

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz
zrównoważonego rozwoju.
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Magorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronach:
www.pracnaukowe.ue.wroc.pl
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2016

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-592-6

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Jacek Adamek: Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
Agnieszka Alińska: Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
Kamil Borowski: Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
Grażyna Borys: Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
Krystyna Brzozowska: Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
Dorota Burzyńska: Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
Michał Buszko, Dorota Krupa: Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak: Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
Zuzanna Czekaj: Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
Ewa Dziawgo: Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
Leszek Dziawgo: Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo: Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

Joanna Fila: Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko: Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
Juliusz Giżyński: Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
Agata Ibron: Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
Bogna Janik: Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices	177
Klaudia Jarno: Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
Dariusz Klimek: Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing	199
Magdalena Kogut-Jaworska: Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland	208
Jan Koleśnik: Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization	222
Dorota Korenik: Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
Jolanta Korkosz-Gębska: Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
Katarzyna Kowalska: Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
Danuta Król: Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management	261
Dorota Krupa: Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level	270

Iwona Lubimow-Burzyńska: Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research	280
Piotr P. Malecki: Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland	288
Katarzyna Mamcarz: Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk: Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model	309
Katarzyna Olejniczak: Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach	320
Jarosław Pawłowski: Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
Dariusz Piotrowski: Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt	338
Piotr Podsiadło: Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems	348
Tomasz Potocki: Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko: Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals	373
Dominik Sadlakowski: Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
Beata Sadowska: Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development	393
Małgorzata Solarz: Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
Michał Soliwoda: Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

Joanna Stawska: Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances	426
Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak: Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
Paulina Szyja: Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government	447
Magdalena Ślebocka: Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing	464
Jerzy Węclawski: Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
Stanisław Wieteska: Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture	482
Aneta Wszelaki: Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks	494
Justyna Zabawa: Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy	503
Agnieszka Żołądkiewicz: Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship	513

Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowego dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek

Dorota Krupa

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
e-mail: dkrupa@umk.pl

WSPIERANIE INWESTOWANIA DŁUGOTERMINOWEGO Z WYKORZYSTANIEM FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NA POZIOMIE UE

SUPPORTING LONG-TERM INVESTMENTS WITH THE USE OF INVESTMENT FUNDS AT THE EU LEVEL

DOI: 10.15611/pn.2016.437.26

JEL Classification: F21, G15, G23

Streszczenie: Celem pracy jest zaprezentowanie finansowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych oraz próba oceny nowej koncepcji europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (ELTIF) w kontekście dotychczas oferowanych funduszy inwestycyjnych. Koncepcja ELTIF łączy w sobie długoterminowy horyzont inwestycji, możliwości inwestowania nie tylko przez inwestorów profesjonalnych, ale i indywidualnych, ochronę inwestora oraz transgraniczny charakter inwestycji. Dotychczasowa harmonizacja rynku funduszy inwestycyjnych na poziomie UE dotyczyła funduszy UCITS oraz zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Harmonizacja wybranej grupy alternatywnych funduszy inwestycyjnych jest kolejnym krokiem tworzenia wspólnego rynku finansowego, promowania transparentnych i transgranicznych rozwiązań na międzynarodowym rynku finansowym oraz elementem budowania zaufania do rynku finansowego.

Słowa kluczowe: fundusz inwestycyjny, finansowanie długoterminowe, długoterminowy fundusz inwestycyjny, inwestor indywidualny, horyzont inwestycji.

Summary: The main objective of the paper is to present long-term financing using investment funds and attempt to evaluate a new concept of European Long-Term Investment Funds (ELTIF) in the context of the previously offered investment funds. The ELTIFs concept combines the long-term investment horizon, investment opportunities for professional and individual investors, investor protection and cross-border nature of the investment. So far, harmonisation of the investment fund market at the EU level has related to UCITS funds and Alternative Investment Fund Managers. The harmonisation of a selected group of alternative investment funds is the next step in creating a single financial market, promoting transparent and cross-border solutions on the international financial market and playing a part in building investors confidence in the financial market.

