkowanie spółek zarządzających funduszami przyczynia się do

wzrostu liczby spółek zarządzających i wzrostu liczby oferowanych funduszy inwestycyjnych.

Wzmocnienie roli funduszy inwestycyjnych w gospodarkach krajowych następowało zatem wskutek konsekwentnie realizowanej polityki, której podstawowymi celami było wspieranie rozwoju sektora pośredników finansowych poprzez elastyczne kształtowanie ram organizacyjnoprawnych podejmowania i prowadzenia działalności, co zwiększało podaż funduszy oraz poprzez takie kształtowanie systemu podatkowego, by zachęcał do długoterminowego oszczędzania wzmacniając popyt na usługi zarządzania aktywami.

Wzrastające znaczenie funduszy inwestycyjnych jako pośredników finansowych skutkowało w badanym okresie podejmowaniem na poziomie Unii Europejskiej działań zmierzających do dalszej realnej integracji rynku tych instytucji. Przyjęcie w 2004 roku jednolitych zasad ochrony inwestorów w procesie sprzedaży funduszy inwestycyjnych (Dyrektywa MiFID) oraz – w 2009 roku – Dyrektywy UCITS IV, której celem jest dalsze wzmocnienie wspólnego rynku, przyczynią się do ujednoczenia zasad ochrony inwestorów oraz wzmocnienia się konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych.

O ile w analizowanym okresie rozwój krajowych rynków następował samorzutnie wskutek stale zwiększającego się popytu na usługi zarządzania aktywami, który był wzmacniany lub osłabiany przez politykę krajów w zakresie regulacji prawnych i podatkowych, o tyle w przyszłości, wobec stabilizacji wielkości rynku oraz ofensywy substytucyjnych produktów finansowych, należy spodziewać się nasilenia konkurencji pomiędzy krajami w zakresie stwarzania warunków do lokowania funduszy inwestycyjnych na ich terytorium w celu sprzedaży w innych krajach członkowskich.

W przyszłości, w związku z otwierającymi się od 2011 roku możliwościami w zakresie transgranicznych łączy funduszy oraz dalszym uproszczeniem procedur notyfikacji, kluczowe znaczenie dla wzrostu lokalnych rynków będzie miała polityka krajów w zakresie kształtowania korzystnego otoczenia dla dostawców usług zarządzania aktywami oraz opodatkowania konsumentów tych usług.

Spis tabel

	Strona
Tabela 1. Układ klasyfikacji funduszy inwestycyjnych	33
Tabela 2. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych na rynku USA według prowadzonej polityki inwestycyjnej	34
Tabela 3. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych na rynku europejskim według prowadzonej polityki inwestycyjnej	35
Tabela 4. Struktury nadzoru nad rynkiem finansowym	57
Tabela 5. Typy nadzoru nad rynkiem finansowym w państwach należących do Unii Europejskiej	58
Tabela 6. Formy prawne instytucji wspólnego inwestowania w państwach należących do Unii Europejskiej (stan na 30.06.2008)	61
Tabela 7. Etapy integracji europejskiej	80
Tabela 8. Etapy tworzenia Unii Europejskiej	81
Tabela 9. Kluczowe zmiany Dyrektywy UCITS (UCITS IV)	98
Tabela 10. Historyczne zmiany Dyrektywy UCITS	103
Tabela 11. Klasyfikacja podatków	111
Tabela 12. Klasyfikacja podatków według OECD	112
Tabela 13. Schematy opodatkowania w zależności od kraju inwestycji, kraju siedziby funduszu i kraju rezydencji inwestora	115
Tabela 14. Kraje siedziby i kraje docelowe dystrybucji funduszy inwestycyjnych (stan na 31 grudnia 2007)	120
Tabela 15. Zmiany regulacji prawnych funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach w latach 1985 - 1996	131
Tabela 16. Zmiany regulacji prawnych funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach w latach 1997 - 2007	133
Tabela 17. Konstrukcje prawne funduszy inwestycyjnych w badanych krajach w latach 1992 – 2007 wraz z datami wprowadzenia	139
Tabela 18. Maksymalne stawki podatku dochodowego od osób prawnych (OP) i osób fizycznych (OF) w badanych krajach w latach 1992 – 2007	141
Tabela 19. Zasady opodatkowania funduszy oraz lokujących w fundusze osób fizycznych i prawnych w badanych krajach w latach 1992 – 2007	142
Tabela 20. Wybrane badania nad czynnikami wpływającymi na rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	150
Tabela 21. Zmiany PKB, PKB <i>per capita</i> i wartość aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych w latach 1997 i 2007 w wybranych krajach UE	159
Tabela 22. Średnioroczny WAN <i>per capita</i> , średnia zmiana WAN <i>per capita</i> , średnia stopa oszczędności oraz średnia stopa oszczędności gospodarstw domowych w latach 1997 – 2007	167
Tabela 23. Wartość aktywów netto (WAN) funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach w latach 1997 i 2007 z podziałem na kategorie funduszy	170
Tabela 24. Udział rynków krajowych w europejskim rynku funduszy inwestycyjnych oraz struktura	171

rodzajowa funduszy na rynkach krajowych w latach 1997 i 2007	
Tabela 25. Wartość aktywów netto funduszy z udziałem akcji, kapitalizacja giełd, wielkość obrotu na giełdach i stopa obrotu akcjami w latach 1997 i 2007	173
Tabela 26. Wartość aktywów netto funduszy z udziałem instrumentów dłużnych, wartość wyemitowanych publicznych i niepublicznych instrumentów dłużnych w relacji do PKB w latach 1997 i 2007	176
Tabela 27. Średnia roczna zmiana WAN (w USD), mediana wysokości krótko- i długoterminowych stóp procentowych i ich zmienność oraz mediana inflacji i jej zmienność w wybranych krajach w latach 1997 – 2007	181
Tabela 28. WAN <i>per capita</i> i PKB <i>per capita</i> (w EUR – ceny bieżące) w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	213
Tabela 29. Ważone aktywami średnie stopy zwrotu funduszy UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w latach 1999 – 2007	243
Tabela 30. Roczne saldo wpłat i wypłat do funduszy UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w latach 1999 – 2007	245
Tabela 31. Zmiana WAN funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	253
Tabela 32. Zmiana WAN funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	255
Tabela 33. Zmiana WAN poszczególnych kategorii funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	256
Tabela 34. Średni WAN funduszy UCITS i nonUCITS w analizowanych krajach w relacji do średniego WAN funduszy UCITS i nonUCITS w Europie w latach 1992 – 2007	258
Tabela 35. Średni WAN funduszy UCITS i nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	259
Tabela 36. Średni WAN (mln EUR) poszczególnych kategorii funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	260
Tabela 37. Średni WAN poszczególnych kategorii funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	262
Tabela 38. Zmiana WAN poszczególnych kategorii funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1993 – 2007	265
Tabela 39. Mediana kosztów uczestnictwa w krajowych i zagranicznych funduszach UCITS różnych kategorii w analizowanych krajach w 2002 roku	274
Tabela 40. Wpływ krajowych czynników prawnopodatkowych i ekonomicznych na krajowe rynki funduszy inwestycyjnych w latach 1992 – 2007	279

