

Jolanta Szapiel

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OTOCZENIE INSTYTUCJONALNE RYNKU FUNDUSZY ZBIOROWEGO INWESTOWANIA W POLSCE

Streszczenie: W opracowaniu dokonano opisu właściwości otoczenia instytucjonalnego oraz wyjaśniono jego wpływ na rozwój rynku funduszy UCITS w Polsce. Opis otoczenia instytucjonalnego i wyjaśnienie jego wpływu na rozwój rodzimego rynku UCITS przeprowadzono z uwzględnieniem też nowej ekonomii instytucjonalnej.

Słowa kluczowe: przedsięwzięcia zbiorowego inwestowania, otoczenie instytucjonalne rynku, instytucje prawne, zasady dobrych praktyk, efektywność adaptacyjna instytucji.

1. Wstęp

Przejściu od systemu gospodarki centralnie planowanej do systemu gospodarki rynkowej towarzyszyło w Polsce utworzenie rynku kapitałowego. Wymagało to stworzenia podłoża instytucjonalnego pod jego budowę. Wstępne warunki instytucjonalne podlegały ewolucji. Dogłębne opisanie i wyjaśnienie wpływu warunków instytucjonalnych na powstanie i rozwój rynku kapitałowego w Polsce byłoby od strony naukowej bardzo ciekawym przedsięwzięciem, choć wyraźnie przekraczającym dopuszczalną objętość tego opracowania, dlatego problem badawczy zawężono do opisanie właściwości i roli otoczenia instytucjonalnego w instytucjonalizacji rynku funduszy zbiorowego inwestowania oraz wyjaśnienia jego wpływu na ten segment rynku kapitałowego. Przy opisie otoczenia instytucjonalnego i wyjaśnianiu jego wpływu na rynek funduszy zbiorowego inwestowania w Polsce uwzględniono tezy ekonomii instytucjonalnej, w szczególności zaś kontraktowego nurtu ekonomii instytucjonalnej.

2. Instytucjonalizacja rynku w ujęciu ekonomii instytucjonalnej

W ekonomii instytucjonalnej spotykamy się z odmiennym niż w ekonomii neoklasycznej opisem i wyjaśnianiem funkcjonowania rynków. Dla przedstawicieli tego nurtu ekonomii rynki z praktyki gospodarczej to nie rynki widziane przez Cournotą, Jevonsa, Walrasa jako racjonalne relacje powstające poprzez racjonalną kalkulację

interesów, które na poziomie zbiorowości uczestników rynku równoważą niezależne decyzje uczestników rynku za pomocą mechanizmu rynkowego, gdzie równoważenie indywidualnych wyborów następuje w warunkach informacji ogólnie dostępnych i możliwych do przetworzenia na decyzje rynkowe przez wszystkich uczestników rynku¹. Na rynkach nie może – zdaniem przedstawicieli ekonomii instytucjonalnej – w sposób mechanistyczny powstawać ład rynkowy, który prowadzić będzie do osiągnięcia stanu doskonałej koordynacji, tj. równowagi i efektywności w rozumieniu Pareta, zakładanej w modelu Arrowa-Debreu. W konsekwencji to nie koordynacja cenowa (dochodzenie do równowagi rynkowej), tylko instytucjonalna koordynacja indywidualnych wyborów i działań podmiotów gospodarczych na rynku powinna być priorytetowym zagadnieniem ekonomii.

Obniżenie poziomu abstrakcji modeli ekonomii neoklasycznej następowało na gruncie ekonomii instytucjonalnej stopniowo, poprzez włączanie do opisu i analizy rynków zagadnień pomijanych w głównym nurcie ekonomii. Były one związane przede wszystkim z zawieraniem transakcji rynkowych² i z kształtowaniem zarówno otoczenia instytucjonalnego rynków, jak i urządzeń zabezpieczających poszczególne transakcje.

W nowej ekonomii instytucjonalnej dostrzega się, że działanie podmiotów gospodarczych dokonuje się zawsze w ramach konkretnych i historycznie zmiennych instytucji, a nie w ramach abstrakcyjnych i ponadczasowych czy ponadterytorialnych rozwiązań modelowych³. Skuteczność porządku rynkowego zależy od ograniczeń zachowań, które mogą mieć różną naturę. Na poziomie publicznym tworzone są instytucje, składające się na otoczenie instytucjonalne rynku. O tym poziomie instytucjonalizacji rynków Williamson mówi jako o uporządkowaniu jurysdykcyjnym. Z kolei drugi poziom nazywa Williamson poziomem nieobligatoryjnym, uznając, że instytucje go tworzące nie wiążą się z odpowiedzialnością prawną, lecz z moralnym zobowiązaniem do dotrzymania obietnicy (z zasadami moralnymi).

Williamson przy dokonywaniu społecznej analizy instytucji wyodrębnia otoczenie instytucjonalne jako poziom drugi, do którego zalicza instytucje formalne i publiczne, takie jak zasady konstytucyjne, prawa własności i prawa kontraktów, ale też doprecyzowane na ich podstawie reguły rządzące wymianą i kontraktami, egzekwowane przez aparat sądowniczo-administracyjny. Pierwszy poziom obejmuje fundament instytucjonalny, który tworzą zwyczaje, tradycja, religia oraz kultura. To właśnie tego rodzaju instytucje – jak pisze – tworzą zakorzenienie dla otoczenia instytucjonalnego⁴.

¹ Jevons twierdził, że teoria rynku jest mechaniką użyteczności i interesu własnego. W.S. Jevons, *Theory of Political Economy*, Pelican Books, London 1970.

² Głównie chodzi tu o założenie o ograniczonej racjonalności i oportunistycznie podmiotów gospodarczych.

³ J.M. Buchanan, G. Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.

⁴ O.E. Williamson, *The New Institutional Economics: taking stock, looking ahead*, „Journal of Economic Literature” 2007, vol. XXXVIII, s. 595-613.

Otoczenie instytucjonalne rynku to, według Williamsona, swoistego rodzaju „dobro publiczne”, które ma szczególną rolę do odegrania w tworzeniu wstępnego ładu instytucjonalnego na rynku. Ze względu jednak na wysokie koszty stanowiącia i utrzymania instytucji formalnych oraz to, że nie zawsze obejmują one wszystkie interakcje pomiędzy podmiotami gospodarczymi, konieczne jest ich uzupełnienie o instytucje nieformalne. Uzupełnieniem działań państwa na podłożu instytucjonalnym powinno więc być współuczestnictwo i legalizacja instytucji wytworzonych przez rynek⁵.

Istotą równowagi instytucjonalnej – jak pisze Fukuyama – jest zachowanie właściwych proporcji między sferą publiczną i prywatną w gospodarce i określeniem relacji państwo – rynek, między oddolną mobilizacją uczestników rynku a odgórnym kreowaniem instytucji przez państwo. Jednak instytucje prywatne najlepiej sprawdzają się nie jako surogat, lecz jako suplement formalnych instytucji. Użyteczność instytucji nieformalnych może być duża, mimo że nie wiążą się z przymusem prawnym. Mechanizmy nadzoru i egzekwowania z nimi związane mają tu własną specyfikę, niejednokrotnie są znacznie subtelniejsze i bardziej elastyczne niż mechanizmy formalne. Oportunizm, pokusa nadużyć mogą być trudne do kontrolowania przez formalnego nadzorcę, ale zazwyczaj inkryminowane działania nie są żadną tajemnicą dla społeczności rynkowej, która na dodatek dysponuje mechanizmami przywoływania do porządku tych, którzy nie przestrzegają norm. Środki nadzoru i kontroli respektowane przez społeczność rynkową w formie: komunikacji, perswazji, symbolicznego i realnego upomnienia, mogą odnieść większe skutki niż naciski formalne⁶.

Zdaniem Williamsona, Mnookina i Kornhausera porządek moralny powinien bezwzględnie działać w cieniu porządku prawnego, gdyż tylko takie ujęcie instytucji jest szansą na przezwycięzenie niedoskonałości rynków. Za silnym państwem w swojej analizie grup interesu opowiada się także Olson⁷. Uznaje on, że państwo i tworzone przez nie instytucje są wystarczające do uporządkowania funkcjonowania rynku, a działanie grup interesu może być tylko destrukcyjne dla porządku rynkowego. Grupy interesu porównuje do „drobnego złodziejstwa” i zestawia z silnym „państwem-bandytą” monopolizującym złodziejstwo instytucji⁸. Twierdzi on kate-

⁵ O.E. Williamson, *Market and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications*, Free Press, New York 1975, s. 13-16.

