

Jolanta Szapiel

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

BEZPIECZEŃSTWO UCZESTNIKÓW PRZEDSIĘWZIĘĆ ZBIOROWEGO INWESTOWANIA DZIAŁAJĄCYCH W UNII EUROPEJSKIEJ

Streszczenie: W opracowaniu zajęto się problemem bezpieczeństwa finansowego, w szczególności zaś bezpieczeństwa uczestników europejskich funduszy otwartych (UCITS). Uzasadnieniem podjęcia tego problemu jest coraz większe znaczenie funduszy UCITS na jednolitym rynku kapitałowym. W pierwszej kolejności omówiono ujęcie nowej ekonomii instytucjonalnej dotyczące roli oraz miejsca rynku i państwa w kształtowaniu bezpieczeństwa w transakcjach między inwestorami i pośrednikami inwestycyjnymi. Następnie przedstawiono instytucje składające się na otoczenie instytucjonalne europejskiego rynku funduszy UCITS. Podkreślono zwłaszcza rolę ustawodawcy UE w tworzeniu i wzmacnianiu bezpieczeństwa uczestników funduszy UCITS. W dalszej kolejności zwrócono uwagę na podejście polskiego legislatora w zakresie budowania i utrwalania bezpieczeństwa posiadaczy jednostek uczestnictwa w kontekście jego wpływu na aktywność i konkurencyjność branży funduszy UCITS w Polsce.

Słowa kluczowe: przedsięwzięcia zbiorowego inwestowania, instytucje, bezpieczeństwo finansowe, ochrona uczestników funduszy inwestycyjnych.

1. Wstęp

Istotnego znaczenia bezpieczeństwo finansowe nabrało w połowie lat 90. XX wieku. Procesy liberalizacji, deregulacji, pogłębionej regionalizacji, a nawet neoglobalizacji – wraz z towarzyszącym im postępowaniem technologicznym i w dziedzinie inżynierii finansowej oraz zachowaniami oportunistycznymi i przesadnymi (uleganie stanom nadmiernego optymizmu i pesymizmu) – nasiliły przeobrażenia w światowych systemach finansowych, a tym samym wpłynęły na postrzeganie przez teorię oraz praktykę znaczenia utrzymania i wzmocnienia bezpieczeństwa finansowego.

Pojęcie „bezpieczeństwo” oznacza stan „bez pieczy”, od łacińskiego *sine cura*, *securitas* – istnienie, przetrwanie, całość, tożsamość, niezależność, spokój, posiadanie, pewność rozwoju. Można by mnożyć rozpatrywane w teorii ujęcia bezpieczeństwa. Najczęściej jednak bezpieczeństwo¹ definiowane jest jako stan niezagrożenia,

¹ W zakresie tego pojęcia bibliografia jest na tyle bogata, iż niekiedy nastęrcza trudności przy wyborze definicji. Jerzy Stańczyk zawiera wykaz 520 pozycji, w których pojawiają się różne ujęcia terminu bezpieczeństwo; zob. Stańczyk 1996.

spokoju, pewności. W konsekwencji bezpieczeństwo finansowe na ogół rozumie się jako niewystępowanie (brak) zagrożenia destabilizacji systemu finansowego, co oznacza, iż system ten jako całość nie wykazuje w sposób trwały utraty płynności, czyli uczestnicy rynku finansowego są w stanie prowadzić nieprzerwaną działalność, nie mają problemów z wywiązywaniem się ze zobowiązań, a transakcje instrumentami finansowymi są dokonywane w sposób ciągły. W tym ujęciu o bezpieczeństwie finansowym mówimy zarówno w przypadku braku zagrożenia w działalności pojedynczych uczestników rynku finansowego, jak i w sytuacji niewystępowania zagrożenia w poszczególnych segmentach rynku finansowego, składowej systemu finansowego jako całości.

Kluczowym elementem bezpieczeństwa finansowego jest bezpieczeństwo uczestników funduszy inwestycyjnych. Jak duże znaczenie ma zapewnienie bezpieczeństwa inwestującym za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, mogą świadczyć następujące fakty. Systematycznie rośnie znaczenie funduszy inwestycyjnych, jako inwestorów. Począwszy od lat 90., aktywa funduszy inwestycyjnych to ok. 60% łącznych aktywów światowych i tym samym przewyższyły one aktywa znajdujące się w posiadaniu banków komercyjnych. Od tego czasu udział amerykańskiego rynku funduszy inwestycyjnych w światowym rynku szacuje się na ponad 60%, natomiast rynku europejskiego na poziomie ok. 27%. Fundusze inwestycyjne odgrywają niezmiernie ważną rolę w gospodarce globalnej oraz w gospodarkach narodowych Unii Europejskiej, w szczególności w gospodarkach rozwiniętych krajów zachodnich. W latach 2006-2007 aktywa europejskich funduszy inwestycyjnych kształtowały się na poziomie 7,0-7,2 bln euro, z czego 5,7-6,0 bln euro stanowiły aktywa funduszy działających jako przedsięwzięcia zbiorowego inwestowania. Właśnie kwestia bezpieczeństwa i ochrony interesów uczestników tej dominującej formy europejskich funduszy inwestycyjnych zostanie podniesiona w tym opracowaniu.