Keywords: investment fund, long-term financing, long-term investment fund, individual investor, investment horizon.

1. Wstęp

Sprawność systemu finansowego w skutecznym przepływie oszczędności od przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do właściwych obszarów gospodarki wymagających dokapitalizowania zależy od dostępności długoterminowego finansowania. Obszary te w długim okresie będą miały wpływ na wzmacnianie sfery realnej gospodarek, wspieranie reform gospodarczych i wejście w trend długoterminowego wzrostu gospodarczego. Należy zauważyć, że w badaniach dotyczących powiązań systemu finansowego ze sferą realną gospodarki podkreśla się, że tego rodzaju powiązanie może być czynnikiem tłumaczącym występowanie pozytywnego związku między systemem finansowym a wzrostem gospodarczym, co nie zaprzecza teorii zakładającej, że system finansowy rozwija się wyłącznie w wyniku oczekiwanego wzrostu gospodarczego w państwie [Kowalewski 2010].

Poprawa efektywności kanałów pośrednictwa dla długoterminowego i pozabankowego finansowania inwestycji w obszarze projektów infrastrukturalnych, *private equity* i nieruchomości jest jednym z długookresowych celów UE. Rozwiązania na poziomie UE mają ułatwić dostęp państwom i przedsiębiorstwom do długoterminowego finansowania oraz możliwość dywersyfikowania źródeł finansowania również w ujęciu transgranicznym. Wydaje się, że pewne rodzaje funduszy inwestycyjnych ze względu na wysoki poziom ochrony inwestora, a także możliwość transgranicznego funkcjonowania mogłyby wypełnić rolę pośrednika w dostarczaniu długoterminowego finansowania na poziomie UE.

Celem pracy jest zaprezentowanie finansowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych oraz próba oceny nowej koncepcji europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych w kontekście dotychczas oferowanych funduszy inwestycyjnych.

Realizacji celu służy krytyczna analiza literatury tematu, dyrektyw i dokumentów konsultacyjnych UE oraz danych statystycznych European Funds and Asset Management Association (EFAMA).

2. Finansowanie długoterminowe z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych

Opublikowana w roku 2010 Strategia Europa 2020 postawiła UE za cel powrót na ścieżkę inteligentnego, zrównoważonego i sprzyjającego włączeniu społecznemu, wzrostu gospodarki [KE 2010]. W ramach dalszych prac podjęto kolejne inicjatywy, podkreślając w nich zasadność długoterminowego finansowania. Przyjęta 25 marca 2013 r. Zielona Księga KE dotyczy wspierania długoterminowego finansowania oraz sposobów udoskonalenia i zróżnicowania systemu pośrednictwa finansowego na potrzeby inwestycji długoterminowych w Europie. Określa się w niej, iż inwestycje długoterminowe to tworzenie trwałych dóbr kapitałowych, obejmujących zarówno rzeczowe aktywa trwałe, jak i wartości niematerialne, które pobudzają in-

nowacyjność i konkurencyjność [KE 2013]. Wśród rzeczowych aktywów trwałych wymienia się infrastrukturę energetyczną, transportową i telekomunikacyjną, obiekty przemysłowe i usługowe, technologie budownictwa mieszkaniowego, przeciwdziałania zmianie klimatu i ekoinnowacje, z kolei wśród wartości niematerialnych podkreślono szczególnie edukację oraz badania i rozwój.