Spis wykresów

	Strona
Wykres 1. Indeks cen dóbr konsumpcyjnych a udział funduszy inwestycyjnych lokujących środki w dłużne instrumenty finansowe w aktywach ogółem powierzonych instytucjom wspólnego inwestowania w USA w latach 1970 – 2007	20
Wykres 2 Aktywa netto i liczba funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych w latach 1970 – 2007 (dane na koniec roku)	22
Wykres 3 Średnioroczny udział wybranych rynków krajowych pod względem aktywów netto w światowym funduszy inwestycyjnych w latach 1997 – 2007	27
Wykres 4 Średnioroczny udział wybranych rynków krajowych pod względem liczby funduszy inwestycyjnych w światowym rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1997 – 2007	28
Wykres 5 (a-n). Wybrane wskaźniki makroekonomiczne a zmiany WAN i liczby funduszy inwestycyjnych w badanych krajach w latach 1992 - 2007	186
Wykres 6. Średnia wartość PKB <i>per capita</i> (oś x) i WAN <i>per capita</i> (osie y) w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	214
Wykres 7. Średnia zmiana PKB (oś x) i średnia zmiana WAN (oś y) w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	215
Wykres 8. Wartość aktywów finansowych netto oraz zobowiązań w wybranych krajach w latach 1992 – 2007 jako procent dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych	218
Wykres 9. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych we Francji w latach 1992 – 2007	221
Wykres 10. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Luksemburgu w latach 1992 – 2007	223
Wykres 11. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego oraz PKB w Irlandii w latach 1992 – 2007	225
Wykres 12. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Wielkiej Brytanii w latach 1992 – 2007	227
Wykres 13. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Niemczech w latach 1992 – 2007	230
Wykres 14. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych we Włoszech w latach 1992 – 2007	232
Wykres 15. Zmiana wybranych wskaźników wielkości rynku finansowego, PKB oraz aktywów netto funduszy dłużnych i udziałowych w Hiszpanii w latach 1992 – 2007	235
Wykres 16 (a-b). Ilość funduszy w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007	247
Wykres 17 (a-b). Ilość funduszy UCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007	249
Wykres 18 (a-b). Ilość funduszy nonUCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 - 2007	250
Wykres 19. Wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)	251

Wykres 20. Wartość aktywów netto funduszy UCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)	252
Wykres 21. Wartość aktywów netto funduszy nonUCITS w analizowanych krajach oraz w Europie w latach 1992 – 2007 (w mln EUR)	254
Wykres 22. Średni WAN funduszy w 2007 roku oraz w latach 1992-2007 (w mln EUR) w analizowanych krajach	257
Wykres 23 (a-f). Struktura funduszy UCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	264
Wykres 24 (a-f). Struktura funduszy nonUCITS w analizowanych krajach w latach 1992 – 2007	270

Spis schematów

	Strona
Schemat 1. Przebieg powiązań na rynku finansowym	29
Schemat 2. Systematyka czynników determinujących rozwój krajowych rynków funduszy inwestycyjnych	38
Schemat 3. Proces Lamfalussy'ego	88
Schemat 4. Swobody zintegrowanego rynku finansowego	90
Schemat 5. Proces zmiany Dyrektywy UCITS	93
Schemat 6. Operacje mogące skutkować powstaniem obowiązków podatkowych	116
Schemat 7. Zależność pomiędzy rynkami finansowymi a wzrostem gospodarczym	154
Schemat 8. Przepływy środków na rynku finansowym	169

Bibliografia

Publikacje zwarte

1. Barnard C., *The substantive law of the EU. The Four Freedoms*, Oxford University Press, New York 2004
2. Barro R. J., Sala-i-Martin X., *Economic growth*, The MIT Press, Cambridge 2004
3. Baumol W. J., Goldfeld S. M., Gordon L. A., Koehn M. F., *The economics of mutual fund markets: Competition versus regulation*, Kluwer Academic Publishers, New York 1990
4. *Behavioral dimensions of retirement economics*, Aaron H. J. (red.), The Brookings Institution, Washington 1999
5. Brodecki Z., *Finanse, Acquis communautaire*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2004
6. Buscaglia E., Ratliff W., Cooter R., *Law and economics of development*, JAI Press Inc, Greenwich 1997
7. Charles K., Robert D., *The political economy of rent seeking*, Kluwer, Boston 1989
8. Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998
9. Ciamaga L., Latoszek E., Michałowska – Gorywoda K., Oręziak L., Tejchman E., *Unia Europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
10. Claycamp H. J., *The composition of consumer savings portfolios*, The Bureau of Economic and Business Research, University of Illinois, Chicago 1963
11. Coase R., *The firm, the market and the law*, University of Chicago Press, Chicago 1988
12. Damaska M., *The faces of justice and state authority: A comparative approach to the legal process*, Yale University Press, New Heaven 1986
13. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002
14. Demirgüç – Kunt A., Levine R., *Financial structure and economic growth. A cross-country comparison of banks, markets and development*, MIT Press, Boston 2004
15. Denek E., Sobiech J., Woźniak J., Wierzbicki J., *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
16. *Ekonomiczne aspekty integracji europejskiej*, Hansen J. D. (red.), Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003
17. *Encyclopedia of law and economics, Volume III. The Regulation of Contracts*, Bouckaert B., De Geest G. (red.), Edward Elgar, Cheltenham 2000
18. Fabozzi F. J., Modigliani F., *Capital markets. Institutions and instruments*, Prentice Hall Pearson Education International, Upper Saddle River 2003
19. Ferran E., *Building an EU securities market*, Cambridge University Press, Cambridge 2004
20. *Financial reform, Theory and experience*, Caprio G. Jr, Atiyas J., Hanson J.A. (red.), Cambridge University Press, Cambridge 1994
21. *Finanse*, Brodecki Z. (red.), Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2004
22. Fiume W., *Allgemeiner teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Band, Zweiter Teil, Die juristische Person*, Berlin 1983
23. Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006
24. Gajl N., *Teorie podatkowe w świecie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992
25. Giraud J. R., D'Hondt C., *Markets in Financial Instruments Directive. Convergence towards a United European capital markets industry*, Inceptive Financial Publishing Ltd, London 2006

26. Goetzmann W. N., *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*, Oxford University Press, New York 2005
27. Goldsmith R. W., *Financial structure and development*, Yale University Press, New Haven 1969
28. *Handbook of new institutional economics*, Ménard C., M. Shirley M. (red.), Springer, Berlin 2005
29. Hart O., *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford University Press, London 1995
30. Honohan P., *Taxation of financial intermediation theory and practice from emerging economies*, World Bank Publications, New York 2003
31. *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, Dziawgo D. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004
32. *Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*, Ferrarini G., Wymeersch E. (red.), Oxford University Press, New York 2006
33. Jacobsen H. K., *Networks of independence; International organizations and the global political system*, Alfred A. Knopf, New York 1979
34. Keynes J. M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1985
35. *Konstytucja gospodarcza Unii Europejskiej. Aksjologia*, Nowak – Far A. (red.), Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010
36. Korenik D., *Oszczędzanie indywidualne w Polsce*, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego, Wrocław 2003
37. Kosikowski C., *Wybrane zagadnienia tworzenia prawa finansowego*, Wyd. Press, Warszawa 1995
38. Kotlikoff L., *What determines savings ?*, MIT Press, Cambridge 1989
39. Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, TWIGGER, Warszawa 2006
40. Krajewska A., *Podatki – Unia Europejska, Polska, kraje nadbałtyckie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004
41. Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2008
42. *Kultura organizacyjna – osobowość profesjonalisty*, Rogoziński K. (red.), Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2001
43. Kundera J., *Jednolity rynek europejski*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003
44. *Liberalizacja i integracja rynku usług finansowych w Unii Europejskiej*, Pawłowicz L. (red.), Niebieskie Księgi 2003, Nr 3, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk 2003
45. Liberda B., *Oszczędzanie w gospodarce polskiej – teorie i fakty*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2000
46. Lowenfeld A. F., *International economic law*, Oxford University Press, New York 2003
47. Macho – Stadler I., Pérez – Castrillo J. D., *An introduction to the economics of information. Incentives and contracts*, Oxford University Press, New York 2001
48. Mastalski R., *Interpretacja prawa podatkowego. Źródła prawa podatkowego i jego wykładni*, Prawo CXCIII, Wrocław 1989
49. McKinnon R. I., *Money and capital in economic development*, The Brookings Institution, Washington 1973
50. *Mechanizmy i źródła wzrostu gospodarczego*, J. L. Bednarczyk, S. I. Bukowski, Przybylska – Kapuścińska W. (red.), Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008