2. Rola i miejsce rynku i państwa w kształtowaniu bezpieczeństwa w transakcjach pomiędzy inwestorami a pośrednikami inwestycyjnymi – ujęcie nowej ekonomii instytucjonalnej

Współczesna ekonomia, w szczególności zaś nowa ekonomia instytucjonalna (NEI), dużą wagę przywiązuje do problemów funkcjonowania rynków. Opis i wyjaśnianie funkcjonowania rynków dokonywane przez NEI są jednak inne niż w ekonomii neoklasycznej. Dla tego nurtu współczesnej ekonomii rynki z praktyki gospodarczej to nie rynki widziane przez A. Cournota, W.S. Jevonsa, L. Walrasa, jako racjonalne relacje powstające poprzez racjonalną kalkulację interesów, które na poziomie zbiorowości uczestników rynku równoważą niezależne ich decyzje za pomocą mechanizmu rynkowego². Dla przedstawicieli NEI na rynkach z praktyki gospodarczej

² W.S. Jevons, *Theory of Political Economy*, Pelican Books, London 1970.

nie są spełnione założenia doskonałego rynku, takie jak: równość szans w obrocie oparta na jednakowej cenie dla wszystkich uczestników rynku, wolne i równe wejście i wyjście, doskonała przejrzystość informacyjna rynku oraz ukryte założenie modelu rynku, że uczestnicy obrotu działają bezwarunkowo uczciwie, a zatem nie zdarzają się przypadki polegające na: niewywiązywaniu się z zobowiązania transakcyjnego, zatajaniu lub fałszowaniu informacji, traktowaniu cudzej własności jak własnej, przejmowaniu cudzej własności bez ekwiwalentu itp.

Zdaniem przedstawicieli nowej ekonomii instytucjonalnej, na rynkach nie może w sposób mechanistyczny powstawać ład rynkowy, który prowadzi będzie do osiągania równowagi i paretoefektywności, zakładanej w modelu Arrowa–Debreu. Porządek na rynku musi zatem zostać stworzony przez instytucje. Na gruncie NEI nie doszło do tej pory do sensownego konsensusu, czym są instytucje. Nie jest tu miejsce, aby rozstrzygać dylematy definicyjne występujące na gruncie NEI. Za D.C. Northem można przyjąć, że instytucje to społecznie stworzony i akceptowany system ograniczeń zachowań w postaci zasad i regulacji³. To – jak dodają C. Menard i M.M. Shirley – pisane i niepisane zasady, normy i ograniczenia społecznie konstruowane i egzekwowane w celu ułatwienia koordynacji wspólnych działań oraz ograniczenia oportunistów i niepewności związanej z działaniami jednostek⁴.

W szczególny sposób nowa ekonomia instytucjonalna podchodzi do składowej układu instytucjonalnego, jaką są instytucje tworzące otoczenie instytucjonalne rynku. O nim mówi w kategoriach ramowych ograniczeń, ujmowanych egzogenicznie względem procesów rynkowych⁵. Otoczenie instytucjonalne rynku tworzy spektrum instytucji, począwszy od elementarnych zasad i norm konstytucyjnych, przez ogólne reguły i regulacje zabezpieczające porządek prawny na rynku po reguły powstałe w wyniku działań zbiorowych. Struktura tych instytucji zależy od typów dóbr będących przedmiotem transakcji na rynku, a także od przeciętnego poziomu moralnego społeczeństwa⁶.

Otoczenie instytucjonalne może w istotny sposób wpływać na transakcje pomiędzy uczestnikami rynku, stanowiąc ramy ogólne definicji praw i obowiązków stron. W związku z tym instytucje, jeśli prawidłowo działają, nie muszą być rozbudowywane na poziomie bilateralnych kontraktów. Znaczenie instytucji dla rynku wynika z tego, że stanowią one podstawę podejmowania decyzji, kształtowania oczekiwań i postaw uczestników rynku, a w konsekwencji decydują o jakości współpracy

³ 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), Tübingen 1984.

⁴ C. Menard, M.M. Shirley, *Introduction*, [w:] M.M. Shirley (ed.), *Handbook of New Institutional Economics*, Springer, Dordrecht 2005.

⁵ L. De Alessi, *Development of the Property Rights Approach*, "Journal and Theoretical Economics" 1990, vol. 146; O.E. Williamson, *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, "Journal of Economic Literature" 2000, vol. 38.

⁶ E.G. Furubotn, R. Richter, *Institutions and Economic Theory*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.

rynkowej. Bardzo ważne jest to, aby strony kontraktów współdziałały harmonijnie, gdyż nieporozumienia i konflikty prowadzą do opóźnień, załamania i innych zakłóceń w wymianie. Kształtując jakość współpracy rynkowej i stopień zaufania na rynku, instytucje rozstrzygają o efektywności gospodarowania (rynku)⁷.

Otoczenie instytucjonalne powinno prowadzić do stworzenia porządku w procesach rynkowych, a w konsekwencji zmniejszenia niepewności, głównie o podłożu behawioralnym (wzrostu poczucia bezpieczeństwa i zaufania), oraz wzrostu efektywności ekonomicznej dokonywanych transakcji (obniżka kosztów transakcyjnych, efektywne wyceny i kierunki alokacji zasobów gospodarczych). Istotną rolę w tworzeniu i wzmacnianiu ładu w relacjach pomiędzy uczestnikami rynku powinny odgrywać instytucje konstruowane i egzekwowane przymusem prawnym. Regulacja daje szansę na stworzenie rozwiązań prowadzących do wyeliminowania bądź ograniczania zachowań oportunistycznych, traktowanych jako przebiegłe dążenie do realizacji własnego interesu poprzez niekompletne lub zniekształcone ujawnianie informacji, zwłaszcza zaś świadome podejmowanie wysiłków, by wprowadzić w błąd, zniekształcić, zataić, zaciemnić lub pogmatwać sprawy w inny sposób⁸.