Finansowanie takich inwestycji wymaga zapewnienia dostępu rządów, przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym do źródeł finansowania długoterminowego. KE finansowanie długoterminowe określa jako proces, w którego ramach system finansowy zapewnia środki na pokrycie kosztów inwestycji realizowanych w dłuższym okresie [KE 2013]. Dokument KE wskazuje również na definicję zaproponowaną przez grupę G-20, która jest znacznie bardziej zawężona. W definicji tej uwzględnia się terminy zapadalności zobowiązania z tytułu finansowania przekraczające pięć lat oraz źródła finansowania, które nie mają określonych terminów zapadalności. W opublikowanej 18 lutego 2015 r. Zielonej Księdze podkreślono zasadność utworzenia Unii Rynków Kapitałowych (URK), która powinna opierać się na osiągnięciu jednolitego rynku kapitałowego dla wszystkich 28 państw członkowskich, poprzez usunięcie barier w inwestycjach transgranicznych w UE i umocnienie silniejszych powiązań z globalnymi rynkami kapitałowymi [KE 2015]. Dopełnieniem tej koncepcji jest również harmonizacja ram prawnych dla usług finansowych i skutecznej ochrony inwestorów. Jednym ze sposobów na osiągnięcie zamierzeń URK jest zmiana formuły źródeł finansowania gospodarki realnej, polegająca na zwiększeniu udziału finansowania poprzez rynki kapitałowe wobec finansowania bankowego.

W przedstawionych dokumentach KE wskazuje, że mimo iż finansowanie długoterminowych inwestycji w Europie odbywa się głównie przy udziale pośrednictwa bankowego, to potrzeba długoterminowego inwestowania wymaga zwiększenia roli zarówno inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe, jak też inwestorów indywidualnych w finansowaniu gospodarki realnej, a w konsekwencji zmniejszenia roli, jaką w tym finansowaniu tradycyjnie odgrywały banki. Należy zauważyć, że pojawiają się również głosy sprzeciwu, które twierdzą, że nie można osłabiać regulacji wprowadzonych w sektorze bankowym poprzez zezwolenie firmom ubezpieczeniowym i funduszom emerytalnym na przejęcie od banków aktywności finansowej w celu realizacji doraźnych celów politycznych UE, a wspierane przez państwo modele oszczędzania mogą prowadzić raczej do spadku, a nie wzrostu inwestycji [Eckhardt, Baran 2013]. Jednak wzrost strony podażowej dostępnych form oszczędzania czy inwestowania rozszerza zakres produktów finansowych, wpływając na rozwój rynku finansowego [Krupa i in. 2012]. Mimo różnych głosów środowiska są zgodne, że zwiększenie aktywności inwestycyjnej w UE jest konieczne.

Korzystne dla osiągnięcia wzrostu gospodarczego mogłoby okazać się większe zaangażowanie pozabankowych pośredników finansowych w relacje pomiędzy dawcami a biorcami kapitału, również w wymiarze transgranicznym. Kowalewski

[2010], powołując się na badania Allen i Santomero [1997, 2001], wskazuje, że wzrost udziału środków alokowanych w systemie finansowym przez indywidualne podmioty oznacza, że pośrednictwo finansowe zyskuje na znaczeniu. Świadczą o tym rosnące aktywa pozabankowych instytucji finansowych, m.in. funduszy inwestycyjnych (rys. 1). Podkreśla się jednocześnie, że do głównych przyczyn istnienia funduszy inwestycyjnych zalicza się korzyści dywersyfikacyjne, które w wyniku kosztów transakcyjnych byłyby kosztowne do osiągnięcia dla indywidualnych podmiotów lokujących swoje środki bezpośrednio, bez wykorzystania instytucji wspólnego inwestowania. Jednak spadek kosztów transakcyjnych w ostatnich latach nie wpłynął na wzrost zainteresowania inwestycjami indywidualnymi w papiery wartościowe, a w dalszym ciągu rośnie zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi. Zatem koszty transakcyjne obecnie nie są aż tak istotnym elementem decydującym o korzystaniu z pośredników finansowych [Kowalewski 2010].