51. Michalski M., Sobolewski L., *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999
52. Monoley N., *EC securities regulation*, Oxford University Press, London 2002
53. Monti M., *The single market and tomorrow's Europe. A progress report from the European Commission*, Kogan Page, London 1997
54. Mucha – Leszko B., *Strefa euro. Wprowadzenie, funkcjonowanie, międzynarodowa rola euro*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007
55. Neal L., *The rise of financial capitalism: International capital markets in the age of reason*, Cambridge University Press, Cambridge 1990
56. Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008
57. Nocera J., *A piece of the action: How the middle class joined the money class*, Simon & Schuster, New York 1994
58. Nowak K., *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998
59. Nowak – Far A., *Unia gospodarcza i walutowa w Europie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001
60. *Polityka wzrostu gospodarczego w Polsce i w Unii Europejskiej*, Przybylska – Kapuścińska W., Bednarczyk J. L., Bukowski S. I., (red.), Wydawnictwo Fachowe CeDeWu, Warszawa 2008
61. *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, Dauses M. (red.), C.H. Beck, Warszawa 1999
62. Pszczółka I., *EURO a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2006
63. Raffan M., *A practitioner's guide to EU financial services directives*, City & Financial Publishing, Surrey 2006
64. *Regulation, economics and the law*, Ogus A. (red.), Edward Elgar, Cheltenham 2001
65. Ricardo D., *Principles of political economy and taxation*, Cosimo Inc., London 2006
66. Robinson J., *The rate of interest and other essays*, Macmillan, London 1952
67. *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Pyka I. (red.), Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego, Katowice 2001
68. Schumpeter J. A., *The theory of economic development*, Oxford University Press, Cambridge 1911
69. Scratchley A., *On average investment trusts*, Shaw and Sons, London 1875
70. Sharpe W., Alexander G., Bailey J., *Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995
71. Shaw E. S., *Financial deepening in economic development*, Oxford University Press, London 1973
72. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Kodeks spółek handlowych, Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003
73. Sozański J., *Prawo Wspólnot i Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Prawa im. R. Łazarskiego, Warszawa 2004
74. Spencer P. D., *The structure and regulation of financial markets*, Oxford University Press, New York 2000
75. Streeck W., Yamamura K., *The origins of nonliberal capitalism: Germany and Japan in comparison*, Cornell University Press, Ithaca, 2001
76. *System finansowy w Polsce*, Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004
77. *Tax law design and drafting*, Thuronyi V. (red.), vol. 2, International Monetary Fund, New York 1998

78. *Tax Policy and the Economy*, Poterba J. M. (red), MIT Press, Massachusetts 1995
79. *The European challenge 1992. The benefits of single market*, Cecchini P. (red.), Wildwood House, Aldersot 1988
80. *The global financial system. A functional perspective*, Crane D. B. (red.), Harvard Business School Press, Boston 1995
81. *The incomplete European market for financial services*, Cecchini P., Heinemann F., Jopp M. (red.), Springer Verlag, Mannheim 2003
82. Viitala T., *Taxation of investment funds in the European Union*, International Bureau of Fiscal Documentation, Amsterdam 2005
83. Wach K., *Systemy podatkowe w Unii Europejskiej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
84. Walter N. , von Rosen R., *German financial markets*, Woodhead Publishing, Cambridge 1995
85. Zarnowitz V., Moore G. H., *Explorations in economic research*, Vol. 4, No. 4, NBER Books, National Bureau of Economic Research, New York 1977
86. Żurawik B., Żurawik W., *Marketing usług finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999

Artykuły

87. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A., *Reversal of fortune: Geography and institutions in the making of the modern world income distribution*, The Quarterly Journal of Economics, November 2002, vol. 117, No. 4
88. Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. A., *The colonial origins of comparative development: An empirical investigation*, American Economic Review, vol. 91, No. 5, December 2001
89. Acemoglu D., Zilibotti F., *Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth*, Journal of Political Economy, 1997, Vol. 105, No. 4
90. Akerlof G., *Market for lemons: Quantitative uncertainty and the market mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, vol. 84, No. 3, 1970
91. Allen F., *The Market for information and the origin of financial intermediaries*, Journal of Financial Intermediation, March 1990, Vol. 1, Issue 1
92. Amaral P. S., Quintin E., *Financial intermediation and economic development: A Quantitative assessment*, Working Paper, Federal Reserve Bank of Dallas, 2005
93. Anabtawi I., *Some skepticism about increasing shareholder power*, Law & Economics Research Paper Series, University of California, Research Paper No. 05 – 16, August 2005
94. Andrés J., Hernando I., *Does inflation harm economic growth? Evidence from the OECD*, NBER Working Paper No. 6062, June 1998
95. Antunes A. G., *The determinants of mutual fund size: A cross-country analysis*, April 2007, <http://hdl.handle.net/10071/1437>
96. Apolte T., *Jurisdictional competition for quality standards: competition of laxity?*, Atlantic Economic Journal, Vol. 30, No. 4, 2002
97. Armour J., *Law, innovation and finance: A review*, Centre for Business Research Working Paper 243, 2002
98. Atanasov V., Ciccotello C. S., Gyoshev S. B., *How does law affect finance? An empirical examination of tunneling in an emerging market*, William Davidson Working Paper Nr 742, January 2005

99. Baker H. K., Haslem J. A., *The impact of investor socioeconomic characteristics on risk and return preferences*, Journal of Business Research, October 1974, Vol. 2, Issue 4
100. Banner S., *What causes new securities regulation? 300 years of evidence*, Washington University Law Quarterly, 1997, No 75
101. Barber B., Odeon T., Zheng L., *Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows*, Working Paper, December 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=496315
102. Barclay M. J., Pearson N. D., Weisbach M. S., *Open-end mutual funds and capital-gains taxes*, Journal of Financial Economics, July 1998, Vol. 49, No. 1
103. Barnes P., *The origins of limited liability in Great Britain, the first panic, and their implications for limited liability and corporate governance today*, Working Papers, December 2003, <http://papers.ssrn.com/abstract=488703>
104. Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the sources of growth*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2057, February 1999
105. Belfer N., Weinberg R., *Recent developments in the investment trust field*, Southern Economic Journal, 1950, vol. 16, No 4, s. 448
106. Bencivenga V. R., Smith B. D., *Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model*, Journal of Economic Dynamics and Control, 1993, No. 17, Issue 1-2
107. Bergstresser D., Poterba J., *Do after-tax returns affect mutual fund inflows ?*, Journal of Financial Economics, March 2002, Vol. 63, Issue 3
108. Berk J., Green R., *Mutual fund flows and performance in rational markets*, Journal of Political Economy, 2004, Vol. 112, No. 6
109. Bernheim B. D., *Taxation and saving*, NBER Working Paper No. 7061, National Bureau of Economic Research, March 1999
110. Blackburn K., Hung V., *A theory of growth, financial development and trade*, Economica, February 1998, Vol. 65, Issue 257
111. Börsch-Supan A., Brugiavini A., *Savings: The policy debate in Europe*, Oxford Review of Economic Policy, 2001, Vol. 17, No. 1
112. Börsch-Supan A., Eymann A., *Household portfolios in Germany*, Sonderforschungsbereich 504, No. 00-15, July 2000
113. Börsch-Supan A., Reil-Held A., Rodepeter R., Schnabel R., Winter J., *The German savings puzzle*, Department of Economics and SFB 504, University of Mannheim, November 2000
114. Botero J., Djankov S., La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Shleifer A., *The regulation of labor*, The Quarterly Journal of Economics, 2004, Vol. 119, No. 4
115. Braendle U. C., *Shareholder protection in the USA and Germany – “Law and Finance” theory revisited*, German Law Journal, Vol. 7, No. 3. March 2006
116. Bratton W. W., McCahery J. A., *Tax coordination and tax competition in the European Union: Evaluating the code of conduct on business taxation*, Common Market Law Review, Vol. 38, 2001
117. Brealey R. A., Hodges S. D., *Portfolio selection in a dynamic and uncertain world*, Financial Analysts Journal, No 28, March – April 1973