Z kolei D. North mówi o efektywności instytucji jako tzw. efektywności adaptacyjnej, przez którą rozumie zdolność instytucji do ustawicznego dostosowywania się do zmian realnych zachodzących w obrębie rynków, gospodarki. Bez otoczenia instytucjonalnego zapewniającego odpowiednią transparentność wymiany i ochronę praw własności oraz sprzyjającego uczciwej wymianie, rynki nie będą się rozwijały. Mogą wręcz podlegać stagnacji i skostnieniu, co nie jest zjawiskiem pożądanym, a nawet niebezpiecznym w wymiarze ekonomicznym⁹. Podobnie efektywność instytucji widzą R. Richter i E.G. Furubotn, dla których oznacza ona zdolność instytucji do dostosowywania się do zmieniającego się otoczenia oraz zmniejszania zagrożeń i rozwiązywania problemów w relacjach między podmiotami gospodarczymi¹⁰. Skuteczność ładu rynkowego zależy od instytucjonalnych ograniczeń zachowań, które mogą mieć różną naturę. Na poziomie państwa tworzone są instytucje, składające się na porządek prawny rynku. O tym poziomie instytucjonalizacji rynków O.E. Williamson mówi jako o uporządkowaniu jurysdykcyjnym. Z kolei drugi poziom autor ten nazywa nieobligatoryjnym, uznając, że instytucje go tworzące nie wiążą się z odpowiedzialnością prawną, lecz moralnym zobowiązaniem uczestników rynku

⁷ O.E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York 1998.

⁸ O.E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism...*; R.J. Barro, *Rule of Law, Democracy and Economic Performance*, [w:] *Index of Economic Freedom*, Heritage Foundation, Washington 2000; S. Parto, *Economic Activity and Institutions*, "Journal of Economics Issues" 2005, no. 1.

⁹ D.C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, University Press, Cambridge 1990.

¹⁰ E.G. Furubotn, R. Richter, *Institutions and Economic...*; P.G. Klein, *New Institutional Economics*, [w:] B. Bouckaert, G. DeGeest (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham 2000.

do dotrzymania obietnicy (zasady moralne). Zdaniem Williamsona, R.H. Mnookina i L. Kornhausera porządek moralny powinien bezwzględnie działać w cieniu porządku prawnego, gdyż tylko takie ujęcie instytucji jest szansą na przezwycięzenie niedoskonałości rynków¹¹.

Za silnym państwem w swojej analizie grup interesu opowiada się także M. Olson. Uznaje on, że państwo i tworzone przez nie instytucje są wystarczające dla uporządkowania funkcjonowania rynku, a działanie grup interesu może być dla porządku rynkowego tylko destrukcyjne. Grupy interesu porównuje do „drobnego złodziejaska” i zestawia z silnym państwem-bandytą monopolizującym złodziejstwo instytucji. Twierdzi on kategorycznie, że wśród działań zbiorowych występują działania grup interesu, podejmowane w celu instytucjonalizacji rynku, korzystne tylko dla nich samych, a nie interesu publicznego. Olson ma jednak świadomość, że państwo i jego instytucje mogą być też niedoskonałe. Możliwe jest zatem – jak pisze – że będą się nasilały praktyki wykorzystywania przez niektórych uczestników rynku niedoskonałości instytucji publicznych do osiągnięcia korzyści kosztem innych osób gospodarujących¹². Na taką możliwość zwracają także uwagę autorzy koncepcji poszukiwania renty: G. Tullock, A. Kruger i J.M. Buchanan. Także D.C. North, nawiązując do koncepcji przedsiębiorczości nieproduktywnej W.J. Baumola, dostrzega nieefektywne ścieżki zmian instytucjonalnych, wyrażające się nagradzaniem za redystrybucję, a nie za działalność wytwórczą. North podkreśla konieczność zachowania właściwych proporcji między sferą publiczną a prywatną w gospodarce i określenia relacji państwo-rynek (związku między oddolną mobilizacją uczestników rynku a odgórnym kreowaniem instytucji przez państwo). Uważa on jednak, że instytucje tworzone przez rynek najlepiej sprawdzają się nie jako surogat, lecz suplement instytucji prawnych¹³.

Porządek jurysdykcyjny to, według O.E. Williamsona, swoistego rodzaju „dobro publiczne”, które odgrywa szczególną rolę w tworzeniu wstępnego ładu instytucjonalnego na rynku. Ze względu jednak na wysokie koszty stanowienia i utrzymania instytucji formalnych oraz to, że nie zawsze obejmują one wszystkie interakcje pomiędzy podmiotami gospodarczymi, konieczne jest ich uzupełnienie o instytucje tworzone przez grupy interesu. Uzupełnieniem działań państwa na podłożu instytucjonalnym powinno być więc współuczestnictwo i legalizacja instytucji tworzonych przez rynek¹⁴.

¹¹ J.W. Markham, *The history of commodity futures trading and its regulation*, Praeger, New York, 1986, s. 60-73; O.E. Williamson, *The New Institutional Economics...*

¹² M. Olson, *The Rise and Decline of Nations*, Yale University Press, New Haven 1982; tenże, *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.