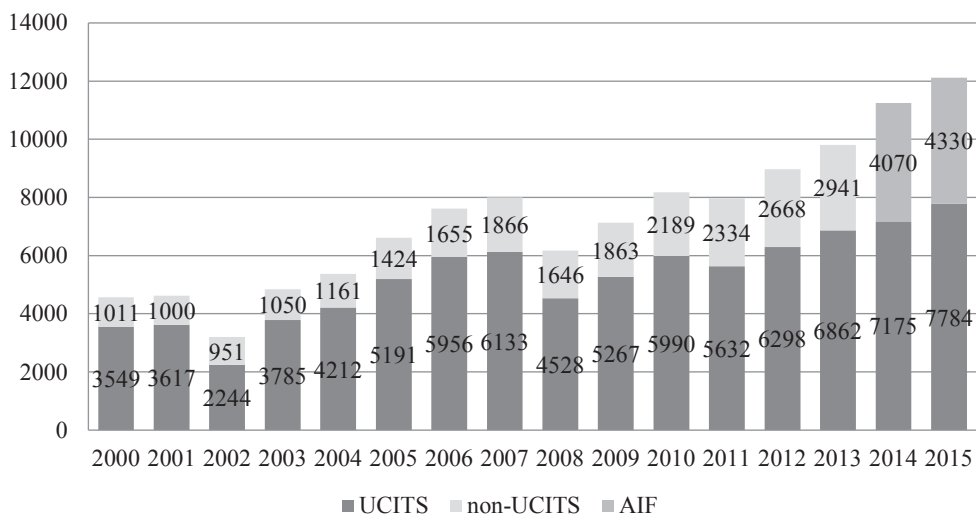
Coraz bardziej istotna jest rola funduszy inwestycyjnych w procesie akumulacji oszczędności społeczeństwa i konwersji zgromadzonych środków w formie inwestycji bezpośrednich [Mroczkowski 2011], co zwiększa wpływ funduszy na procesy zachodzące na rynku finansowym, a w dalszej kolejności w sferze realnej gospodarki. Uzasadnione zatem wydaje się proponowane przez KE silniejsze włączenie na poziomie wspólnotowym funduszy inwestycyjnych do finansowania długoterminowego [KE 2013, 2015].

3. Europejski rynek funduszy inwestycyjnych

Obecna wartość europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych przekroczyła z końcem września 2015 r. 12 bln euro. Na rysunku 1 przedstawiono kształtowanie się wartości aktywów netto europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych w okresie 2000-2015 oraz wyodrębniona została kategoria funduszy inwestycyjnych UCITS, regulowana na poziomie wspólnotowym dyrektywami UCITS. Harmonizacja ustawodawstwa dotyczącego funduszy inwestycyjnych na poziomie wspólnotowym przyczyniła się do wypracowania przejrzystych ram prawnych o wysokim poziomie ochrony inwestora. Fundusze, które zostały utworzone zgodnie z grupą dyrektyw UCITS¹, mogą, posługując się tzw. jednolitym paszportem, oferować swoje tytuły uczestnictwa we wszystkich państwach UE, pod warunkiem uzyskania odpowiedniej zgody bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie w każdym z krajów członkowskich. Podejmuje się próby wbudowania funduszu UCITS do osobistego planu emerytalnego, zwanego Officially Certified European Retirement Plan (OCERP) i tym samym potraktowania UCITS jako instrumentu długoterminowego inwestowania. Koncepcja ta została wypracowana przez organizację wspierającą funkcjonowanie rynku funduszy inwestycyjnych na poziomie europejskim (EFA-MA). Podczas gdy fundusze inwestycyjne typu UCITS stały się uznaną marką nie

¹ UCITS – *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*.

tylko na poziomie UE, ale i na rynku międzynarodowym, zwłaszcza w państwach azjatyckich, tworząc transgraniczny rynek aktywów płynnych, brak było podobnych produktów o podobnym poziomie zaufania i harmonizacji, ale z założenia długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym.



* koniec września 2015 r.