118. Calderón C., Liu L., *The direction of causality between financial development and economic growth*, Central Bank of Chile Working Papers, No. 184, October 2002
119. Callen T., Timman Ch., *Empirical determinants of household saving: Evidence from OECD countries*, IMF Working Paper Wp/97/181, December 1997
120. Carhart M. M., *On the persistence of mutual fund performance*, Journal of Finance, vol. LII, No. 1, 1997
121. Carmichael J., Fleming A., Llewellyn D. T., *Aligning financial supervisory structures with country needs*, World Bank 2004
122. Choi S. J., Kahan M., *The market penalty for mutual fund scandals*, Law&Economics Research Paper Series, Working Paper No. 06-07
123. Chordia T., *The structure of mutual fund charges*, Journal of Financial Economics, 1996, Vol. 41
124. Chown J., *Monetary Union and tax harmonization*, Intertax International Tax Review, 2000, Vol. 28, No. 3
125. Ciani D., *European investment funds: The UCITS Directive 1985 and the objectives of the proposal for a UCITS II Directive*, Journal of Financial Regulation and Compliance, 1996, Vol. 4, Issue 2
126. Čihák M., Podpiera R., *Are more integrated prudential supervision agencies characterized by better regulation and supervision?*, International Monetary Fund 2007
127. Coase R., *The problem of a social cost*, Journal of Law and Economics, 1960, No. 3
128. Coffe J. C., *Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance*, Columbia Law Review, Vol. 102, No. 7, November 2002
129. Cohn R., Lewellen W., Lease W., Schlarbaum G., *Individual investor risk aversion and investment portfolio composition*, Journal of Finance, May 1975, Vol. 30 Issue 2
130. Cools S., *The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: Distribution of powers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 30, Nr. 3, 2005
131. Darby M. R., Karni E., *Free competition and the optimal amount of fraud*, Journal of Law and Economics, vol. 16, April 1973
132. Demirgüç –Kunt A., Levine R., *Bank concentration: cross-country evidence*, Working Paper, World Bank, 2000
133. Den Otten M., *Anlagefonds – Geschichten*, Institut für Schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich
134. Diamond D. W., *Financial intermediation as delegated monitoring*, Review of Economic Studies, July 1984, Vol. 51, No. 3
135. Djankov S., La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Shleifer A., *The regulation of entry*, NBER Working Paper No. w7892, September 2000
136. Djankov S., McLiesh C., Shleifer A., *Private credit in 129 countries*, Journal of Financial Economics, vol. 84, Issue 2, May 2007
137. Dornbusch R., Favero C. A., Giavazzi F., *Immediate challenges for the European Central Bank*, NBER Working Paper No. 6369, National Bureau of Economic Research, January 1998
138. Duca J. V., *Why have U.S. households increasingly relief on mutual funds to own equity?*, The Review of Income and Wealth, September 2005, Vol. 51, No 3
139. Edelen R., Warner J., *Aggregate price effects of institutional trading: a study of mutual fund flow and market returns*, Journal of Financial Economics, February 2001, Vol. 59, Issue 2

140. Eichengreen B., Mathieson D., *Hedge funds and market dynamics*, International Monetary Fund, Occasional Paper 166, Washington 1998
141. Exploratory Committee on Research in the Capital Markets, *An inventory of recent and current Research*, Journal of Finance, May 1964, Vol. 19, Issue 2
142. Fama E., Jensen M., *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics, June 1983, Vol. 26, Issue 2
143. Fama E., Jensen M., *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics, June 1983, Vol. 26, No. 2
144. Fama E., *Stock returns, real activity, inflation, and money*, The American Economic Review, September 1981, Vol. 71, No. 4,
145. Feldstein M., *Inflation and the stock market*, The American Economic Review, December 1980, Vol. 70, No. 5
146. Ferreira M. A., Miguel A. F., Ramos S., *The determinants of mutual fund performance: A cross-country study*, Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 06 – 30, November 2006
147. Fischer M. R., *Explorations in saving behavior*, Oxford University Institute of Statistics Bulletin, August 1956
148. Fischer S., *The role of economic factors in growth*, Journal of Monetary Economics, 1993, Vol. 32, Issue 3
149. Fox M., Durnev A., Morck R., Yeung B., *Law, share price accuracy and economic performance. The new evidence*, Michigan Law Review, Vol. 102, No. 3, 2003
150. Fratzcher M., *Financial market integration in Europe: On the effects of EMU on stock markets*, European Central Bank, Working Paper Series, Working Paper No. 28, March 2001
151. French K., Poterba J., *Investor Diversification and International Equity Markets*, American Economic Review, May 1991, Vol. 8, Issue 2
152. Gil-Bazo J., Martinez M. A., *Black box of mutual fund fees*, Revista de Economía Financiera, 2004, Vol. 4
153. Gilson R. J., *Corporate Governance and Capital Markets*, OECD in cooperation with the World Bank Group, Sao Paulo, April 2000
154. Glaeser E. L., Shleifer A., *Legal origins*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, No. 4, November 2002
155. Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G., *Behavioral factors in mutual fund flows*, Working Paper No 00-14, Yale University, 2000
156. Goshen Z., Parchomovsky G., *The essential role of securities regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55, 2005
157. Graf Hardenberg C., *Amendment of German investment fund laws*, International Business Lawyer, 1990, No. 18
158. Graff M., *Law and finance: common – law and civil – law countries compared*, Swiss Institute for Business Cycle Research, Working Paper 06 - 122
159. Graff M., *Law and finance: Common law and civil law countries compared an empirical critique*, Economica, February 2008, Vol. 97, Issue 297
160. Greenwood J., Jovanovich B., *Financial development, growth and the distribution of income*, Journal of Political Economy, 1990, Vol. 98, No. 5
161. Greenwood J., Smith B., *Financial markets in development, and the development of financial markets*, Journal of Economic Dynamics and Control, January 1997, Vol. 21, Issue 1

162. Grinblatt M., Titman S., *Portfolio performance evaluation: Old issues and new insights*, Review of Financial Studies, 1989, Vol. 2
163. Grinblatt M., Titman S., *The persistence of mutual fund performance*, Journal of Finance, 1992, Vol. 47
164. Grossman S., *The information role of warranties and private disclosure about product quality*, Journal of Law and Economics, XXIV, December 1981
165. Guidotti P. E., de Gregorio J., *Financial development and economic growth*, World Development, March 1995, Vol. 23, No. 3
166. Guzman A. T., *International law: A compliance based theory*, UC Berkeley Public Law and Legal Theory Working Paper Series, US Berkeley School of Law, April 2001
167. Gylfason T., *Interest rates, inflation, and the aggregate consumption function*, Review of Economics and Statistics, May 1981, Vol. Issue 2
168. Gylfason T., *Optimal saving, interest rates, and endogenous growth*, Scandinavian Journal of Economics, December 1993, Vol. 95, No. 4
169. Haas F., *The Markets in Financial Instruments Directive: Banking on Market and Supervisory Efficiency*, International Monetary Fund Working Paper WP/07/250
170. Hansman H., Kraakman R., *The essential role of organizational law*, New York University, Center for Law and Business, Working Paper #CLB-00-006, April 2000
171. Harris R., *The uses of history in law and economics*, Theoretical Inquires in Law, 2003, Vol. 4, No. 2
172. Harrod R. F., *An essay in dynamic theory*, The Economic Journal, March 1939, Vol. 49, No. 193
173. Hart O., *Financial contracting*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper No 1924, April 2001
174. Haynes P. J., Helms M. M., *Analyzing consumer attitudes*, Personal Financial Planning, January – February 1992, Vol. 4, No. 2
175. Heinemann F., *The Benefits of creating an integrated EU market for investment funds*, Discussion Paper No. 02-27, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH, April 2002
176. Heyes A. G., *Expert advice and regulatory complexity*, Journal of Regulatory Economics, vol. 24, No. 2, September 2003
177. Hovenkamp H., *The first great law & economics movement*, Stanford Law Review, 1990, Vol. 42, No. 4
178. Hussein K. A., Thirlwall A. P., *Explaining differences in the domestic savings ratio across countries: A panel data study*, Journal of Development Studies, 1999, Vol. 36, Issue 1
179. Hutson E., *The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain*, International Review of Financial Analysis, 2005, vol. 14, Issue 4
180. Ippolito R., *Efficiency with costly information: A study of mutual fund performance*, Quarterly Journal of Economics, 1989, Vol. 104
181. Janin S., *MiFID impact on investment managers*, Journal of Financial Regulation and Compliance, 2007, Vol. 15, No. 1
182. Jensen M., Meckling W. R., *Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, October 1976, Vol. 3, Issue 4
183. Jensen M., *The performance of mutual funds in the period 1945 – 1964*, Journal of Finance, 1968, Vol. XXIII

184. Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E., *Corporate governance in the Asian crisis 1997 – 1998*, SITE Working Paper No. 137, September 1998
185. Johnson S., La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Shleifer A., *Tunnelling*, Harvard Institute of Economic Research, Discussion Paper Number 1887, January 2000
186. Johnston R. B., Darbar S. M., Echeverria C., *Sequencing capital account liberalization: Lesson from the experiences of Chile, Indonesia, Korea and Thailand*, International Monetary Fund, IMF Working Paper WP/97/157
187. Jung W. S., *Financial development and economics growth: International Evidence*, Economic Development and Cultural Change, January 1986, Vol. 34, Issue 2
188. Kaplan S. N., Stromberg P., *Financial contracting theory meets the Real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, Review of Economic Studies, Vol. 70, No. 2, April 2003
189. Kaplow L., Shavell S., *Economic analysis of law*, National Bureau of Economic Research – Working Paper 6960, 1999
190. Khorama A., Servaes H., Tufano P., *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*, Journal of Financial Economics, 2005, vol. 78, No. 1
191. Khorana A., Servaes H., *The determinants of mutual fund starts*, February 1999, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=146209
192. Khorana A., Servaes H., Trufano P., *Explaining the size of the mutual fund industry around the world*, Journal of Financial Economics, 2005, Vol. 78, Issue 1
193. Khorana A., Servaes H., Tufano P., *Mutual fund fees around the World*, Review of Financial Studies, 2009, Vol. 22, No. 3
194. King R.G., Levine R., *Finance and growth: Schumpeter might be right*, Quarterly Journal of Economics, August 1993, Vol. 108, Issue 3
195. King R.G., Levine R., *Finance, entrepreneurship and growth*, Journal of Monetary Economics, December 1993, Vol. 32, Issue 3
196. Kitch E., *The theory and practice of securities disclosure*, Brooklyn Law Review, Vol. 61, 1995
197. Klapper L., Sulla V., Vittas D., *The development of mutual funds around the World*, Emerging Markets Review, Vol. 5, Issue 1, March 2004
198. Kotlikoff L., Summers L., *The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation*, The Journal of Political Economy, August 1981, Vol. 89, No. 4
199. Kremers J., Schoemaker D., Wierds P.J., *Cross-sector supervision: Which model ?*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2003
200. Kremmerer D. L., *American financial institutions: the marketing of securities 1930 – 1952*, Journal of Economic History, 1952, Vol. 12, No 4
201. Kurz M., *Capital accumulation and the characteristics of private intergenerational transfers*, Economica, February 1984, Vol. 51, No. 201
202. La Porta R., Lopez – de – Salinas F., Shleifer A., Vishny R., *Agency problems and dividend policies around the world*, Journal of Finance, Vol. 55, No. 1, February 2000
203. La Porta R., Lopez – de – Salinas F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and corporate valuation*, Journal of Finance, Vol. 57, Issue 3, June 2002

204. La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *Investor protection: Origins, consequences, reform*, NBER Working Paper W7428, December 1999
205. La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Vishny R. W., *Corporate ownership around the world*, Journal of Finance, Vol. 54, 1999
206. La Porta R., Lopez – de – Silanes F., Shleifer A., *What works in securities law ?*, NBER Working Paper Series, Working Paper No. w9882
207. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *Law and finance*, Journal of Political Economy, 1998, vol. 106, No 6
208. Lange A., List J. A., Price M. K., *A fundraising mechanism inspired by historical tontines: Theory and experimental evidence*, Journal of Public Economics, September 2007, vol. 91, Issue 9
209. Lease R. C., Lewellen W., Schlarbaum G., *The individual investor: Attributes and attitudes*, The Journal of Finance, May 1974, Vol. 29, Issue 2
210. Legrand P., *The impossibility of legal transplants*, Maastricht Journal of European and Comparative Law, 1977
211. Lele P. P., Siems M. M., *Shareholder protection: A leximatic approach*, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 324, June 2006
212. Levine R., *Bank – based or market – based financial systems. Which is better?*, Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, 2003
213. Levine R., *Finance and growth: Theory and evidence*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10766, September 2004
214. Levine R., *Financial development and economic growth: Views and agenda*, Journal of Economic Literature, June 1997, Vol. XXXV, Issue 2
215. Levine R., *Law, finance and economic growth*, Journal of Financial Intermediation, January 1999, Vol. 8, No. 1 – 2
216. Levine R., Zervos S., *Stock markets, banks and economic growth*, The American Economic Review, Vol. 88, Nr 3, June 1998
217. Lewis K., *Trying to explain home bias in equity and consumption*, Journal of Economic Literature, June 1999, Vol. XXXVII, No. 2
218. Loayza N., Schmidt-Hebbel K., Servén L., *What drives private saving across the World ?*, The Review of Economics and Statistics, May 2000, Vol. 82, No. 2
219. Lopez – de – Silanes F., La Porta R., Sheifer A., *The guarantees of freedom*, Yale ICF Working Paper No. 02 – 05
220. Machowicz E., *Wpływ stopy bezrobocia na kształtowanie poziomu pieniądza oszczędnościowo-pożyczkowego*, Bank i Kredyt, 2000, nr 11
221. Mahoney P., *Mandatory disclosure as solution to agency problems*, University of Chicago Law Review, Vol. 62, 1995
222. Mankiw G., Romer D., Weil D., *A contribution to the empirics of economic growth*, Quarterly Journal of Economics, May 1992, Vol. 107, No. 2
223. Maurer R., *Institutional investors in Germany: Insurance companies and investment funds*, Center for Financial Studies, CFS Working Paper no. 2003/14, Frankfurt/Main

224. Mayer C., *Myths of the West – lessons from developed countries for development finance*, World Bank Working Paper No. 301
225. McAndrews J., Stefanadis Ch., *The consolidation of European stock exchanges*, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economic and Finance, June 2002, Vol. 8, No. 6
226. McCauley R. N., White W. R., *The EURO and European financial markets*, Bank for International Settlements, Working Papers No. 41, May 1997
227. Modigliani M., Miller M., *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, American Economic Review, Vol. 48, No. 3, June 1958
228. Neal L., *The London Stock Exchange in the first age of globalization, 1801 – 1914*, EHES Conference, Istanbul 2005
229. Nelson Ch., *Inflation and rates of return on common stocks*, The Journal of Finance, May 1976, Vol. 31, No. 2
230. Nelson P., *Information and consumer behavior*, Journal of Economic Theory, vol. 78, No. 2, 1970
231. Neusser K., Kugler M., *Manufacturing growth and financial development: Evidence from OECD countries*, Review of Economics and Statistics, November 1998, Vol. 80, No 4
232. Otten R., Schweitzer M., *A comparison between the European and the U.S. mutual fund industry*, Managerial Finance, 2002, Vol. 28, Issue 1
233. Pagano M., Volpin P., *Shareholder protection, stock market development, and politics*, Journal of European Economic Association, Vol. 4, No. 2 -3, April – May 2006
234. Phelps E., *The golden rule of accumulation: A fable for growthmen*, The American Economic Review, September 1961, Vol. 51, No. 2
235. Pilecka A., *Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego*, Bank i Kredyt, 2005, Nr 1
236. Pindyck R., *Risk, inflation, and the stock market*, The American Economic Review, June 1984, Vol. 74, No. 3
237. Pistor K., Xu Ch., *Incomplete law – a conceptual and analytical framework and its application to the evolution of financial markets*, Journal of International Law and Politics, Vol. 35, No. 4, 2003
238. Poterba J. M., Samwick A. S., *Taxation and household portfolio composition: U. S. evidence from the 1980s and 1990s*, Working Paper 7392, National Bureau of Economic Research, October 1999.
239. Poterba J. M., Venti S. F., Wise D. A., *401(k) Plans and future patterns of retirement saving*, American Economic Review 1998, No 2
240. Poterba J., Bergstersser D., *Do after – tax returns affect mutual fund flows ?*, Journal of Financial Economics, March 2002, Vol. 63, Issue 3
241. Poterba J., *Taxation, Risk – taking and household portfolio behavior*, NBER Working Paper No. W8340, National Bureau of Economic Research, June 2001
242. Prussen Y., *Implementation of UCITS Directive in Luxembourg*, International Business Lawyer, November 1998, Vol. 16
243. Rajan R. G., Zingales L., *Financial dependence and growth*, The American Economic Review, June 1998, Vol. 88, Issue 3