¹³ D.C. North, *Instytucje, ideologia i wyniki gospodarcze*, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Warszawa 2007.

¹⁴ O.E. Williamson, *Market and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications*, Free Press, New York 1975.

Użyteczność instytucji tworzonych w ramach działań zbiorowych – co podkreśla D.C. North – może być duża, mimo że nie wiążą się z przymusem prawnym. Związane z nimi mechanizmy nadzoru i egzekwowania mają własną specyfikę, niejednokrotnie są znacznie subtelniejsze i bardziej elastyczne niż mechanizmy prawne. Nadzór nad oportunistycznym czy pokusą nadużyć może być trudny do kontrolowania przez państwowego nadzorcę, ale zazwyczaj inkryminowane działania nie są żadną tajemnicą dla społeczności rynkowej, która na dodatek dysponuje mechanizmami przywoływania nie przestrzegających norm do porządku. Środki nadzoru i kontroli respektowane przez społeczność rynkową mogą odnieść większe skutki niż naciski państwa. North uznaje, że uzyskanie przez grupę dojrzałości do działania w interesie własnym, nieszkodzenie dobru publicznemu są możliwe, choć zdobycie zaufania publicznego wymaga czasu¹⁵. Na kontekst społeczny, jako skuteczne narzędzie wymuszania przestrzegania norm zachowania, zwraca też uwagę M. Aoki¹⁶.

Na korzyści z działań zbiorowych w sferze instytucjonalnej kładą też nacisk R. Richter i E.G. Furubotn. Argumentują oni, że tworzenie i doskonalenie porządku prawnego rynku wiąże się z publicznymi kosztami transakcyjnymi, jeżeli zatem istnieją grupy interesu posiadające umiejętności samoregulacji rynku, to powinny one współuczestniczyć w tworzeniu ładu instytucjonalnego, gdyż przyczynia się to do ograniczenia kosztów transakcyjnych ponoszonych na szczeblu państwa. Zauważają ponadto, że państwu może zależeć na tym, aby grupy interesu działały i przyczyniały się do tworzenia porządku instytucjonalnego, ze względu na posiadaną wiedzę, ekspertyzy oraz zdolność lepszego rozpoznania potrzeb i zagrożeń rynkowych¹⁷.

Nowa ekonomia instytucjonalna formułuje zatem liczne postulaty dotyczące materii tworzenia i utrwalania porządku w relacjach rynkowych, ograniczania lub wręcz eliminowania zagrożeń między partnerami (uczestnikami) rynkowymi. Pierwszoplanową rolę w tworzeniu i wzmacnianiu bezpieczeństwa w transakcjach dokonywanych na rynku funduszy inwestycyjnych (jako segmencie rynku kapitałowego) NEI przewiduje dla instytucji prawnych, tworzonych przez strukturę państwa. Wiąże się to głównie ze szczególnym przedmiotem transakcji (istnieją trudności z precyzyjnym zdefiniowaniem, czym jest towar oferowany na rynku funduszy inwestycyjnych) oraz charakterem transakcji dokonywanych na tym rynku – kontrakt pomiędzy funduszem inwestycyjnym a uczestnikiem funduszu jest niekompletny ze względu na niepewność losową, a co ważniejsze: behawioralną, wynikającą z ukrytej informacji (asymetria informacyjna pomiędzy pośrednikiem inwestycyjnym-funduszem inwestycyjnym a inwestorem-uczestnikiem funduszu) oraz ukrytego działania (wyrażna groźba oportunistycznego pośrednika inwestycyjnego wobec uczestnika funduszu). Co ważne, NEI przewiduje wpływ działań zbiorowych

¹⁵ D.C. North, *Institutions, Institutional Change...*; tenże, *Instytucje, ideologia i wyniki...*

¹⁶ M. Aoki, *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2001.

¹⁷ E.G. Furubotn, R. Richter, *Institutions and Economic...*

(grup środowiskowych uczestników rynku) na instytucjonalizację rynku funduszy inwestycyjnych, lecz jednocześnie uznaje, że instytucje tego typu nie powinny być surogatem, lecz suplementem instytucji prawnych. Grupy środowiskowe uczestników rynku funduszy inwestycyjnych mogą bowiem nie być zainteresowane tworzeniem produktywnych, efektywnych instytucji służących dobru rynku – wszystkim jego uczestnikom. NEI uznaje, że nieszkodzenie dobru publicznemu przez grupy interesu jest możliwe, choć wiąże się z uzyskaniem przez grupy interesu dojrzałości działania w interesie publicznym (rynku). Współuczestnictwo grup interesu w instytucjonalizacji rynku funduszy inwestycyjnych jest korzystne, gdyż przyczynia się do legitymizacji instytucji tworzonych przez państwo oraz zmniejszenia kosztów transakcyjnych tworzonych instytucji formalnych.