Rys. 1. Europejski rynek funduszy inwestycyjnych pod względem WAN w latach 2000-2015* (w mld euro)

Źródło: opracowanie własne [EFAMA].

W poszczególnych państwach członkowskich UE, równoległe poza regulowanym na poziomie wspólnotowym rynkiem funduszy UCITS, rozwijały się odrębnie lokalne rynki funduszy, określanymi mianem non-UCITS. Tworzenie i funkcjonowanie tych funduszy regulują ustawodawstwa krajowe, co sprawia, że fundusze te są bardzo zróżnicowane. Jak widać na rys. 1, udział łącznej wartości rynku funduszy niezharmonizowanych w całości europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych sukcesywnie się zwiększa. Znamienne jest także, że wartość aktywów funduszy non-UCITS w okresie kryzysu spadła niewiele w porównaniu ze spadkami funduszy UCITS. Spowodowane to było znacznie większą elastycznością zarówno w doborze technik inwestycyjnych, rodzajów aktywów do portfela, jak i limitów inwestycyjnych funduszy non-UCITS w porównaniu z funduszami UCITS. Ważnym powodem było również znacznie trudniejsze wyjście z funduszy non-UCITS oraz często brak powiązania inwestycyjnego z rynkiem kapitałowym. Wzrost znaczenia funduszy non-UCITS, a także ich skuteczność inwestycyjna na rynku finansowym sprawiły, że podejmowane są próby harmonizacji. Jednak ze względu na wspomniane już

duże zróżnicowanie wewnątrz grupy funduszy non-UCITS i odmienne regulacje prawne w różnych państwach członkowskich harmonizacja w tak silnym stopniu jak w przypadku funduszy UCITS, przynajmniej na obecnym etapie rozwoju rynku finansowego w poszczególnych państwach członkowskich, nie jest możliwa. Wobec tego UE podjęła działania, które mają ujednoczyć, zharmonizować ustawodawstwo dotyczące zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI), wprowadzając dyrektywę ZAFI² [Dyrektywa... 2011]. Stworzono zatem podwaliny pod ujednoczony rynek dla zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, a paszport UE nadany tym instytucjom pozwala na obrót alternatywnym funduszem inwestycyjnym (AFI)³ wśród inwestorów instytucjonalnych w całej UE na podstawie zatwierdzenia ZAFI w państwie macierzystym. ZAFI w UE nie są już ograniczeni wyłącznie do transgranicznej dystrybucji UCITS. Pozwoli to w pewnej mierze odblokować rynek europejski poprzez wykorzystanie w całej UE paszportu marketingowego ZAFI. Wobec zaistniałych zmian EFAMA dokonała rozróżnienia pomiędzy funduszami inwestycyjnymi opartymi o zespół dyrektyw UCITS a funduszami opartymi o dyrektywę ZAFI, przeklasyfikowując fundusze non-UCITS według odpowiednich dyrektyw na fundusze AFI. Na rysunku 1 zmiana na AFI widoczna jest dla lat 2014 i 2015.

4. Koncepcja długoterminowych europejskich funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne – przez rygorystyczne wymogi prawne dotyczące m.in. konieczności posiadania depozytariusza odpowiedzialnego za bezpieczne przechowywanie aktywów, zasad dywersyfikacji aktywów, sposobu wykorzystywania instrumentów pochodnych czy przestrzegania ograniczeń dotyczących wysokości zaciąganych kredytów – są zaliczane do kategorii instytucji zaufania publicznego. Jednak na fundusze inwestycyjne nie można patrzeć jak na jednolitą grupę, ale należy uwzględnić sposób oraz łatwość wejścia i wyjścia z funduszu dla inwestora. Badania wskazują [Jin 2005], że zarządzający funduszami inwestycyjnymi, którzy mają wyższą krótkoterminową presję osiągnięcia wyników, są bardziej skoncentrowani na krótkim horyzoncie inwestycji, gdyż taki horyzont mają inwestorzy funduszu. Związane jest to zwłaszcza z poziomem otwartości funduszu inwestycyjnego. Fundusze inwestycyjne typu otwartego, takie jak fundusze UCITS, skupione są przede wszystkim na krótkoterminowych strategiach inwestycyjnych [Stein 2004], co związane jest nie tylko z koniecznością zachowania wysokiej płynności aktywów,