244. Rajan R. G., Zingales L., *The great reversals: The politics of financial development in the 20th century*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8178, March 2001
245. Ramos S., *The size and structure of the World mutual fund industry*, European Financial Management, January 2009, Vol. 15, No. 1
246. Rau H., Rey H., *Home bias at the fund level*, NBER Working Paper Series, Working Paper 14172, National Bureau of Economic Research, July 2008
247. Remolona E., Kleiman P., Gruenstein D., *Market returns and mutual fund flows*, Economic Policy Review, July 1997, Vol. 3, No 2
248. Robinson J., *The rate of interest and other essays*, MacMillan, London, 1952
249. Rock E. B., *The logic and (uncertain) significance of institutional shareholder activism*, Georgetown Law Journal, Vol. 79, 1990
250. Rodepeter R., Winter J., *Savings decisions under life-time earnings uncertainty*, Sonderforschungsbereich 504 Publications, Universität Mannheim, November 1998, No. 98-58
251. Rubinstein M., *Great moments in financial economics*, Journal of Investment Management, 2003, Vol. 1
252. Salt R., Macdonald J., *UK household consumption: built on a debt mountain?*, ECFIN Country Focus, December 2004, Vol. 1, Issue 19
253. Santon J., *The roots of broadened stock ownership*, Joint Economic Committee of US Congress 2000
254. Savona R., *Tax induced dissimilarities between domestic and foreign mutual funds in Italy*, December 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=499286
255. Savona R., *Tax-induced dissimilarities between domestic and foreign mutual funds in Italy*, Economic Notes, Vol. 35, No. 2, July 2006
256. Schmolke K. U., *Institutional investors' mandatory voting disclosure – European plans and U. S. experience*, Law & Economic Research Paper Series, Working Paper No. 06-43, New York University School of Law, October 2006
257. Shleifer A., Bradford De Long J., *The bubble of 1929; Evidence from closed – end funds*, National Bureau of Economic Research Working Paper No 3523, 1990
258. Shu P., Yeh Y., Yamada T., *The behavior of Taiwan mutual fund investors – performance and fund flows*, Pacific – Basin Finance Journal, 2002, No. 10,
259. Siems M. M., *Legal origins: reconciling law & finance and comparative law*, June 2006
260. Sinn H. – W., *The selection principle and market failure in systems competition*, Journal of Public Economics, Vol. 66, Issue 2, 1997
261. Sirri E., Tufano P., *Costly search and mutual fund flows*, Journal of Finance, October 1998, Vol. LIII
262. Skinner J., *Risky income, life cycle consumption and precautionary savings*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 2336, August 1987
263. Solow R. M., *A contribution to the theory of economic growth*, The Quarterly Journal of Economics, February 1956, Vol. 70, No. 1
264. Stringham E., *The extralegal development of securities trading in seventeenth-century Amsterdam*, The Quarterly Review of Economics and Finance, 2003, vol. 43
265. Swan C., *Female investors within the Scottish investment trust movement: Independent women or desperate housewives ?*, XIV International Economic History Congress – Session 83, Helsinki 2006

266. Tadesse S., *Financial architecture and economic performance: International evidence*, Journal of Financial Intermediation, October 2002, Vol. 11, No. 4
267. Tanzi V., Zee H. H., *Taxation and the household saving rate: Evidence from OECD countries*, Working Paper No. WP/98/36, International Monetary Fund, March 1998
268. Thomphon J. K., Choi S. M., *Governance systems for Collective Investment Schemes in OECD countries*, World Bank Financial Affairs Division, Occasional Paper, nr 1/2001, 2001
269. Tobin J., *A proposal for international monetary reform*, Eastern Economic Journal, July 1978, Vol. 4, No. 3-4
270. Wachter J. A., Yogo M., *Why do household portfolio rise in wealth?*, March 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970953
271. Wang H., Hanna S., *Does risk tolerance decrease with age?*, Financial Consulting and Planning, 1997, Vol. 8, Issue 2
272. Winkler A., *Financial development, economic growth and corporate governance*, Johann Wolfgang Goethe – Universität am Main Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Working Paper Series; Finance & Accounting No. 12, February 1998
273. Wurgler J., *Financial markets and the allocation of capital*, Yale ICF Working Paper No. 99-08, July 1999
274. Xu Ch., Pistor K., *Law enforcement under incomplete law: Theory and evidence from financial market regulation*, Columbia Law and Economic Working Paper No. 222
275. Zheng L., *Is money smart? A study of mutual fund investors' fund selection ability*, Journal of Finance, June 1999, Vol. LIV, No. 3
276. Zingales L., *In search of new foundations*, Journal of Finance, Vol. LV, No. 4, August 2000

Akty prawne

1. *1995 Finance Act*
2. *Action plan for the single market*, Communication of the Commission to the European Council, Brussels, June 1997. CSE 97/1
3. *Altersvermögensgesetz 2001*
4. *Arrêté grand-ducal du 22 décembre 1972 ayant pour objet le contrôle des fonds d'Investissement*, (Mémorial A n° 80, s. 2112)
5. *Circulaire CSSF 02/80 du 5 décembre 2002 concerne les règles spécifiques applicables aux organismes de placement collectif ("OPC") luxembourgeois adoptant des stratégies d'investissement dites alternatives*
6. *Circulaire IML 91/75 de 21 janvier 1991 concerne: révision et refonte des règles auxquelles sont soumis les organismes luxembourgeois qui relèvent de la loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif*
7. *Commission Decision of 6 June 2001 establishing the Committee of European Securities Regulators* (OJ L 191, 13.7.2001, s. 43)
8. *Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive*, (OJ L 241, 2.9.2006, s. 26)

9. *Commission Recommendation 2004/384/EC of 27 April 2004 on some contents of the simplified prospectus as provided for in Schedule C of Annex 1 of Council Directive 85/611/EEC* (OJ L 144, 30.4.2004, s. 30)
10. *Commission Recommendation 77/534/EEC of 25 July 1977 concerning European code of conduct relating to transactions in transferable securities*, (OJ L 212, 20.08.1977, s. 37)
11. *Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive*, (OJ L 241, 2.9.2006, s. 1)
12. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - A plan to move forward, Brussels, May 2003*, (COM 2003/0284/Final)
13. *Companies Act 1985*
14. *Companies Act 1999*
15. *Completing the internal market, White Paper from the Commission to the European Council*, Brussels 1985 (COM 85/310/final)
16. *Council Directive 2000/64/EC of the European Parliament and of the Council of 7 November 2000 amending Council Directives 85/611/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC and 93/22/EEC as regards exchange of information with third countries*, (OJ L 290, 17.11.2000, s. 27)
17. *Council Directive 2001/107/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 a view to regulating management companies and simplified prospectuses*, (OJ L 41, 13.2.2002, s. 20)
18. *Council 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*, (OJ L 41, 13.2.2002, s. 35)
19. *Council Directive 2003/41/EC of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision* (OJ L 235, 23.09.2003, s. 10)
20. *Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments*, (OJ L 157, 26.6.2003, s. 38)
21. *Council Directive 2003/49/EC on a common system of transaction applicable to interest and royalty payments made between associated companies of different Member States*, (OJ L 157, 26.6.2003, s. 49)
22. *Council Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC*, (OJ L 145, 30.04.2004, s. 1)
23. *Council Directive 2005/1/EC of the European Parliament and of the Council of 9 March 2005 amending Council Directives 73/239/EEC, 85/611/EEC, 91/675/EEC, 92/49/EEC and 93/6/EEC and Directives 94/19/EC, 98/78/EC, 2000/12/EC, 2001/34/EC, 2002/83/EC and 2002/87/EC in order to establish a new organisational structure for financial services committees*, (OJ L 79, 24.3.2005, s. 9)