3. Instytucje Unii Europejskiej (UE) dotyczące bezpieczeństwa i ochrony interesu uczestników przedsięwzięć zbiorowego inwestowania

Rozwój harmonizacji przepisów UE dotyczących rynku kapitałowego należy datować od 1964 r. Szczególny przełom w harmonizacji dokonał się w 2000 r., kiedy to Rada UE przyjęła w Lizbonie tzw. strategię lizbońską (agendę lizbońską), która zakładała usprawnienie procesów regulacyjnych w zakresie europejskiego rynku kapitałowego (przyspieszenie tworzenia prawa wspólnotowego, poprawa dostosowania rozwiązań prawnych do zmian zachodzących na rynku, poprawa jakości aktów prawnych, udział rynku w procesie ich tworzenia). Zatem na szczeblu UE mamy do czynienia z postulowaną przez NEI instytucjonalizacją rynku kapitałowego (dotyczy to także rynku funduszy inwestycyjnych jako jego segmentu). W zachowaniu porządku i bezpieczeństwa na rynku kapitałowym przewidziano nadrzędność regulacji (instytucji formalnych). Grupy środowiskowe uczestników tego rynku mają zagwarantowane uczestnictwo w procesie legislacyjnym UE.

Regulacje UE dotyczą, ogólnie rzecz biorąc, zwiększenia bezpieczeństwa rynku oraz zniesienia wszelkich barier w dostępie i integracji rynków kapitałowych państw członkowskich. Dużą wagę ustawodawcy UE przywiązują do zagwarantowania bezpieczeństwa inwestorom rynku kapitałowego, w szczególności zaś drobnym inwestorom. Wynika to głównie z tego, że dostrzegają oni istnienie kilku podstawowych rodzajów zagrożeń dla inwestorów, a mianowicie:

1. Zagrożenie związane z nieuzyskaniem właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia trafnej decyzji inwestycyjnej.
2. Zagrożenie utraty powierzonego kapitału.
3. Zagrożenie związane z niewłaściwym zarządzaniem powierzonym kapitałem, prowadzące do strat lub braku oczekiwanych zysków oraz – ostatecznie – do jego utraty.
4. Zagrożenie związane z narzuceniem inwestorowi przez oferentów usług pośrednictwa inwestycyjnego lub pośrednictwa w obrocie instrumentami finansowymi uciążliwych warunków umownych.

Ze względu na istnienie tych zagrożeń ustawodawcy UE zdecydowali się na wprowadzenie norm ochronnych dla inwestorów. Normy prawne UE dotyczące bezpieczeństwa i ochrony interesu inwestorów (zwłaszcza drobnych) są bardzo rozbudowane. W tym miejscu zostaną przybliżone normy prawne ochraniające interes inwestorów inwestujących za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, w szczególności zaś funduszy UCITS (zwanymi przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania – Undertaking Collective Investments in Transferable Securities).

Zgodnie z dyrektywą UE, za przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania UCITS¹⁸ uznaje się fundusz inwestycyjny typu otwartego (fundusz UCITS), który spełnia jednocześnie dwa decydujące kryteria:

1) jego jedynym celem jest inwestowanie na rachunku inwestorów publicznie zebranych środków w zbywalne papiery wartościowe i/lub inne płynne aktywa finansowe dobrane na zasadzie dywersyfikacji ryzyka;

2) jego jednostki uczestnictwa są odkupywane lub umarżane na żądanie inwestorów z aktywów tych przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania.

Wprowadzenie jednolitych reguł dotyczących powstawania i funkcjonowania funduszy UCITS miało służyć przede wszystkim zbliżeniu konkurencji pomiędzy funduszami z różnych krajów członkowskich oraz stworzeniu w skali wspólnotowej efektywnych instrumentów bezpieczeństwa i ochrony interesu posiadaczy tytułów uczestnictwa, oferowanych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Opracowane na poziomie UE normy gwarantujące bezpieczeństwo i ochronę interesów uczestników przedsięwzięć wspólnego inwestowania mają charakter ogólny, kompleksowy i ramowy. W konsekwencji, na poziomie ustawodawcy narodowego mogą one zostać doprecyzowane i uszczegółowione, jednak w taki sposób, aby nie przekraczać ogólnych, ramowych norm UE. Na poziomie UE nie mogło dojść do ukształtowania jednoznacznych rozwiązań legislacyjnych dotyczących powstawania i funkcjonowania funduszy UCITS ze względu na istotne różnice w architekturze narodowych rynków kapitałowych oraz w tradycji tworzenia systemów prawnych.

Bezpieczeństwo uczestników przedsięwzięć wspólnego inwestowania na poziomie UE ma być osiągnięte poprzez:

1) wyznaczenie dopuszczalnej formy prawnej przedsięwzięcia wspólnego inwestowania,

2) zakres i procedurę tworzenia przedsięwzięcia wspólnego inwestowania,

3) bezpieczeństwo aktywów funduszu – miejsce i rolę depozytariusza,

4) wymogi oraz ograniczenia w stosunku do firmy zarządzającej przedsięwzięciem wspólnego inwestowania,

5) wymogi i ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej przedsięwzięcia wspólnego inwestowania,

¹⁸ Ustawodawstwo europejskie dotyczące tworzenia i funkcjonowania funduszy UCITS obejmuje zespół dyrektyw, zwany w skrócie UCITS III. Zbiór ten to: Dyrektywa 85/611/EEC z 20.12.1985 r., zmieniona dyrektywami 2001/107 i 108/WE z 21.01.2002 r.

- 6) obowiązki informacyjne przedsięwzięcia wspólnego inwestowania,
- 7) wymogi dotyczące zbywania i umarzania udziałów w przedsięwzięciu wspólnego inwestowania.