⁶ F. Fukuyama, *Budowanie państwa. Władza i ład międzynarodowy w XXI wieku*, Dom Wydawniczy Rebis, Poznań 2005, s. 99-100.

⁷ Olson w swej pierwszej analizie działań zbiorowych z 1965 r. był bliższy ekonomii głównego nurtu ze względu na założenia o pełnej kalkulacji i doskonałej informacji. Jednak po odrzuceniu przez niego założenia o zerowych kosztach transakcyjnych i doskonałych instytucjach publicznych można w jego analizie grup interesu zauważyć aspekty instytucjonalne.

⁸ M. Olson, *Why poor economic policies must promote corruption: lessons from the East for all countries*, [w:] M. Baldassarri, L. Paganetto, E.S. Phelps (eds.), *Institutions and Economic Organization in the Advanced Economies*, MacMillan Press, Houndmills 1998.

gorycznie, że wśród działań zbiorowych występują takie działania grup interesu, podejmowane w celu instytucjonalizacji rynku, które korzystne są tylko dla nich samych (zapewniają ich członkom nadwyżkę korzyści indywidualnych nad indywidualnymi kosztami), a nie dla interesu publicznego.

Olson miał jednak świadomość, że państwo i jego instytucje mogą być niedoskonałe. Możliwe jest zatem, że będą nasilały się praktyki wykorzystywania przez niektóre podmioty gospodarcze niedoskonałości instytucji publicznych do osiągnięcia korzyści kosztem innych osób gospodarujących. Na taką możliwość zwrócili także uwagę autorzy koncepcji poszukiwania renty – Tullock, Kruger i Buchanan⁹. Także North, nawiązując do koncepcji przedsiębiorczości nieproduktywnej Baumola, pisał o nieefektywnych ścieżkach zmian instytucjonalnych, wyrażających się nagradzaniem za redystrybucję, a nie za działalność wytwórczą. Aby prawo skutecznie pełniło swoją funkcję, powinno być wiarygodne, stabilne i komplementarne oraz powinno się charakteryzować instytucjonalną legitymizacją. Wtedy jedynie internalizowane przez podmioty gospodarcze przepisy prawa mogą przestoczyć się w bodźce i motywacje do działania na rynku, a to stworzy dogodne warunki do wzrostu gospodarczego, rozwoju rynków, ale także innych instytucji państwa (ustroju demokratycznego)¹⁰.

Tworzenie i doskonalenie otoczenia instytucjonalnego rynku wiąże się jednak z kosztami transakcyjnymi, które Richter i Furubotn nazywają publicznymi kosztami transakcyjnymi¹¹. W związku tym państwu może zależeć, aby grupy interesu działały i przyczyniały się do tworzenia porządku rynkowego ze względu na posiadaną wiedzę, ekspertyzy oraz zdolność rozpoznania potrzeb i zagrożeń na rynku. Grupy interesu posiadające umiejętności samoregulacji rynku mogą przyczyniać się do ograniczenia kosztów transakcyjnych na szczeblu państwa¹².

3. Przesłanki instytucjonalizacji rynków w ujęciu ekonomii instytucjonalnej

W ekonomii instytucjonalnej w różny sposób uzasadnia się potrzebę instytucjonalizacji rynku. Zwraca na to uwagę Klimczak, gdy pisze: „o ile odpowiedzią ekonomii głównego nurtu na błędy rynku jest przedstawianie nowych produktów, rynków zabezpieczających przed niepewnością, o tyle odpowiedzią ekonomii instytucjonalnej

⁹ J.M. Buchanan, G. Tullock, wyd. cyt.

¹⁰ D.C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.

¹¹ Zob. E.G. Furubotn, R. Richter, *Institutions and Economic Theory. The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, 2000.

¹² Zob. A.G. Jordan, W.A. McLaughlin, W.A. Maloney, *Interest groups and public policy: the insider/outsider model revisited*, „Journal of Public Policy” 1995, no. 14.

nowego nurtu jest proponowanie nowych instytucji lub doskonalenie już istniejących, które ułatwiałyby przewidywalność i porządkowałyby rynki, czyniąc możliwym ich dalszy rozwój¹³.

Hardt zauważa, podobnie jak autorka wskazana powyżej, że ekonomia instytucjonalna uzasadnia konieczność instytucjonalizacji gospodarki i jej poszczególnych rynków z wielu powodów. Píše on, że „ekonomia instytucjonalna dostrzega, iż instytucje spełniają elementarne warunki dla funkcjonowania gospodarki rynkowej i prowadzenia wymiany rynkowej. Bez nich transakcje nie byłyby możliwe, a gospodarka składałaby się z tkwiących w autarkii podmiotów gospodarczych. Dzięki instytucjom możliwa jest eliminacja barier wynikających z asymetrycznej dystrybucji informacji pomiędzy podmiotami gospodarczymi oraz redukcja niepewności związana z zawieraniem kontraktów, czynią one działania podmiotów gospodarczych bardziej przewidywalnymi¹⁴”.

Wilkin i Marody, cytując Rutherforda, wyjaśniają potrzebę instytucjonalizacji rynków w następujący sposób: „instytucje i zmiana instytucjonalna są ujmowane jako sposoby obniżania kosztów transakcyjnych, ograniczania niepewności, internalizacji efektów zewnętrznych oraz osiągnięcia zbiorowych korzyści w wyniku skoordynowanych i kooperatywnych działań¹⁵”.

We współczesnej gospodarce – zdaniem Northa – instytucje odgrywają coraz większą rolę, gdyż tworzą ramy i mechanizmy regulujące zachowania podmiotów gospodarczych. Bez wprowadzenia porządku instytucjonalnego trudno oczekiwać powstania zorganizowanej wymiany. Wypadkową instytucji jest stabilny porządek ekonomiczny, zmniejszające się koszty transakcyjne, zwiększająca się transparentność wymiany i zaufanie pomiędzy jej uczestnikami¹⁶. Korzyści z wymiany można osiągnąć jedynie wtedy, gdy zawarcie kontraktów pomiędzy podmiotami gospodarczymi następuje w odpowiednim szkielecie instytucjonalnym. Przy tym złożoność procesów rynkowych sprawia, że instytucje stają się tym bardziej niezbędne i rozbudowaniu ulega ich struktura¹⁷.

North niezdolność do stworzenia instytucji gwarantujących przestrzeganie kontraktów uznaje za najważniejsze źródło ograniczonego rozwoju rynków, tzw. stagnacji rynków. Jeśli w danym kraju istnieje spójny system norm i reguł, powstaje otoczenie instytucjonalne zapewniające efektywne działanie rynków. Jego funkcją

¹³ B. Klimczak, *Uwagi o powiązaniach między standardową ekonomią i nową ekonomią instytucjonalną*, [w:] S. Rudolf (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna. Aspekty teoretyczne i praktyczne*, WSEiA, Kielce 2005.

¹⁴ Ł. Hardt, *Instytucje a koszty transakcyjne w nowej ekonomii instytucjonalnej*, Gospodarka Narodowa nr 1-2, SGH, Warszawa 2005, s. 17.

¹⁵ M. Marody, J. Wilkin, *Meandry instytucjonalizacji: dostosowanie Polski do Unii Europejskiej*, MSAPAE w Krakowie, Kraków 2002, s. 123.

¹⁶ D.C. North, *Institutions, Institutional Change...*, s. 3.

¹⁷ D.C. North, *Transaction costs, institutions and economic history*, [w:] E.G. Furubotn, R. Richter (eds.), *The New Institutional Economics*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tubingen 1984, s. 204-207.

jest powodowanie przewidywalności zachowania partnerów, a zasadniczą cechą – stabilność¹⁸.