24. *Council Directive 2008/18/EC of the European Parliament and of the Council of 11 March 2008 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), as regards the implementing powers conferred on the Commission, (OJ L 76, 19.03.2008, s. 42)*
25. *Council Directive 2008/7/EC of 12 February 2008 concerning indirect taxes on the raising of capital, (OJ L 46, 21.2.2008, s. 11)*
26. *Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing, (OJ L 126, 21.5.1980, s. 19)*
27. *Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS) (OJ L 375, 31.12.1985, s.3)*
28. *Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, OJ L 124, 5.5.1989, s. 8)*
29. *Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public, (OJ L 124, 5.5.1989, s. 8)*
30. *Council Directive 90/434/EEC on the common system of taxation applicable to mergers, division, transfer of assets and exchange of shares concerning companies of different Member States, (OJ L 225, 20.8.1990, s. 1)*
31. *Council Directive 90/435/EEC on the common system of taxation applicable in the case of parent companies and subsidiaries in different Member States, (OJ L 225, 20.8.1990, s. 6)*
32. *Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field, (OJ L 141, 11.6.1993, s. 27)*
33. *Council Directive of 22 March 1988 amending, as regards the investment policies of certain UCITS, Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investments in transferable securities (UCITS), (OJ L 100, 19.04.1988, s. 31)*
34. *Décret n°63-966 du 20 septembre 1963, (JORF du 22 septembre 1963, s. 8562)*
35. *Directive 2001/107/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectus (OJ L 41, 13.02.2002 s. 20)*
36. *Directive 2001/108/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending 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 (OJ L 41, 13.02.2002 s. 35)*
37. *Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, (OJ L 145, 30.04.2004, s. 1)*

38. *Directive 2007/36/EC of the European Parliament and of the Council of 11 July 2007 on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies*, (OJ L 184, 14.7.2007, s. 17)
39. *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)* (OJ L 302, 17.11.2009, s. 32)
40. *European Parliament and Council Directive of 29 June 1995 amending Directives 77/780/EEC and 89/646/EEC in the field of credit institutions, Directives 73/239/EEC and 92/49/EEC in the field of non-life insurance, Directives 79/267/EEC and 92/96/EEC in the field of life assurance, Directive 93/22/EEC in the field of investment firms and Directive 85/611/EEC in the field of undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), with a view to reinforcing prudential supervision*, (OJ L 168, 18.07.1995, s. 7)
41. *Finance Act 2003*
42. *Financial Services Act 1986*
43. *Financial Services and Markets Act 2000*
44. *Gesetz über steuerliche Maßnahmen bei Auslandsinvestitionen der deutschen Wirtschaft vom 18. August 1969*, (BGBl. I S. 1211, 1214)
45. *Gesetz zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften und der Gewerbeordnung (Zweiter Teil des Gesetzes über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile, über die Besteuerung ihrer Erträge sowie zur Änderung und Ergänzung des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften) vom 28. Juli 1969*, (BGBl. I S. 986, 992)
46. *Investment Partnership Act 1994*
47. *Investmentgesetz vom 15. Dezember 2003*, (BGBl. I S. 2676)
48. *Investmentmodernisierungsgesetz 2003*
49. *Kreditwesengesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998*, (BGBl. I S. 2776)
50. *Law 344/1993*
51. *Legislative Decree 476/1956*
52. *Legislative Decree 82/1992*
53. *Legislative Decree 84 of 25 January 1992*
54. *Legislative Decree dated 31 July 2003* (Official Journal No. 34 of 14 February 2004)
55. *Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, (Boletín Oficial del Estado, de 29 julio 1988)
56. *Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social*, (Boletín Oficial del Estado, 31 de diciembre 2001, núm. 313)
57. *Ley 35/2003, de 4 de noviembre 2003, de Instituciones de Inversión Colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 5 de noviembre de 2003, núm. 265)
58. *Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 27 Diciembre 1984 (núm. 0310)
59. *Ley de 26 de diciembre de 1958 sobre Régimen Jurídico Fiscal de las Sociedades de Inversión Mobiliaria*
60. *Loi de finances pour 1997 (n° 96-1181 du 30 décembre 1996)*, (JORF n°304, s. 19490)
61. *Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés*, (Mémorial A n° 13, s. 368)
62. *Loi du 13 juillet 2007 relative aux marchés d'instruments financiers*, (Mémorial A n° 116, s. 2075)

63. *Loi du 15 juin 2004 relative à la Société d'investissement en capital à risque (SICAR)*, (Mémorial A n° 95, s. 1567)
64. *Loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public*, (Mémorial A n° 49, s. 995)
65. *Loi du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif et modifiant la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée*, (Mémorial A n° 151, s. 3660)
66. *Loi du 21 août 1983 relative aux organismes de placement collectif*, (Mémorial A n° 68, s. 1461)
67. *Loi du 22 mars 2004 relative à la titrisation*, (Mémorial A n° 46, s. 720)
68. *Loi du 23 mars 1988 relative les organismes de placement collectif*, (Mémorial A n° 13, s. 140)
69. *Loi du 31 juillet 1929 sur le régime fiscal des sociétés de participations financières*, (Mémorial A n° 39, s. 6850)
70. *Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière*, (JORF n°177 du 2 août 2003, s. 13220)
71. *Loi n° 2003-775 du 21 août 2003 portant réforme des retraites*, (JORF n°193 du 22 août 2003, s. 14310)
72. *Loi n° 79-594 du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement*, (JORF du 14 juillet 1979, s. 1831)
73. *Loi n°79-12 du 3 janvier 1979 relative aux sociétés d'investissement à capital variable*, (JORF du 4 janvier 1979 s. 22)
74. *Loi n°88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances*, (JORF du 31 décembre 1988 s. 16736)
75. *Loi n°89-531 du 2 août 1989 relative a la securute et a la transparence du marche financier*, (JORF du 4 août 1989 s. 9822)
76. *Loi no 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier*, (JORF n°152 s. 10127)
77. *Open-Ended Investment Companies (Investment Companies with Variable Capital) Regulations 1996*
78. *Open-ended Investment Companies Regulations 2001*
79. *Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 relative à la partie Législative du code monétaire et financier*, (JORF n°291, s. 20004)
80. *Ordonnance n° 2005-1278 du 13 octobre 2005 définissant le régime juridique des organismes de placement collectif immobilier et les modalités de transformation des sociétés civiles de placement immobilier en organismes de placement collectif immobilier*, (JORF n°240 du 14 octobre 2005, s. 16306)
81. *Ordonnance no 45-2710 du 2 novembre 1945 relative aux sociétés d'investissement*, (JORF du 5 novembre 1945, s. 7290)
82. *Personal Equity Plan (Amendment) Regulations 1989*
83. *Personal Equity Plan (Amendment) Regulations 2007*
84. *Personal Equity Plans Regulations 1986*
85. *Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 16 Noviembre 1990, núm. 275)
86. *Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el reglamento de planes y fondos de pensiones*, (Boletín Oficial del Estado, 25 de febrero de 2004, núm. 48)