Bezpieczeństwo uczestników funduszy UCITS ma zostać osiągnięte przez wyznaczenie dopuszczalnej jego formy prawnej. Dyrektywa UE dopuszcza tworzenie przedsięwzięć wspólnego inwestowania w kilku formach, a mianowicie: w formie kontraktowej, statutowej (spółki inwestycyjnej – *investment company*) oraz opartej na własności powierniczej (w formie *unit trust*). Jednocześnie jednak kraje członkowskie UE uzyskały na gruncie tej instytucji prawnej autonomię w zakresie określenia ostatecznej formy prawnej dla funkcjonowania funduszy typu UCITS.

Bezpieczeństwo uczestników funduszu UCITS ma także zapewniać wymagana procedura jego tworzenia (dopuszczania do podjęcia działalności). Podjęcie działalności przez fundusz UCITS uzależnione jest od uzyskania stosownego zezwolenia od właściwego organu nadzoru w państwie macierzystym. Uzyskanie takiego zezwolenia i zakwalifikowanie danego funduszu przez organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym w państwie macierzystym jako funduszu UCITS jest wystarczające, by fundusz ten podjął działalność we wszystkich państwach członkowskich bez konieczności ubiegania się o dodatkowe (kolejne) zezwolenia w państwach przyjmujących. Zapewnienie odpowiednich standardów ochrony inwestorów wiąże się wprost z wprowadzoną zasadą jednolitego paszportu, na podstawie której fundusz UCITS uzyskał możliwość oferowania swoich tytułów uczestnictwa w każdym kraju członkowskim, pod warunkiem uzyskania odpowiedniej zgody ze strony macierzystego regulatora. Tym samym dystrybucja jednostek uczestnictwa przez fundusz UCITS poza rynkiem macierzystym nie wiąże się z koniecznością uzyskiwania zgody, lecz jedynie wymaga od funduszu dokonania rejestracji oferowanych jednostek uczestnictwa. Wprowadzenie zasady jednolitego paszportu wymagało bowiem ustanowienia wspólnych zasad dotyczących udzielania zezwoleń i sprawowania nadzoru, jak również struktury i warunków prowadzenia działalności przez UCITS. Organ nadzoru nad rynkiem funduszy inwestycyjnych nie udziela zgody na utworzenie funduszu UCITS, jeżeli jego powstanie mogłoby naruszyć interes uczestników funduszu.

Ważną rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa uczestników funduszy UCITS powierzono depozytariuszowi. Oznacza to, że obok spółki zarządzającej funduszem pojawia się jeszcze jeden podmiot, który ma czuwać nad bezpieczeństwem aktywów funduszu inwestycyjnego. Aby depozytariusz prawidłowo realizował swoje zadania (główną powinnością jest sprawowanie „pieczy” nad stanem aktywów funduszu inwestycyjnego), normy prawne wprowadzają obowiązek posiadania przez niego odpowiednich kapitałów i szczegółowych kompetencji oraz działania niezależnego od spółki zarządzającej (brak nawet potencjalnej możliwości wystąpienia tzw. konfliktu interesu w funkcjonowaniu funduszu inwestycyjnego i depozytariusza). Normy prawne zakazują, aby depozytariusz mógł być akcjonariuszem spółki zarządzającej funduszem, którego aktywa rejestruje, z drugiej zaś strony spółka zarządzająca nie może nabywać papierów wartościowych emitowanych przez depozytariusza.

Ponadto niezależność działania depozytariusza i spółki zarządzającej powinna też zostać zapewniona na poziomie relacji osobowych. Z tego powodu, zgodnie z normami prawnymi, członkowie organów depozytariusza i jego pracownicy nie mogą być członkami władz spółki zarządzającej funduszem UCITS. Zarówno wybór depozytariusza, jak i jego zmiana podlegają zatwierdzeniu przez organ nadzoru nad rynkiem funduszy inwestycyjnych.

Normy prawne chronią interes uczestników funduszy UCITS poprzez narzucone wymogi i ograniczenia w stosunku do firmy zarządzającej funduszem. Spółka zarządzająca musi dysponować dostatecznymi środkami finansowymi, tak aby móc wywiązywać się ze zobowiązań oraz należycie prowadzić działalność. Ponadto musi ona preferować pasywny charakter inwestowania aktywów funduszu.

Istotnym elementem ochrony interesów uczestników funduszu UCITS jest zagwarantowanie im możliwości relatywnie szybkiego wycofania własnych środków finansowych. W tym celu dyrektywa UE szczegółowo określa zasady prowadzenia polityki inwestycyjnej przez fundusz UCITS. Głównymi jej założeniami są rozkładanie ryzyka inwestycyjnego oraz nieograniczanie zdolności funduszu do dokonywania odkupień lub umorzeń na żądanie posiadaczy jednostek uczestnictwa. Założenia polityki inwestycyjnej są przez fundusz UCITS realizowane m.in. poprzez dywersyfikację lokat oraz przestrzeganie limitów inwestycyjnych.

Bezpieczeństwo posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy UCITS mają gwarantować także obowiązki informacyjne UCITS. Dyrektywa UE nakłada na fundusz liczne obowiązki informacyjne wobec swoich uczestników. UCITS (niezależnie od formy) zobowiązane są do publikacji prospektu emisyjnego (zbioru informacji niezbędnych inwestorowi do dokonania prawidłowej oceny proponowanej lokaty), raportu rocznego i półrocznego (roczny raport zawiera dane zaudytowane) oraz ceny nabycia/umorzenia (sprzedaży/odkupu) udziału w UCITS każdego dnia wyceny.