W swojej analizie instytucji North, a za nim wielu innych nowych instytucjonalistów, podstawowym kryterium analizy uczynił efektywność instytucji, tzw. efektywność adaptacyjną, jako zdolność systemu instytucjonalnego do ustawicznego dostosowywania się do zmian realnych zachodzących w obrębie rynków, gospodarki. Podobnie efektywność instytucji widział Alchian, dla którego oznaczała ona zdolność instytucji do dostosowywania się do zmieniającego się otoczenia i rozwiązywania problemów w relacjach między podmiotami gospodarczymi, a która zależy nie tylko, od jakości poszczególnych instytucji, lecz również od ich wzajemnego dopasowania i współdziałania¹⁹.

W koncepcji ograniczonej racjonalności i oportunistu Williamsona spotykamy się z dwoma zasadniczymi przesłankami wykorzystywania instytucji w procesach gospodarczych. Pierwszą z nich jest niepewność i złożoność procesów gospodarczych, czego konsekwencją jest ograniczona racjonalność podmiotów ekonomicznych. Drugą zaś przyczyną posługiwania się instytucjami jest oportunistyczny podmiotów gospodarczych. Przy tym skłonność do zachowań oportunistycznych jest tym większa, im mniejsza jest liczba transakcji, większa specyficzność zasobów i niedoskonałość w sferze instytucjonalnej transakcji rynkowych. Otoczenie instytucjonalne rynku decyduje zatem o poziomie kosztów transakcyjnych. Dynamika zmiany instytucji zależy od zdarzeń oraz instytucji występujących obecnie i w przeszłości. Zmiana danej instytucji ma sens tylko wówczas, gdy komplementarne instytucje również ulegają zmianie²⁰.

Z przekrojowej, choć ograniczonej identyfikacji przyczyn instytucjonalizacji rynków, wskazywanych przez ekonomię instytucjonalną, można wyciągnąć wniosek, że kluczową funkcją instytucji jest zapewnienie warunków do rozwoju rynków. Tylko instytucje zdolne do ustawicznego dostosowywania się do potrzeb i zmian realnych zachodzących w obrębie rynków oraz do rozwiązywania problemów w relacjach między podmiotami gospodarczymi są w stanie zapewniać rynkom rozwój. Bez otoczenia instytucjonalnego, zapewniającego odpowiednią transparentność wymiany i ochronę praw własności oraz sprzyjającego uczciwej konkurencji, rynki nie będą się rozwijały. Mogą wręcz podlegać stagnacji i skostnieniu, co w perspektywie globalizacji nie jest zjawiskiem pożądanym, a nawet niebezpiecznym w wymiarze ekonomicznym. Takie jednak otoczenie instytucjonalne musi składać się z określonych instytucji o odpowiedniej jakości i stabilności oraz wzajemnie dopasowanych i współdziałających.

¹⁸ D.C. North, *Institutions, Institutional Change...*, s. 25

¹⁹ Zob. A. Alchian, *Uncertainty, evolution and economic theory*, „Journal of Political Economy” 1950, t. 68.

²⁰ O.E. Williamson, *Market and Hierarchies...*, s. 1-5.

4. Pierwszoplanowa rola instytucji publicznych w instytucjonalizacji rynku funduszy zbiorowego inwestowania w Polsce

W warunkach polskiej gospodarki, podlegającej transformacji, można spotkać się z dwoma zasadniczymi sposobami instytucjonalizacji rynków. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z sytuacją, że rynki zbudowane są od podstaw przez państwo, które tworzy potrzebne instytucje publiczne. W drugim przypadku instytucjonalizacja jest wynikiem działań zbiorowych, zmierzających w warunkach słabej ochrony i kontroli publicznej do prywatnego uporządkowania rynków.

Rynek funduszy zbiorowego inwestowania (UCITS)²¹ w Polsce, jako segment rynku kapitałowego, powstał na podstawie specjalnych aktów prawnych i jest w dużym stopniu regulowany za pomocą instytucji publicznych. Na tym rynku potrzebna jest silna ingerencja państwa i publiczna instytucjonalizacja, głównie ze względu na przedmiot i charakter kontraktowania oraz małą dojrzałość grup interesu do tworzenia instytucji w interesie publicznym i samoograniczenia się. Na wagę tych czynników w nowej ekonomii instytucjonalnej zwracają uwagę Furubotn oraz Richter, gdy piszą, że „instytucje tworzące rynki stanowią szerokie spektrum, od elementarnych zasad i norm konstytucyjnych, przez ogólne reguły i regulacje zabezpieczające porządek konstytucyjny, po reguły powstające w wyniku działań zbiorowych. Struktura tych reguł oraz ich zabezpieczeń zależy do typów dóbr będących przedmiotem transakcji na danym rynku, a także od przeciętnego poziomu moralnego społeczeństwa”²².

Na rynku funduszy UCITS kontrakt dotyczy nabycia jednostek uczestnictwa. Ze względu na niematerialny charakter przedmiotu umowy²³ wymaga to ze strony klientów funduszy (inwestorów) udzielenia kredytu zaufania, a ze strony oferentów (funduszy inwestycyjnych) – sprostania temu zaufaniu. Kontrakty zawierane na rynku funduszy zbiorowego inwestowania to niewątpliwie kontrakty niekompletne, ponieważ cechuje je asymetria informacyjna i niemożność kontroli wykonywania kontraktu.

²¹ Szczegółową, a zarazem pojemną definicję funduszu wspólnego inwestowania podaje dyrektywa Rady Europy z 20 grudnia 1985 r. o koordynacji przepisów prawnych i administracyjnych dotyczących określonych instytucji wspólnego inwestowania w papiery wartościowe (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) – tzw. Dyrektywa UCITS. W artykule 1 stanowi ona, że fundusz wspólnego inwestowania to fundusz, którego wyłącznym celem jest inwestowanie powierzonych przez inwestorów i publicznie zebranych środków pieniężnych w zbywalne papiery wartościowe i/lub inne płynne aktywa finansowe dobrane na zasadzie dywersyfikacji ryzyka na wspólny rachunek inwestorów oraz którego jednostki uczestnictwa są odkupywane lub umarzane na każde żądanie inwestorów bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych funduszy.

²² Zob. E.G. Furubotn, R. Richter, *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997, s. 288.

²³ Jednostki uczestnictwa w funduszu kwalifikowane są jako instrumenty finansowe, niebędące papierami wartościowymi; dotyczą uprawnień innych niż klasyczne prawa udziałowe.

Państwo przekazało w części swoje obowiązki instytucjonalne wraz z niezbędnymi uprawnieniami organizacjom samorządowym uczestników rynku UCITS, jako grunt do tworzenia instytucji dotyczących uczestników rynku, jednak zawsze przy spełnieniu warunku, iż powstające instytucje będą realizowały interes publiczny. Zrzeszeniom uczestników rynku powierzono tym samym zadanie tworzenia szczegółowych norm i regulacji, zapewniających przewidywalność i uporządkowanie działań grup, których członkowie przynależą do organizacji samorządowych. Uznano, że przekazanie autonomii organizacjom samorządowym może skutkować lepszym wykonaniem zadań porządkujących relacje wewnątrz grupy oraz jej relacje z otoczeniem. Takie podejście do instytucjonalizacji rynków jest bliskie ujęciu Northa, który uznawał, że uzyskanie dojrzałości przez grupę do działania w interesie własnym i nieszkodzenia dobru publicznemu jest możliwe, choć osiągnięcie zaufania publicznego wymaga czasu²⁴.