87. *Real Decreto 91/2001, de 2 de febrero, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva*, (Boletín Oficial del Estado, 17 Febrero 2001, núm. 42)
88. *Règlement grand-ducal du 8 février 2008 relatif à certaines définitions de la loi modifiée du 20 décembre 2002 concernant les organismes de placement collectif*
89. *Regulations of the Bank of Italy of 31 December 2001*
90. *Statutory Instrument 1995 No. 1979*
91. *Statutory Instrument 78 of 1989 (SI78) "European Communities (undertakings for collective investment in transferable securities) Regulations 1989"*
92. *Statutory Instrument No. 212 of 2003*
93. *The Financial Services (Open-Ended Investment Companies) Regulations 1997*
94. *Unit Trusts Act 1990*

Orzeczenia sądowe

Orzeczenie Trybunału Sprawiedliwości w sprawie C – 15/81 *Gaston Schul Douane Expéditeur BV v. Inspecteur der Invoerrechten en Accijnzen, Roosendaal* (ECR 1982, 1409, 33)

Raporty i inne materiały

1. *1997 Mutual Fund Fact Book*, 37th Edition, Investment Company Institute, Washington 2007
2. *1999 Annual Economic Report*, Commission of the European Communities, Brussels, 2001, COM (1999) 7 final
3. *2007 Mutual Fund Fact Book*, 47th Edition, Investment Company Institute, Washington 2007
4. *Action plan for the Single Market*, Communication of the Commission to the European Council, CSE 1997/1, Brussels, 1997
5. *Annual Report 2003*, European Central Bank, Frankfurt am Mein, February 2004
6. *Annual Report 2004*, European Central Bank, Frankfurt am Mein, February 2005
7. *Annual report on the Euro area 2006*, European Commission, European Economy, Special Report, No. 3, Brussels, 2006
8. *Biting Back at Taxes: Exploring Tax – Managed Mutual Funds*, Alliance Bernstein Investment Research and Management, New York, December 2003
9. *Code of conduct (business taxation)*, Council of the European Union, Brussels, November 1999, SN 4901/99
10. *Commission staff working document accompanying the Proposal for Directive 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). Impact assessment of the legislative proposal amending the UCITS Directive*, Brussels 2008, SEC 2008/2263/final
11. *Commission White Paper of 15 November 2006 on enhancing the single market framework for investment funds*, Brussels 2006, COM 2006/686/final
12. *Commission Working Document. First progress report on the strategy of simplification of the regulatory environment*, Brussels 2006, COM 2006/690 FINAL

13. *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament - modernising company law and enhancing corporate governance in the European Union - a plan to move forward*, Brussels, May 2003, COM 2003/284
14. *Communication from the Commission to the Council and to the European Parliament. Regulation of UCITS depositaries in the Member States: review and possible developments*. Brussels April 2004, COM 2004/207/final
15. *Communication of the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of Regions. Implementing the Community Lisbon Programme: A strategy for the simplification of the regulatory environment*, Brussels 2005, COM 2005/535/final
16. *Comparison of household saving ratios Euro area / United States / Japan*, OECD & ECB, June 1994
17. *Completing the Internal Market*, Brussels, 1985, COM 85/310
18. *Cross-border marketing of „harmonised” UCITS in Europe. Current situation, constraints and ways forward*, PricewaterhouseCoopers, November 2001
19. *Disclosure of proxy voting policies and proxy voting records by registered management investment companies*, 68 Fed. Reg. 6564, February, 7, 2003
20. *Disclosure of proxy voting policies and proxy voting records by registered management investment*
21. *Discriminatory tax barriers facing the EU funds industry: A progress report*, PricewaterhouseCoopers, EFAMA, 2005
22. *EFAMA Fact Book 2007*, European Fund and Asset Management Association, Bruxelles, 2008
23. *EFAMA Fact Book 2008*, European Fund and Asset Management Association, Bruxelles, 2009
24. *EMU: The first two years*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Euro Papers, No 42, March 2001
25. *EU Economy: 2002 review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, No 6, 2002
26. *EU Economy: 2004 review*, Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, No 6, Brussels 2004
27. *European tax survey*, Taxation Papers, Working Paper No 3, October 2004
28. *FEFSI Fact Book 2004*, European Fund and Asset Management Association, Bruxelles, 2005
29. *FEFSI Fact Book 2005*, European Fund and Asset Management Association, Bruxelles, 2006
30. *Final Report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets*, Brussels, February 2001
31. *Final Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Brussels, 2002
32. *Financial Services Action Plan. Progress and prospects, Asset Management Group Report*, Brussels, May 2004
33. *Financial services. Building framework for action*, Communication of the Commission, Brussels 1998, COM 1998/625
34. *Financial services. Building framework for action*, Communication of the Commission, Brussels 1999, COM 1999/232/final

35. *Financial services: Commission appoints members of expert group on open-ended real estate funds*, Brussels, June 2007, IP /07/836
36. *Financial services: Implementing the framework for financial markets: Action plan*, Communication of the Commission, Brussels 1999, COM 1999/232
37. *Fund Manager MiFID survey. Stage of readiness of the industry and impact assessment*. Pricewaterhouse Coopers. Luxembourg 2007
38. *Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, Brussels 2005, COM 2005/314/final
39. *Growth and employment in the stability-oriented framework of EMU*, Brussels 1998
40. *OECD Economic Outlook*, vol. 2008, Issue 2, OECD, Paris 2008
41. *OMHEX Annual Report 2003*, February 2004
42. *Presidency conclusions – Cardiff, 15 and 16 June 1998, reference SN 150/I/98 REV*
43. *Private placement regimes in the EU. Summary report of workshops organised by DG Internal Market and Services. January 15th and February 7th 2008.*
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/ppwkshops_en.pdf
44. *Proposal for a Council Directive for the coordination of laws, regulations and administrative provisions regarding collective investment undertakings for transferable securities*, COM 76/152 final
45. *Proposal of a Directive of the European Parliament and of the Council on alternative investment fund managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/65/EC*, Brussels 30.04.2009, COM (2009) 207 final
46. *Quantification of the macro-economic impact of integration of EU financial markets*, London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic for the European Commission. November 2002
47. *Report of the Expert Group on investment fund market efficiency*, Brussels 2006,
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/efficiency_en.pdf
48. *Risk capital: A key to job creation in the European Union. Communication of the European Union*, SEC 1998/552, Brussels, March 1998
49. Securities and Exchange Commission *Protecting Investors: a half century of mutual fund regulation*, 1992
50. *Supplementary pensions in the Single Market*, European Commission, COM (1997) 283 final
51. *Tax discrimination against foreign funds: Light at the end of the tunnel*, PricewaterhouseCoopers, EFAMA, 2003
52. *Taxation and household saving*, OECD, OECD Publishing, Paris 1994
53. *Taxation of cross-border portfolio investment. Mutual funds and possible tax distortions*, OECD Publishing, Paris 1999
54. *Taxation trends in the European Union*, European Commission, Luxemburg 2007
55. *Tax-managed mutual funds and the taxable investor – 2000 Edition*, KMPG Peat Marwick LLP, New York
56. *The development of a European capital market*, European Commission, Brussels, 1966
57. *The Irish Stock Exchange, Annual Statistical Review*, Dublin 2008
58. *The role of IRA's In Americans' retirement preparedness*, Research Fundamentals, Investment Company Institute, January 2006, Vol. 15, Nr 1

59. *The separation of ownership and control: A survey of 7 European countries preliminary report to the European Commission*. European Corporate Governance Network, Brussels 1997
60. *World Economic Outlook 1993*, International Monetary Fund, Washington 1993
61. *Working document DG Market Services. Initial orientations of possible adjustments to UCITS Directive (85/611/EC). Overview of key features*. Brussels 2007. http://ec.europa.eu/internal_market/
62. *World Development Report 2002: Building institutions for markets*, Oxford University Press, New York 2002
63. *World Economic Outlook 1999*, International Monetary Fund, Washington DC, October 1999
64. *World Economic Outlook, March 1998*, International Monetary Fund, Washington 1998