Bezpieczeństwo uczestników funduszy UCITS ma też być pochodną sprawowanego nadzoru. Regulator rynku nie dopuszcza, aby działalność funduszu prowadziły podmioty i osoby, które mogłyby działać z naruszeniem interesu uczestników funduszy inwestycyjnych. W takiej sytuacji nie udziela zezwolenia na utworzenie funduszu. Bardziej skomplikowany jest przypadek stanowienia nadzoru nad istniejącymi funduszami UCITS. Podstawowymi instrumentami nadzoru jest w tej sytuacji monitoring (prowadzony na podstawie analizy raportów i prowadzonych kontroli) oraz nakładane kary administracyjne (kary pieniężne, zawieszenie oraz cofnięcie zezwolenia na działanie funduszu). W żadnym wypadku nakładana przez regulatora rynku kara nie obciąża uczestników funduszu, lecz podmioty i osoby tworzące strukturę organizacyjną funduszu UCITS.

Normy prawne chronią interes uczestników funduszy UCITS również poprzez eliminowanie zagrożenia związanego z nabywaniem i umarzaniem jednostek uczestnictwa w funduszu. Dyrektywa określa podstawowe zasady w zakresie zbywania i umarzania jednostek uczestnictwa. Zasadą ogólną jest zbywanie i umarzanie udziałów bez ograniczeń na żądanie inwestora. Możliwe jest wprowadzenie ograni-

czeń czasowych, lecz jedynie wyjątkowo, gdy jest to niezbędne i usprawiedliwione interesami inwestorów, i pod warunkiem uzyskania akceptacji organu nadzoru nad rynkiem. Ponadto muszą być respektowane zasady dotyczące wyceny aktywów funduszu oraz określenia ceny sprzedaży/umorzenia udziału. Dodatkowo muszą być przestrzegane zasady pobierania przez fundusz od swoich uczestników innych (jeżeli zostały przez fundusz określone) kosztów (opłat) oraz zasady naliczania wynagrodzenia za zarządzanie UCITS przez spółkę zarządzającą.

Zakres bezpieczeństwa zagwarantowany uczestnikom funduszy UCITS przez regulacje UE należy ocenić jako odpowiedni. Inwestorzy lokujący za pośrednictwem funduszu UCITS są chronieni przez regulacje UE od momentu nabycia jednostek uczestnictwa w funduszu do wycofania się z funduszu. Dyrektywa UE stworzyła mechanizmy ograniczające groźbę naruszania interesu inwestorów przez fundusz, a ściślej podmioty tworzące strukturę organizacyjną funduszu. Co ważne, wszyscy uczestnicy funduszy UCITS mają ten sam (zadowalający) zakres bezpieczeństwa, niezależnie, czy posiadaczami jednostek uczestnictwa funduszy są inwestorzy z rynku macierzystego dla funduszu, czy też nie. Co równie istotne, zagwarantowane przez UE bezpieczeństwo uczestników funduszy UCITS nie tłamsi aktywności funduszy i konkurencji na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych.

4. Instytucje bezpieczeństwa i ochrony interesu posiadaczy jednostek uczestnictwa funduszy UCITS w Polsce

Instytucje UE dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych to zbiór wspólnych zasad (rekomendacji) związanych ze standardami ochrony inwestorów funduszy, sprawowania nad nimi nadzoru, a także tworzenia, struktury i warunków prowadzenia działalności przez fundusze inwestycyjne. Normy UE zapewniają z jednej strony odpowiedni poziom bezpieczeństwa inwestorów, z drugiej zaś nie krepują i 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, lecz na odwrót – ograniczają bariery wejścia i działania funduszy na jednolitym rynku, przy zachowaniu odpowiednich standardów ochrony inwestorów.

W Polsce, jak również wszędzie tam, gdzie normy UE dopuszczają ich doprecyzowanie przez państwa członkowskie, zwiększono zapisy prawne mające zapewnić ochronę inwestorów, ale także w konsekwencji reżim regulacyjny dotyczący działalności funduszy inwestycyjnych. Polski ustawodawca skorzystał z przysługującego mu prawa określenia ostatecznej (w ramach dopuszczalnych dyrektywą UE) konstrukcji prawnej funduszu UCITS. Zdecydowano o hybrydowej konstrukcji funduszu UCITS, łączącej z dopuszczalnych przez normy UE form prawnych UCITS te elementy, które najlepiej zabezpieczają interes uczestników funduszu. W warunkach polskich fundusz UCITS jest osobą prawną, a organem funduszu inwestycyjnego jest spółka zarządzająca – towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Rozwiązanie ta-

kie chroni interesy posiadaczy jednostek uczestnictwa UCITS w sposób wyraźny, z dwóch względów: po pierwsze, w przypadku upadłości spółki zarządzającej (wariant możliwy w konstrukcji funduszy przewidzianych w ramach UE) jej wierzyciele nie mogą być zaspokojeni z aktywów funduszu; po drugie, uczestnicy funduszu mogą dochodzić swoich roszczeń (w sposób nieograniczony) o naprawienie szkody bezpośrednio od towarzystwa, pomimo braku umowy (kontraktu) łączącej uczestnika funduszu i towarzystwo nim zarządzające. Wymóg takiej konstrukcji funduszu UCITS dotyczy polskich funduszy, gdyż regulator polskiego rynku nie może zgodnie z dyrektywą UE ograniczyć wejścia na nasz rynek funduszy zagranicznych o innej formie prawnej, gdy macierzysty nadzór dla zagranicznego funduszu wydał zgodę na jego utworzenie i działanie na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego.