W ramach działań zbiorowych instytucje dotyczące rynku funduszy zbiorowego inwestowania w Polsce mogą być tworzone głównie przez trzy istniejące zrzeszenia, a mianowicie: Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami²⁵, Izbę Towarzystw Funduszy Emerytalnych oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. W przypadku dwóch ostatnich zrzeszeń trudno oczekiwać, że podejmą wyraźne działania w procesie instytucjonalizacji rynku, raczej będą liczyły na inicjatywę państwa, traktującego jako priorytet ochronę interesu inwestorów, w związku z charakterem kontraktowania na tym rynku. Z kolei w odniesieniu do pierwszej z nich można postawić hipotezę, że cechuje ją mała dojrzałość do instytucjonalizacji rynku w interesie publicznym. Istotnym argumentem na rzecz tej hipotezy jest to, że ta grupa interesu jest stosunkowo mało reprezentatywna. Dla przykładu w 2007 r. było zrzeszonych 19 z 33 zarejestrowanych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Reprezentatywność Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami systematycznie się zmniejsza. Jeszcze w 1999 r. aż 16 z 17 towarzystw zarejestrowanych przez regulatora rynku było członkami zrzeszenia. Zmniejszającą się reprezentatywność Izby należy łączyć z zwiększaniem się liczby zagranicznych firm zarządzających funduszami, które to firmy pozostają poza zrzeszeniem i wolą podejmować działania zbiorowe na szczeblu instytucji publicznych UE, jako na poziomie instytucjonalnym wiążącym się z większymi możliwościami przechwytywania renty.

Równie ważnym argumentem na rzecz postawionej hipotezy jest to, że trudno dopatrzeć się w działaniach Izby gotowości i chęci do przejęcia części kontroli nad swoimi członkami – pod kątem działania na rzecz interesu publicznego. Nie dostrzega się w dokumentach Izby, takich jak: statut, regulamin, zasady kodeksowe, jakichkolwiek zapisów wskazujących i „uczulających” członków zrzeszenia na rzecz działania w interesie rynku, w interesie publicznym czy choćby w celu budowania zaufania do rynku.

²⁴ D.C. North, *Institutions, Institutional Change...*, s. 3.

²⁵ Do 2006 r. zrzeszenie funkcjonowało pod nazwą: Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.

5. Ogólna charakterystyka instytucji formalnych polskiego rynku UCITS

W warunkach polskich instytucje tworzące otoczenie instytucjonalne rynku funduszy zbiorowego inwestowania²⁶ (poziom ustaw) nie są wywodzone jako normy ogólne. Na poziomie ustaw zasadniczych mamy do czynienia z szczegółowym zapisem sposobu tworzenia i działania funduszy zbiorowego inwestowania; brak w nich elastyczności, nie ma w nich alternatywnych sposobów rozwiązywania problemów związanych z tworzeniem i działaniem funduszy wspólnego inwestowania, wszystko, co jest trudne i skomplikowane do uregulowania w działalności tych funduszy, jest przez polskie przepisy prawne skutecznie ograniczane – albo wręcz zakazywane.

Polskie prawo dotyczące funduszy inwestycyjnych nie jest otwarte, elastyczne, wręcz przeciwnie: jest bardzo ściśle, rozbudowane i restrykcyjne. Tym samym wpływa negatywnie na zakres swobody gospodarczej, poziom aktywności (przedsiębiorczości) i intensywność konkurencji na rynku UCITS.

Polskie prawo dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych tworzy się w pośpiechu, bez dostatecznych konsultacji oraz dyskusji środowiskowych i naukowych. Nie można też uniknąć wrażenia, że konstruowane prawo ma na celu ułatwienie polskiemu regulatorowi nadzoru i kontroli nad rynkiem funduszy inwestycyjnych. Liczne są w nim nakazy, zakazy, szczegółowe obowiązki itd. W warunkach polskich można zaobserwować zjawisko „inflacji” prawa dotyczącego funduszy zbiorowego inwestowania. Dla porównania: rozdział ustawy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, regulujący fundusze powiernicze, składał się z 24 artykułów. Ustawa zasadnicza dla funduszy zbiorowego inwestowania z 2004 r. zawiera ponad 300 artykułów.

Każda korekta prawa dotyczącego funkcjonowania funduszy inwestycyjnych to wzrost kosztów transakcyjnych i to nie tylko publicznych kosztów transakcyjnych. Zmiana prawa pociąga za sobą działania dostosowawcze po stronie uczestników rynku. Dla funduszy i towarzystw nimi zarządzających często konieczne jest odnowienie licencji, zmiany w statutach, uzupełnienie informacji zawartych w prospektach, aktualizacja procedur i systemów informatycznych itd. W dalszej kolejności wzrost kosztów działania tych podmiotów oznacza wyższe koszty uczestnictwa w rynku dla inwestorów.

W praktyce funkcjonowanie funduszy zbiorowego inwestowania w Polsce było niezwykle trudne aż do roku 2004. Pierwszą ustawą zasadniczą, która na blisko siedem lat określiła ramy prawne dla rynku przedsięwzięć zbiorowego inwestowania, była ustawa *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*. W ustawie tej przewidziano bardzo restrykcyjne warunki tworzenia i działania polskich funduszy i towarzystw funduszy UCITS. Ustawa nie przewidywała możliwości wejścia na rynek polski zagranicznych funduszy. Konsekwencją

²⁶ Badaniem objęto instytucje formalne rynku funduszy UCITS w Polsce od 1991 do 2007 roku.

reżimu regulacyjnego wynikającego z omawianej ustawy było bardzo małe zainteresowanie wejściem na rynek polskich funduszy²⁷. W końcu 1996 r. na rodzimym rynku funduszy UCITS działało zaledwie pięć funduszy i trzy towarzystwa nimi zarządzające.

Szansą na uzdrowienie rynku UCITS w Polsce stała się w ograniczonym stopniu kolejna regulacja, tj. ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1997 roku. Jakkolwiek wprowadzała ona pewne uelastycznienia w warunkach działania funduszy UCITS na rodzimym rynku, to jednak reżim regulacyjny związany z wejściem i obecnością funduszy na rynku został utrzymany.

Warunki do istotnego udoskonalenia prawa polskiego dotyczącego funduszy zbiorowego inwestowania stworzone zostały za sprawą wejścia Polski do Unii Europejskiej. W procesie tworzenia i doskonalenia instytucji formalnych, po utworzeniu od podstaw instytucji formalnych, tj. instytucji tworzących „kręgosłup instytucjonalny” rynku, oraz wprowadzaniu zmian w istniejących instytucjach prawnych, przyszedł czas na imitację i przystosowywanie instytucji formalnych do standardów UE.

Jednym z elementów konstruowania jednolitego rynku kapitałowego w obrębie UE jest wprowadzenie jednolitych zasad funkcjonowania funduszy UCITS. Wszystko po to, aby zbliżyć warunki konkurencji pomiędzy funduszami z różnych krajów członkowskich oraz stworzyć w skali Wspólnoty efektywne instrumenty ochrony uczestników funduszy. Tym celom podporządkowano na szczeblu UE przepisy prawa. W konsekwencji normy prawne UE mają charakter norm ogólnych, są elastyczne, spójne i stabilne. Kluczowe instytucje UE dotyczące funduszy UCITS to zbiór wspólnych zasad (rekomendacji) dotyczących standardów ochrony inwestorów funduszy, sprawowania nad nimi nadzoru, jak również tworzenia, struktury i warunków prowadzenia działalności przez UCITS. Normy UE nie wymuszają ściśle określonych działań funduszy i firm nimi zarządzających. Wręcz przeciwnie – umożliwiają im elastyczne dostosowywanie się do zmieniających się warunków rynkowych i potrzeb inwestorów. Normy UE nie mnożą barier w działalności funduszy na jednolitym rynku, wręcz przeciwnie – ograniczają je, przy zachowaniu odpowiednich standardów ochrony inwestorów. Przykładem takiej normy jest zasada jednolitego paszportu. Na jej podstawie fundusze UCITS uzyskują możliwość oferowania swoich tytułów uczestnictwa we wszystkich państwach UE pod warunkiem uzyskania odpowiedniej zgody ze strony macierzystego regulatora. Normy UE rekomendują też nadzór i kontrolę nad funduszami o charakterze podmiotowym, a nie przedmiotowym.

Prawo UE dotyczące funduszy zbiorowego inwestowania jest również wewnętrznie spójne. Podstawowy akt prawny w tym względzie został po blisko dwudziestu latach zmieniony na dwa odrębne, tworzące obecnie spójne otoczenie prawne, w jakim funkcjonują fundusze UCITS. To, że upłynęło blisko dwadzieścia lat,

²⁷ Polskie fundusze UCITS to fundusze tworzone i działające na mocy polskich przepisów prawnych oraz poddane pełnemu nadzorowi polskiego regulatora rynku.

zanim zdecydowano się w UE dokonać rekonstrukcji (doskonalenia) prawa, świadczy niewątpliwie o trosce ustawodawcy unijnego o podstawowy walor instytucji formalnych – ich stabilność.