² Nie wszystkie państwa członkowskie dostosowały swoje krajowe ustawodawstwa do dyrektywy ZAFI; przykładowo Polska jest na etapie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych [Rządowy... 2015].

³ Należy zauważyć odmienne podejście do nadawania paszportów: w przypadku funduszy UCITS to fundusz posiada paszport, w przypadku funduszy AFI – instytucja zarządzająca funduszem.

ale też dużą fluktuacją klientów takich funduszy. Badania te nawiązują do szeroko opisywanego i badanego tematu krótkowzrocznych decyzji inwestycyjnych menedżerów w korporacjach [Bushee 1998; Goshen, Hamdani 2016]. Krótkoterminowy cel rynków kapitałowych tworzy presję na menedżerów do poświęcenia inwestycji długoterminowych w celu utrzymania krótkoterminowego wzrostu zarobkowania. Rozwiązaniem w tym przypadku wydaje się narzucenie długiego horyzontu czasowego inwestycji już w momencie wejścia do funduszu. Również sposób zarządzania aktywami odgrywa istotną rolę w zakresie finansowania długoterminowego.

Podstawa funkcjonowania
<ul style="list-style-type: none"> rozporządzenie ELTIF oraz wymogi dla AFI zgodne z dyrektywą ZAFI, możliwość tworzenia jako subfundusze
Instytucja zarządzająca
<ul style="list-style-type: none"> ZAFI spełniający wymogi dyrektywy ZAFI po uzyskaniu zezwolenia organ nadzoru ELTIF
Rodzaj inwestora
<ul style="list-style-type: none"> profesjonalny i detaliczny
Horyzont czasowy inwestycji
<ul style="list-style-type: none"> wystarczająco długi, by objąć cykl życia każdego składnika aktywów ELTIF, mierzony zgodnie z profilem braku płynności i ekonomicznym cyklem życia składnika aktywów
Umarzanie tytułów uczestnictwa
<ul style="list-style-type: none"> po zakończeniu działalności ELTIF
Koncentracja
<ul style="list-style-type: none"> nie więcej niż 25 % tytułów uczestnictwa w jednym ELTIF, unijnych funduszach <i>venture capital</i> (EuVECA) lub europejskich funduszach na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF)
Działalność zabroniona
<ul style="list-style-type: none"> krótka sprzedaż aktywów, bezpośredniego lub pośredniego zaangażowania w towary, w tym za pośrednictwem finansowych instrumentów pochodnych, świadectw odnoszących się do towarów, indeksów opartych na towarach lub jakichkolwiek innych środków lub instrumentów, które prowadziłyby do zaangażowania w towary, transakcje udzielenia pożyczki papierów wartościowych, zaciągnięcia pożyczki papierów wartościowych, transakcje odkupu lub wszelkich innych umów o równoważnych skutkach gospodarczych, które stwarzają podobne ryzyko, jeżeli wpływają one na ponad 10% aktywów ELTIF, wykorzystywanie finansowych instrumentów pochodnych, z wyjątkiem sytuacji, w których wykorzystanie takiego instrumentu służy jedynie zabezpieczeniu ryzyka związanego z innymi inwestycjami ELTIF.

Rys. 2. Polityka inwestycyjna ELTIF

Źródło: opracowanie własne [Rozporządzenie... 2015].