Normy na szczeblu UE dotyczące funduszy zbiorowego inwestowania muszą mieć charakter norm ogólnych, gdyż w przeciwnym wypadku konstrukcja jednolitego rynku kapitałowego ległaby w gruzach, ale także dlatego, że w poszczególnych krajach członkowskich mamy do czynienia z odmienną tradycją stanowienia prawa oraz strukturą rynku kapitałowego. Normy prawa UE przewidują w związku z tym możliwość doprecyzowania warunków tworzenia i działania funduszy UCITS przez narodowych ustawodawców.

W Polsce, w przeciwieństwie do wielu krajów członkowskich UE, zdecydowano się na wyraźne uszczegółowienie i zaostrzenie norm prawnych dotyczących funkcjonowania funduszy UCITS. Przyczyn takich rozwiązań legislacyjnych można poszukiwać w potrzebie zapewnienia inwestorom w Polsce (inwestorom jeszcze mało doświadczonym) nieskomplikowanych i bezpiecznych warunków uczestnictwa w funduszach UCITS oraz w dążeniu regulatora rynku do zapewnienia sobie łatwego nadzoru nad tymi funduszami.

Restrykcyjność rozwiązań prawnych jest szczególnie podnoszona przez zagraniczne fundusze UCITS. Dla nich fakt zwiększonych wymagań i obowiązków formalnych powoduje, że warunki wejścia na polski rynek są trudniejsze niż na inne rynki UE. Pomimo że w świetle regulacji UCITS procedura dopuszczenia powinna mieć charakter jedynie notyfikacyjny i do dopuszczenia zagranicznych tytułów uczestnictwa UCITS do sprzedaży w Polsce nie powinno być konieczne uzyskiwanie jakiegokolwiek zgody administracyjnej (jako w państwie przyjmującym), na mocy obowiązujących norm prawnych regulator rynku dysponuje dość szerokim zakresem możliwości zablokowania notyfikacji i uniemożliwienia funduszom zagranicznym dystrybucji tytułów uczestnictwa.

Wejście zagranicznego funduszu UCITS na polski rynek następuje w ramach procedury dopuszczenia. Zagraniczny fundusz UCITS jest zobligowany do pisemnego zawiadomienia polskiego regulatora o zamiarze zbywania własnych tytułów uczestnictwa na polskim rynku oraz dostarczenia wymaganych dokumentów²⁸. W wypadku braku zastrzeżeń regulatora polskiego, który dokonuje wpisu do rejestru funduszy zagranicznych, po upływie dwóch miesięcy od daty dokonanego wpisu do rejestru fundusz zagraniczny może rozpocząć dystrybucję swoich tytułów uczestnictwa²⁹. Jak wynika z raportu grupy ekspertów Komisji Europejskiej, w Polsce mamy do czynienia ze zbyt długą i nadmiernie zbiurokratyzowaną procedurą dopuszczania zagranicznych funduszy UCITS do dystrybucji swoich tytułów uczestnictwa. Ponieważ Polska nie jest jedynym krajem Wspólnoty, w którym dostrzeżono zbyt długi

²⁸ Listę wymaganych dokumentów, które zagraniczny fundusz UCITS jest zobligowany przedłożyć polskiemu regulatorowi rynku, określa art. 253 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku.

²⁹ Zgodnie z art. 253 ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku.

okres potrzebny do rozpoczęcia przez zagraniczne fundusze dystrybucji swoich tytułów, Komisja Europejska zamierza zmienić przepisy unijne przez wprowadzenie maksymalnego okresu oczekiwania na rozpoczęcie dystrybucji tytułów uczestnictwa przez fundusze zagraniczne³⁰.

Polski regulator rynku nie ma wpływu na ofertę produktową zagranicznych funduszy UCITS. Procedura dopuszczenia dotyczy funduszy, co oznacza, że jeżeli w kraju macierzystym fundusz uzyskał zezwolenie rodzimego regulatora, to może dystrybuować wszystkie zgłoszone w nim subfundusze oraz wszystkie klasy tytułów uczestnictwa, które składają się na dany subfundusz, niezależnie, czy są aktywne.

Zagraniczny fundusz UCITS ubiegający się o notyfikację jest zobowiązany na mocy obowiązujących w Polsce przepisów prawa³¹ spełniać wyznaczone zasady dystrybuowania swoich tytułów uczestnictwa oraz przekazywania informacji inwestorom. Polskie przepisy prawa dopuszczają oparcie funkcjonowania funduszu UCITS na określonej strukturze organizacyjnej (wariant prostej, nieskomplikowanej struktury organizacyjnej). Tym samym zagraniczne fundusze UCITS muszą dokonywać rekonstrukcji własnej struktury organizacyjnej na potrzeby swojej obecności na polskim rynku³², co stwarza niewątpliwe komplikacje natury organizacyjnej i technicznej oraz wiąże się z wyższymi kosztami działania funduszy.

Fundusze zagraniczne muszą też spełniać wyższe niż na rynku macierzystym wymagania w zakresie dostarczanych inwestorom informacji. Polska znalazła się na liście niewielkiej liczby państw członkowskich UE, które narzucają funduszom UCITS rozbudowane wymagania dotyczące publikowanych informacji³³.

³⁰ Raport na temat efektywności rynku funduszy UCITS opracowany przez grupę ekspertów powołanych przez Komisję Europejską, w którym za jedną z przeszkód rozwoju rynku funduszy UCITS uznaje zbyt długie i nadmiernie zbiurokratyzowane procedury autoryzacyjne w poszczególnych krajach członkowskich – Report of the Export Group on Investment Fund Market Efficiency, July 2006.

³¹ Zgodnie z dyrektywą 85/611 nadzór nad działalnością funduszu sprawuje organ nadzoru państwa macierzystego. Tym niemniej nadzór w zakresie dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszu wśród inwestorów lokalnych oraz prowadzenia względem nich polityki inwestycyjnej powierza się organom państwa przyjmującego.

³² Zagraniczne fundusze inwestycyjne nie mogą wykorzystywać konstrukcji agenta subtransferowego pełniącego rolę tzw. *nominee*. To rozwiązanie budzi zastrzeżenia wielu zagranicznych funduszy, które w innych krajach członkowskich tę konstrukcję stosują z powodzeniem od dawna. Przy konstrukcji agenta subtransferowego teoretycznie niezapisanie uczestników z Polski w zbiorczym rejestrze prowadzonym na rzecz funduszu przez agenta transferowego w kraju macierzystym mogłoby wiązać się z ryzykiem braku powiązania ich z funduszem poprzez podmiot pełniący dla niego funkcje agenta transferowego. W przypadku upadłości agenta subtransferowego środki uczestników funduszu mogłyby wchodzić do masy upadłości takiego podmiotu pośredniczącego. Ponadto polski regulator wymaga, aby fundusz zagraniczny posiadał lokalnego przedstawiciela i agenta płatniczego.

³³ Obowiązki informacyjne funduszy UCITS zostały określone w załączniku nr 1 do dyrektywy 85/611. Zakres i treść prospektów emisyjnych, zarówno pełnego, jak i skróconego, oraz publikowanych sprawozdań, zawarte w załączniku dyrektywy UE, zostały przez polskiego ustawodawcę rozbudowane. Przepisy polskie wymagają przygotowania prospektów i sprawozdań nie tylko dla funduszu, ale także dla każdego subfunduszu. Dodatkowo do rozbudowanych w zakresie treści prospektów fundusze i ich

Niewątpliwie istotnym ograniczeniem legislacyjnym dla funkcjonowania zagranicznych funduszy UCITS w Polsce jest przepis dopuszczający funkcjonowanie funduszy tego typu tylko w określonej formie prawnej. Ustawodawca w Polsce skorzystał z przewidzianego prawem UE zapisu o możliwości określania formy prawnej funduszy UCITS³⁴. Jednak w konsekwencji przyjętego rozwiązania prawnego na polski rynek nie mogą wejść zagraniczne fundusze UCITS o innej konstrukcji prawnej, w szczególności w formie spółek prawa handlowego, bardzo popularne na rynkach zagranicznych, w tym także rynkach krajów członkowskich UE (chodzi głównie o rynki: Luksemburga, Francji, Belgii – najbardziej rozwinięte rynki funduszy UCITS w UE). Jednak przepis ustawy z 2004 r., dopuszczający funkcjonowanie zagranicznych funduszy UCITS w określonej formie prawnej, trzeba ocenić pozytywnie na tle rozwiązań legislacyjnych obowiązujących do tego czasu. W żadnym akcie ustawowym dotyczącym funkcjonowania funduszy UCITS w Polsce, a obowiązującym do roku 2004, nie było zapisów o możliwości działania funduszy zagranicznych.

Wprowadzonej w 2004 r. ustawie o funduszach inwestycyjnych nie towarzyszyły dopasowania w innych instytucjach prawnych, rzutujących na działanie zagranicznych funduszy UCITS w Polsce. Dla przykładu brak rewizji zapisów Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych w zakresie polityki lokacyjnej powoduje, że przyjęta w niej konstrukcja funduszy inwestycyjnych, przeniesiona z ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., zakłada inwestowanie otwartych funduszy emerytalnych jedynie w jednostki uczestnictwa polskich funduszy. Także „kurczowe” dopasowanie fiskalnych aktów prawnych do ustawy, o której mowa, też wywołuje negatywne skutki w odniesieniu do działalności zagranicznych funduszy. Na przykład ograniczenie legislacyjne zawarte w art. 303 ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 r., wyrażające się w zapisaniu zwolnienia podmiotowego z podatku dochodowego od osób prawnych dla funduszy inwestycyjnych utworzonych na podstawie tej i wcześniejszej ustawy z 1997 r., przeniesione na grunt instytucji fiskalnych, sprawiło, że fundusze zagraniczne zostały objęte podatkiem dochodowym. Komisja Europejska zobligowała Polskę do usunięcia tego i wszystkich innych zapisów prawnych dotyczących dyskryminacyjnego traktowania zagranicznych funduszy inwestycyjnych.

Wprowadzona w 2004 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych niewiele zmieniła, jeżeli chodzi o warunki tworzenia i działania polskich funduszy zbiorowego inwestowania. W związku z brakiem pełnej implementacji zawartych w niej przepisów do standardów UE oraz dążeniem legislatora polskiego do ścisłego uregulowania działalności funduszy UCITS wszędzie tam, gdzie normy UE dopuszczają ich do-

subfundusze muszą załączać statut. Komisja Europejska w *Białej księdze w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych* nakazała Polsce weryfikację dotychczasowych regulacji w zakresie wymaganych dokumentów informacyjnych: SEC(2006)1451, SEC(2006)1452.

³⁴ Zgodnie z art. 12 dyrektywy 85/611 szczegółowe zasady prawnej konstrukcji funduszy UCITS określone są przez państwa członkowskie UE.

precyzowanie przez państwa członkowskie, utrzymany został reżim regulacyjny w stosunku do polskich funduszy wzorem „minionej epoki”. W przeciwieństwie do zagranicznych funduszy UCITS, których polskie prawo i nadzór regulatora rynku dotyczy tylko w sferze dystrybucji tytułów uczestnictwa, polskie fundusze podlegają tym regułom prawnym na każdym etapie tworzenia i działania na rynku.

Proces rejestracyjny polskiego funduszu UCITS i towarzystwa nim zarządzającego jest bardzo długi i wiąże się z spełnieniem rygorystycznych warunków³⁵. Ponieważ polskie fundusze zbiorowego inwestowania w sensie prawnym są podmiotami posiadającymi pełną osobowość prawną, to dokumentem zakładowym jest dla nich statut. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. wprowadziła możliwość tworzenia przez polskie fundusze wydzielonych subfunduszy. W konsekwencji od polskiego funduszu wymaga się uzyskania każdorazowego zezwolenia na utworzenie nowego subfunduszu oraz dokonania zmiany w statucie funduszu. W tej sytuacji znacznie wydłuża się okres oczekiwania przez fundusz na wprowadzenie nowego produktu (subfunduszu). Nie przewidział polski ustawodawca możliwości wprowadzania przez polskie fundusze UCITS subfunduszy o różnej klasie, tj. różniących się wysokością opłat w zależności od rodzaju inwestycji czy terminu inwestowania.

W ustawie z 2004 r. rozszerzono zakres możliwych inwestycji dokonywanych przez polskie fundusze zbiorowego inwestowania. Jakkolwiek poszerzono w omawianej ustawie zakres dopuszczalnych inwestycji, zwiększając przy okazji stopień zaangażowania w określone rodzaje inwestycji, to jednak zakres możliwych inwestycji funduszu polskiego jest mniejszy od jego odpowiednika zagranicznego, regulowanego w tej mierze w kraju macierzystym, który stosuje się do norm ogólnych UE.

W związku z tym, że ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. dopuszcza tworzenie funduszy z wydzielonymi subfunduszami, to obecnie inwestorzy dokonujący zmiany inwestycji w ramach funduszu między poszczególnymi subfunduszami nie muszą płacić podatku od zysków kapitałowych. Ta niewątpliwa korzyść dla inwestorów wynika z tego, że zamiana środków inwestycyjnych nie następuje między odrębnymi osobami prawnymi, jakimi są fundusze, lecz w ramach funduszu. Tym samym inwestycje w polskie fundusze UCITS mogą stać się opłacalną alternatywą w stosunku do zbliżonych form inwestowania, w szczególności zaś tzw. polis inwestycyjnych, oferowanych przez polskie i zagraniczne towarzystwa ubezpieczeniowe.

Wymóg dotyczący określonej formy prawnej funduszy UCITS ma swoje negatywne konsekwencje także dla polskich funduszy. Rozwiązanie prawne, jakim jest nadanie każdemu polskiemu funduszowi osobowości prawnej, powoduje, że jako osoba prawna musi on mieć prowadzoną osobną księgowość, sporządzane okresowe sprawozdania finansowe, które dodatkowo muszą być weryfikowane przez uprawnionego do tego audytora itd., a to generuje wyższe koszty ich działalności. Trzeba

³⁵ Dla przykładu polski fundusz musi być zarządzany przez takie towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego zarząd musi składać się z określonej liczby członków, ściśle odpowiadających wyznaczonym wymaganiom.

jednak dodać, że taka konstrukcja prawna funduszy polskich daje ich uczestnikom pełne bezpieczeństwo inwestycji³⁶. Na potrzeby inwestorów przyjęto dla funkcjonujących funduszy UCITS proste rozwiązania organizacyjne, administracyjno-operacyjne i techniczne.

Institucje prawne regulują również bardzo ściśle obowiązki informacyjne i sprawozdawcze polskich funduszy UCITS. Polski ustawodawca postawił przed polskimi funduszami istotne obciążenia biurokratyczne i nadmierne wymogi prawne w sferze informacji dla inwestorów, choć są one jednak takie same, jak te, którym podlegają zagraniczne fundusze oferujące na polskim rynku swoje tytuły uczestnictwa. Inaczej jest w zakresie obowiązków polskiego funduszu, dotyczących dostarczania regulatorowi rynku informacji potrzebnych do sprawowania nadzoru. Ponieważ także w tym zakresie funkcjonowania funduszy UCITS rodzimy ustawodawca nie zapewnił dostosowania polskich zapisów prawnych do norm UE, polskie fundusze podlegają wyższym wymaganiom niż ich odpowiedniki zagraniczne, regulowane przez macierzyste państwa w granicach standardów UE. W konsekwencji „wygórowane” obowiązki informacyjne i sprawozdawcze wiążą się z istotnym wzrostem kosztów działania polskich funduszy.

Z zaprezentowanej charakterystyki instytucji formalnych odnoszących się do rynku funduszy UCITS w Polsce wynika, że cechuje je niska jakość, wyraźny brak powiązań komplementarnych (brak wzajemnie dopasowanych i współdziałających instytucji) oraz niestabilność. Taki charakter instytucji – zgodnie z tezami nowej ekonomii instytucjonalnej – nie służy rozwojowi rynku. Dlatego też autorka opracowania podejmie teraz próbę analizy wpływu instytucji formalnych na rynek funduszy UCITS w Polsce, w szczególności zaś na możliwości rozwojowe tego rynku.