W roku 2015 Rada UE zatwierdziła projekt rozporządzenia w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (*European Long-Term Investment Funds*, ELTIF) [Rozporządzenie... 2015]. Celem tych funduszy jest pozyskanie i uruchomienie kapitału na europejskie inwestycje długoterminowe w gospodarce realnej. Główne charakterystyki ELTIF zaprezentowane zostały na rys. 2.

Koncepcja ELTIF, w odróżnieniu do dotychczasowych rodzajów funduszy inwestycyjnych na europejskim rynku finansowym, łączy w sobie długoterminowy horyzont inwestycji, możliwości inwestowania nie tylko przez inwestorów profesjonalnych, ale i indywidualnych, ochronę inwestora oraz transgraniczny charakter inwestycji i uregulowanie na poziomie wspólnotowym. ELTIF stanowią nową kategorię alternatywnych funduszy inwestycyjnych UE (AFI z UE) czy subfunduszy AFI z UE⁴. Główne założenia polityki inwestycyjnej przedstawiono na rys. 3.

Minimum 70% pozyskanego kapitału w dopuszczalne aktywa inwestycyjne o charakterze długoterminowym:

- bezpośrednie lub pośrednie udziały w pojedynczych aktywach rzeczowych (np. statki, sprzęty, maszyny, statki powietrzne, tabor kolejowy lub nieruchomości), które wymagają początkowych nakładów kapitałowych o wartości min. 10 mln euro;
- instrumenty kapitałowe i quasi-kapitałowe wyemitowane przez kwalifikowane przedsiębiorstwo portfelowe (wszystkie podmioty z wyjątkiem funduszy typu AIF, funduszy UCITS, przedsiębiorstw finansowych);
- instrumenty dłużne emitowane przez kwalifikowalne przedsiębiorstwa portfelowe;
- pożyczki udzielone przez ELTIF kwalifikowalnym przedsiębiorstwom portfelowym;
- udziały w innych funduszach ELTIF, EuVECA oraz EuSEF, pod warunkiem, że wymienione fundusze nie zainwestowały w fundusze ELTIF więcej niż 10% swojego kapitału.

Do 30% pozyskanego kapitału w płynne aktywa inwestycyjne (w które zwykle inwestują fundusze UCITS):

- akcje, instrumenty rynku pieniężnego, udziały w funduszach UCITS, depozyty z maksymalnie 12-miesięcznym terminem zapadalności.

Rys. 3. Polityka inwestycyjna ELTIF

Źródło: opracowanie własne [Rozporządzenie... 2015].

Finansowanie przez ELTIF projektów infrastrukturalnych, związanych z nieruchomościami czy przedsiębiorstwami nienotowanymi na rynkach publicznych, znacznie niezależni te projekty od finansowania ze strony banków. Z tego wzglę-

⁴ Choć podobne rozwiązania tworzono już wcześniej, np. Specialised Investment Fund w Luksemburgu, to jednak funkcjonowały one na poziomie państwa członkowskiego i nie mogły czerpać korzyści z harmonizacji.

du z jednej strony ELTIF mają stanowić szansę dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych na zdywersyfikowanie portfela inwestycyjnego w kategorii stabilnych, lecz nie płynnych instrumentów, a z drugiej na zwiększenie zaangażowania pozabankowych instytucji finansowych w inwestowanie w projekty wspierające rozwój gospodarki realnej.

5. Zakończenie: wnioski i perspektywy wprowadzenia ELTIF

Istotne wydaje się spojrzenie nie tylko ze strony zapotrzebowania na długoterminowe finansowanie, ale również możliwości realizacji tego finansowania poprzez odpowiednie instrumenty, którymi mogą być fundusze inwestycyjne o długim horyzoncie czasowym. Uwzględnienie tych dwóch aspektów wpływa nie tylko na rozwój rynku finansowego, ale i gospodarki realnej, służąc realizacji idei zrównoważonego wzrostu gospodarki. UE przyjęła rozwiązanie ELTIF w odpowiedzi na kryzys finansowy, starając się zmniejszyć rolę banków w finansowaniu gospodarki realnej.

Z pewnością nadanie wspólnego paszportu dla ELTIF, które zaliczane są do funduszy alternatywnych, jest znaczącą zaletą tego rozwiązania. Skorzystać z niego mogą przede wszystkim państwa, które do tej pory nie rozwinęły długoterminowych instrumentów inwestycyjnych, nie mają swoich autorskich rozwiązań w tym zakresie, a uznają za istotne gromadzenie kapitału długoterminowego do wspierania inwestycji infrastrukturalnych, wypełniając tym samym lukę kapitałową. Poza tym forma, w jakiej zaproponowano tworzenie ELTIF, może wpłynąć na usunięcie barier w inwestycjach transgranicznych w UE i umocnić powiązania z globalnymi rynkami kapitałowymi.

Harmonizowanie funkcjonowania ELTIF jako jednego z rodzajów funduszy alternatywnych z pewnością jest kolejnym krokiem w budowaniu jednolitego rynku finansowego. Być może w odległej przyszłości europejskie długoterminowe fundusze inwestycyjne będą pretendować do miana globalnej marki, podobnie jak współczesne fundusze UCITS, i staną się silnym elementem budującym zaufanie do rynku finansowego.

Literatura

- Allen F., Santomero A., 2001, *What do financial intermediaries do?*, Journal of Banking and Finance, vol. 25, s. 271-294.
- Allen F., Santomero A., 1997, *The theory of financial intermediation*, Journal of Banking and Finance, vol. 21, s. 1461-1485.
- Bushee B.J., 1998, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&R Investment Behavior*, Accounting Review, vol. 73, no. 3, s. 305-333.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz.Urz. UE L 174 z 1.07.2011.

- Dyrektywa Rady z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (85/611/EWG), Dz.U. L 375 z 31.12.1985.
- Eckhardt P., Baran A.K., 2013, *Finansowanie długoterminowe. Analiza z dnia 29 lipca 2013 r.*, Centre for European Policy, <http://www.for.org.pl> (1.02.2016).
- EFAMA, *European Quarterly Statistical Release*, <http://www.efama.org> (1.02.2016).
- Goshen Z., Hamdani A., 2016, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, Yale Law Journal, vol. 125, no. 3.
- Jin L., 2005, *How Does Investor Short-termism Affect Mutual Fund Manager Short-termism*, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, <http://ssrn.com/abstract=675262> (8.02.2016).
- KE, 2010, *Komunikat Komisji. EUROPA 2020. Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu*, Bruksela, COM (2010) 2020.
- KE, 2013, *Zielona Księga. Długoterminowe finansowanie gospodarki europejskiej*, Bruksela, COM (2013) 150.
- KE, 2015, *Zielona Księga. Tworzenie Unii Rynków Kapitałowych*, Bruksela, COM (2015) 63.
- Kowalewski O., 2010, *System finansowy a realna sfera gospodarki*, Master of Business Administration, nr 2 (103), s. 36-53.
- Krupa D., 2011, *Fundusze inwestycyjne w zabezpieczeniu emerytalnym w państwach UE*, Polityka Społeczna, Problemy zabezpieczenia emerytalnego w Polsce i na świecie, cz. 2, t. 38, s. 48-50.
- Krupa D., Walczak D., Chojnacka E., 2012, *Preferencje w zakresie form alokacji oszczędności gospodarstw domowych w Polsce*, Copernican Journal of Finance & Accounting, vol. 1, no. 1, 111-122.
- Mroczkowski R., 2011, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, Dz.Urz. UE L 123/98 z 19.05.2015.
- Rządowy projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, 2015, <http://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/agent.xsp?symbol=RPL&Id=RM-10-97-15> (9.02.2016).
- Stein J.C., 2004, *Why are most funds open-end? Competition and the limits of arbitrage*, Working paper, Harvard University and NBER.