6. Próba oceny wpływu otoczenia instytucjonalnego na rozwój rynku funduszy UCITS w Polsce

Ekonomia instytucjonalna, w szczególności zaś tzw. kontraktowy nurt ekonomii instytucjonalnej – o czym była już mowa wcześniej – uzależnia rozwój rynku od otoczenia instytucjonalnego, zdolnego zapewnić odpowiednią transparentność wymiany i ochronę praw własności oraz warunki do uczciwej i skutecznej konkurencji. Polskiemu ustawodawcy udało się w zasadzie zapewnić uczestnikom funduszy UCITS zadawalający poziom bezpieczeństwa i ochrony ich interesów. Niewątpliwie należałoby jednak postulować, aby jak najszybciej zostały wprowadzone do polskich norm prawnych rozwiązania UE przewidujące obowiązek rozpoznania przez podmioty zarządzające funduszami zbiorowego inwestowania „sylwetki” uczestników funduszy. Mogłoby to zaowocować zmniejszeniem reżimu regulacyjnego wobec funduszy UCITS i firm nimi zarządzających, zwiększeniem swobody i aktywności inwestycyj-

³⁶ Nawet sytuacja bankructwa towarzystwa zarządzającego funduszem nie wiąże się z żadnymi ewentualnymi roszczeniami w stosunku do aktywów funduszu.

nej dla dużych i doświadczonych uczestników funduszy oraz zwiększeniem ochrony interesów i opieki nad małymi i niedoświadczonymi inwestorami³⁷.

Reżim regulacyjny wynikający z polskich instytucji publicznych nie służy konkurencji na rynku funduszy UCITS. Polskie instytucje formalne dotyczące funkcjonowania tego rynku nie stwarzają warunków do uczciwej konkurencji. Z jednej strony wprowadzenie na rynek nowego produktu bankowego czy ubezpieczeniowego, ale także funduszy zagranicznych, nie wymaga uzyskania, w przeciwieństwie do produktów polskich funduszy, żadnej zgody czy zezwolenia, gdyż podstawą nadzoru w przypadku dwóch pierwszych produktów jest sfera podmiotowa, a w przypadku trzeciego nadzór polskiego regulatora jest wyłączony. Powoduje to nierówne warunki wejścia na rynek, ale także ograniczoną zdolność dostosowywania się polskich funduszy do zmieniających się preferencji inwestorów. Z drugiej jednak strony działanie zagranicznych funduszy UCITS jest nieuczciwie krępowane wskutek niedopasowania i braku współdziałania instytucji o podstawowym znaczeniu dla funkcjonowania tego typu funduszy z instytucjami fiskalnymi i normami odnoszącymi się do inwestycji polskich inwestorów instytucjonalnych, głównie otwartych funduszy emerytalnych.

Restrykcyjność rozwiązań formalnych w dziedzinie funkcjonowania na polskim rynku funduszy zbiorowego inwestowania dotyczy zarówno zagranicznych, jak i polskich funduszy. Na skutek braku pełnej implementacji polskich norm prawnych do rozwiązań UE większy reżim regulacyjny, wyrażający się w nadzorze podmiotowym i przedmiotowym, dotyczy polskich funduszy. W szczególności dla tych funduszy wejście i działanie na rodzimym rynku jest trudne. Skutki tego stanu rzeczy są widoczne na gruncie konkurencji, zarówno cenowej, jak i niecenowej.

Przez długie lata konkurencja produktowa między funduszami praktycznie nie istniała. Do końca 1996 r. na rynku było tylko pięć polskich funduszy UCITS. Na koniec 2007 r. liczba funduszy UCITS w Polsce zbliżyła się do 280. W tym samym czasie³⁸ liczba funduszy zbiorowego inwestowania na najbardziej rozwiniętych rynkach UE kształtowała się w przedziale 4,6-7,5 tysiąca. Polski rynek funduszy UCITS odróżnia się niekorzystnie od swoich najbardziej rozwiniętych odpowiedników europejskich nie tylko liczbą funduszy, lecz także dynamiką ich wzrostu. Liczbę funduszy i dynamikę wzrostu liczby funduszy UCITS w Polsce w latach 1996-2007 przedstawia tab. 1.

O ile w Polsce w okresie największego wzrostu liczby funduszy, przypadającego na lata 2004-2007, odnotowywano wzrost liczby funduszy w przedziale około 50-80, o tyle na rozwiniętych rynkach UCITS w Europie, począwszy od lat 90. XX wieku, średnioroczne tempo wzrostu liczby funduszy przekracza 350, a na ryn-

³⁷ Fundusze, a ściślej podmioty nimi zarządzające, musiałyby powstrzymać się przed jakimkolwiek działaniami na rzecz inwestorów mniej doświadczonych (łącznie z działaniami marketingowymi), zanim nie uzyskałyby pewności, że rozumieją oni sens tych działań, a co ważniejsze ich skutki.

³⁸ Na koniec stycznia 2007 roku. Dane podano za: T. Miziołek, *Biała księga poprawi efektywność. Fundusze inwestycyjne w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2, s. 82.

ku amerykańskim aż 500³⁹. Większa liczba funduszy dla inwestorów oznacza szerszy wybór możliwości inwestycyjnych i większe korzyści z uczestnictwa w funduszu. Z przytoczonych danych liczbowych widać, jak duże „zaległości” w zakresie konkurencji niecenowej ma polski rynek UCITS na tle swoich odpowiedników zachodnich. Zwiększenie konkurencji poprzez dyferencjację produktu może nastąpić w wyniku zastosowania mniej restrykcyjnych norm prawnych odnoszących się do warunków działania przedsięwzięć zbiorowego inwestowania, o czym – w ostatnich latach – świadczą przykłady rynku hiszpańskiego i włoskiego⁴⁰.

Tabela 1. Liczba funduszy UCITS w Polsce w latach 1996-2007

Wyszczególnienie	1996	1997	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Liczba TFI	3	5	16	16	18	19	17	20	23	26	33
Liczba funduszy UCITS	5	10	18	25	34	48	65	85	134	194	277
Przyrost liczby funduszy UCITS	1	5	8	7	9	14	17	20	49	60	83

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu z działania funduszy inwestycyjnych, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, 2007, s. 15-17.

Stopień konkurencji cenowej na rynku UCITS w Polsce jest dużo mniejszy od notowanego na zachodnich rynkach. Koszty uczestnictwa w polskich funduszach są wyższe niż w funduszach zagranicznych. Główny składnik kosztowy, jakim jest opłata za zarządzanie, kształtuje się w polskich funduszach na poziomie 4-5%, natomiast w funduszach zagranicznych: 2,3-4,0%. Podobnie jest przy opłatach manipulacyjnych związanych z nabywaniem i zbywaniem jednostek uczestnictwa⁴¹. Niewątpliwie na zmniejszenie kosztów uczestnictwa w funduszach krajowych powinna wpływać nasilająca się konkurencja ze strony funduszy zagranicznych. Fundusze zagraniczne, nie widząc presji konkurencyjnej w tym względzie ze strony funduszy krajowych, jak na razie nie zaproponowały polskim inwestorom korzystnych kosztowo warunków inwestowania. Takie jednak możliwości mają, o czym świadczy wysokość łącznych kosztów uczestnictwa w funduszach na rynkach zagranicznych. Na najbardziej rozwiniętych rynkach UE łączne koszty uczestnictwa w funduszach UCITS kształtują się na poziomie: 2-3% w funduszach akcyjnych, 1,6-2,0% w funduszach obligacji oraz 0,7-1,1% w funduszach pieniężnych⁴². Na rynku amerykańskim konkurencja między funduszami jest jeszcze większa, co skutkuje jeszcze niższymi łącznymi kosztami uczestnictwa w funduszach. Dla przykładu w funduszach

³⁹ T. Orlik, *Perspektywy rozwoju funduszy inwestycyjnych w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9, s. 58.

⁴⁰ T. Orlik, wyd. cyt., s. 57.

⁴¹ T. Miziołek, *Biała księga poprawi...*, s. 80-82.

⁴² A. Grygiel, S. Buczek, *Zagraniczne fundusze inwestycyjne w Polsce – pierwsze starcie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3, s. 91-93.

akcyjnych wynoszą one 1,3%, w funduszach obligacji 1,09%, a w funduszach pieniężnych 0,4%⁴³.

Rynek UCITS w Polsce w warunkach ograniczonej, nieskutecznej konkurencji nie może należycie spełniać swoich funkcji, w tym w szczególności funkcji dotyczącej efektywnej alokacji kapitału. Tym samym nawiązując do aksjologicznego rozumienia rozwoju rynku, polski rynek funduszy zbiorowego inwestowania odchyła się istotnie od ideału (wzorca), jakim jest na rynku UE niewątpliwie rynek w Luksemburgu. Dla konkurencyjności określonego rynku funduszy UCITS niebagatelne znaczenie ma to, jakie rozwiązania prawne zostały przyjęte w tym kraju w porównaniu z systemami prawnymi w innych państwach. Jak wynika z badań grupy ekspertów powołanych przez Komisję Europejską, to prawodawstwo tego kraju, do którego zostały w sposób bardzo elastyczny implementowane reguły wspólnotowe, przyczyniło się zasadniczo do tego, że na koniec 2007 r. udział tego rynku w europejskim rynku UCITS przekraczał 25%. Udział polskiego rynku w tym samym czasie wynosi zaledwie 0,5%. Polski rynek ze swoim udziałem plasuje się na wyższej pozycji jedynie przed rynkiem tureckim, węgierskim, czeskim i słowackim. Warto zauważyć także, że udział w wysokości 0,1-0,5% rynek polski ma w rynku europejskim dopiero od 2003 roku. W latach wcześniejszych był tak niski, że nie uwzględniano Polski w statystyce EFAMA (European Fund and Asset Management Association)⁴⁴.

Niewątpliwie kolejne zmiany na polskim rynku funduszy UCITS, przybliżające go coraz bardziej do „ideału luksemburskiego”, zmiany „na lepsze” (w szczególności chodzi tu o większą konkurencyjność rynku), będą wymagały wsparcia ze strony otoczenia instytucjonalnego. Aby tak się stało, instytucje publiczne dotyczące rynku funduszy zbiorowego inwestowania w Polsce muszą w pełni zostać dostosowane do standardów UE. Wystarczy, że w tym względzie wykorzystamy doświadczenia innych krajów europejskich, zwłaszcza Luksemburga, Hiszpanii i Włoch.

7. Podsumowanie

W instytucjonalizacji rynku funduszy UCITS w Polsce pierwszoplanową rolę odgrywa otoczenie instytucjonalne. Instytucje tworzone przez zrzeszenia uczestników rynku są suplementem instytucji publicznych. Silna ingerencja państwa i publiczna instytucjonalizacja tego rynku wynika głównie z charakteru kontraktowania oraz z małej dojrzałości grup interesu uczestników rynku do tworzenia instytucji w interesie publicznym i do samoograniczania się.

Instytucje formalne regulujące rynek funduszy zbiorowego inwestowania w naszym kraju charakteryzuje głównie: niska jakość, wyraźnie ograniczona komplementarność oraz niestabilność. Polski ustawodawca nie wykorzystał nadarzającej

⁴³ T. Miziołek, *Dekada ekspansji. Amerykański rynek funduszy inwestycyjnych w latach 90.*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9, s. 62.

⁴⁴ EFAMA Quarterly Statistical Release, 2007, s. 34.

się okazji do istotnego udoskonalenia instytucji formalnych w związku z wejściem naszego państwa do Unii Europejskiej. Zaniechania na gruncie implementacji polskiego prawa do standardów europejskich utrwalają reżim regulacyjny rynku UCITS w naszym kraju. W konsekwencji instytucje publiczne niekorzystnie oddziałują na ten rynek. Efektywność adaptacyjna polskiego otoczenia instytucjonalnego rynku funduszy zbiorowego inwestowania jest zatem mała. Szansą na zwiększenie możliwości rozwojowych tego rynku jest – wzorem innych krajów członkowskich – pełna implementacja instytucji formalnych do standardów Unii Europejskiej.

Literatura

- Alchian A., *Uncertainty, evolution and economic theory*, „Journal of Political Economy” 1950, t. 68.
- Buchanan J.M., Tullock G., *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.
- EFAMA Quarterly Statistical Release, 2007.
- Fukuyama F., *Budowanie państwa. Władza i ład międzynarodowy w XXI wieku*, Dom Wydawniczy Rebis, Poznań 2005.
- Furubotn E.G., Richter R., *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.
- Furubotn E.G., Richter R., *Institutions and Economic Theory. The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, 2000.
- Grygiel A., Buczek S., *Zagraniczne fundusze inwestycyjne w Polsce – pierwsze starcie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3.
- Hardt Ł., *Instytucje a koszty transakcyjne w nowej ekonomii instytucjonalnej*, Gospodarka Narodowa nr 1-2, SGH, Warszawa 2005.
- Jevons W.S., *Theory of Political Economy*, Pelican Books, London 1970.
- Jordan A.G., McLaughlin W.A., Maloney W.A., *Interest groups and public policy: the insider/outsider model revisited*, „Journal of Public Policy” 1995, no. 14.
- Klimczak B., *Uwagi o powiązaniach między standardową ekonomią i nową ekonomią instytucjonalną*, [w:] S. Rudolf (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna. Aspekty teoretyczne i praktyczne*, WSEiA, Kielce 2005.
- Marody M., Wilkin J., *Meandry instytucjonalizacji: dostosowanie Polski do Unii Europejskiej*, MSAP AE w Krakowie, Kraków 2002.
- Miziołek T., *Dekada ekspansji. Amerykański rynek funduszy inwestycyjnych w latach 90.*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9.
- Miziołek T., *Biała księga poprawi efektywność. Fundusze inwestycyjne w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- North D.C., *Transaction costs, institutions and economic history*, [w:] E.G. Furubotn, R. Richter (eds.), *The New Institutional Economics*, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tubingen 1984.
- Olson M., *Why poor economic policies must promote corruption: lessons from the East for all countries*, [w:] M. Baldassarri, L. Paganetto, E. S. Phelps (eds.), *Institutions and Economic Organization in the Advanced Economies*, MacMillan Press, Houndmills 1998.
- Orlik T., *Perspektywy rozwoju funduszy inwestycyjnych w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9.
- Report of the Export Group on Investment Fund Market Efficiency, July 2006.

- Williamson O.E., *Market and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications*, Free Press, New York 1975.
- Williamson O.E., *The New Institutional Economics: taking stock, looking ahead*, „Journal of Economic Literature” 2007, vol. XXXVIII.

Akty prawne

- Dyrektywa 85/611/EWG Rady Europy z dnia 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz. Urz. L nr 375.
- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 roku, zmieniająca Dyrektywę 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsięwzięć wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów informacyjnych, Dz. Urz. L nr 41 z 13.02.2002.
- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 roku, zmieniająca Dyrektywę 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsięwzięć wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w odniesieniu do inwestycji UCITS, Dz. Urz. L nr 41 z 13.02.2002.
- Dyrektywa Komisji Europejskiej 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 roku dotycząca wykonania Dyrektywy Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie wygasania niektórych definicji, Dz. Urz. L nr 79 z 20.03.2007.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*, DzU 1991 nr 35 poz. 155, DzU 1991 nr 103, poz. 447, DzU 1993 nr 44, poz. 202, DzU 1994 nr 4, poz. 17.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, DzU nr 139, poz. 933.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, DzU nr 146, poz. 1546 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU nr 139, poz. 934.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, DzU nr 183, poz. 1538 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i spółkach publicznych, DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

INSTITUTIONAL ENVIRONMENT OF UNDERTAKINGS FOR COLLECTIVE INVESTMENTS IN TRANSFERABLE SECURITIES IN POLAND

Summary: The article touches upon the problem of influence of institutional environment on the Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities in Poland. The aim of this study was to identify the property and role of institutional environment as a determinant of the institutional system. The results of the conducted research indicate that these actions may have low efficiency.