Polski ustawodawca wykorzystał istniejące na gruncie regulacji UE zapisy dotyczące możliwości doprecyzowania struktury organizacyjnej funduszu UCITS. Wybrano wariant prostej, nieskomplikowanej jego struktury organizacyjnej. Tym samym zagraniczne fundusze inwestycyjne zostały zmuszone do dokonania rekonstrukcji własnej struktury organizacyjnej na potrzeby obecności na polskim rynku. Stwarza to jednak komplikacje natury organizacyjnej i technicznej oraz wiąże się z wyższymi kosztami działania tych funduszy w Polsce.

W warunkach polskich przyjęto także rozwiązanie legislacyjne, którego wprost nie zabraniają przepisy dyrektywy UE, dotyczące konieczności uzyskania zgody na tworzenie w ramach funduszu każdego subfunduszu. Regulator uzyskał tym samym bezpośredni wpływ na kształtowaną przez polskie fundusze ofertę produktową. Regulator polski wyznaczył nie tylko obowiązek uzyskania zgody, lecz także skomplikowaną procedurę wprowadzania przez polski fundusz na rynek kolejnego produktu (subfunduszu). Polski regulator rynku nie ma wpływu na ofertę produktową zagranicznych funduszy UCITS. Procedura dopuszczenia na polski rynek funduszy zagranicznych dotyczy funduszy, co oznacza, że jeżeli w kraju macierzystym fundusz uzyskał zezwolenie rodzimego regulatora, to może dystrybuować wszystkie zgłoszone w nim formy i odmiany subfunduszy oraz wszystkie klasy tytułów uczestnictwa, które składają się na dany subfundusz, niezależnie od tego, czy są nadal aktywne.

Polski legislator skorzystał także z możliwości uszczegółowienia i doprecyzowania warunków dystrybucji i umarzania tytułów uczestnictwa w funduszu UCITS oraz przekazywania przez te fundusze informacji inwestorom. Polskie przepisy obligują fundusze UCITS do wypełniania rozbudowanych wymogów związanych z dystrybuowaniem i umarzaniem swoich tytułów uczestnictwa oraz przekazywania informacji posiadaczom jednostek uczestnictwa UCITS. Rygorystyczne wymagania w tym względzie podnoszą szczególnie zagraniczne fundusze UCITS. Argumentują one, że Polska należy do bardzo nielicznej grupy krajów (podobne rozwiązania stosują jeszcze dwa kraje członkowskie UE), w których obowiązują rozwiązania legislacyjne ograniczające swobodę wejścia i działania w ramach europejskiego rynku kapitałowego. Skłoniło to Komisję UE do wystąpienia do rządu polskiego z żą-

daniem dostosowania (w tym wypadku obniżenia reżimu regulacyjnego) prawa do rekomendacji unijnych. W tej sytuacji doszło bowiem do zakłócenia równowagi pomiędzy bezpieczeństwem uczestników funduszy UCITS a swobodą działania funduszy i warunkami konkurencji na polskim rynku, jako składowej europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Ponadto wydaje się, że polskiemu ustawodawcy bardziej niż na zwiększeniu bezpieczeństwa i ochrony interesów uczestników przedsięwzięć wspólnego inwestowania zależało na ułatwieniu organom państwowym (regulatorowi rynku) nadzoru nad funkcjonowaniem funduszy UCITS.

Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce wiąże się z tworzeniem instytucji składających się na jego otoczenie instytucjonalne; ich zadaniem jest zapewnienie bezpieczeństwa posiadaczom jednostek uczestnictwa UCITS oraz stworzenie warunków konkurowania funduszom inwestycyjnym. Ład instytucjonalny łamiący równowagę w obrębie tych dwóch celów jest niepożądany w interesie wszystkich uczestników rynku, a zatem także tych, dla których w sposób szczególny buduje on bezpieczeństwo i ochronę interesów uczestników funduszy UCITS. Legislator w Polsce pod pretekstem zagwarantowania inwestorom wyższej ochrony dąży do ułatwienia sobie nadzoru nad funduszami UCITS oraz przeniesienia na fundusze kosztów związanych ze sprawowanym nadzorem. Prowadzi to jednak do niekorzystnych konsekwencji dla aktywności funduszy i konkurencji na rynku funduszy UCITS. A to uderza bezpośrednio w posiadaczy jednostek uczestnictwa UCITS – w warunkach polskich efektywność inwestycji za pośrednictwem funduszu jest niższa¹⁹ w porównaniu z uzyskiwaną w innych krajach UE, ale także w porównaniu z rozwiniętymi rynkami funduszy inwestycyjnych poza Wspólnotą Europejską.

5. Wpływ ładu instytucjonalnego na aktywność i konkurencję w branży funduszy UCITS w Polsce

W Polsce nie wykorzystano w pełni szansy zaktywizowania branży funduszy inwestycyjnych po wejściu do Unii Europejskiej. Ustawodawcy polskiemu zależało na utrzymaniu obowiązującego za sprawą aktów prawnych obowiązujących do 2004 r. reżimu regulacyjnego wobec funduszy UCITS. Zmuszony koniecznością dostosowania polskiego prawa UCITS do rozwiązań UE, polski legislator został ograniczony w swoich praktykach, jednak – co podkreślano już wcześniej – wykrzystał możliwość doprecyzowania zapisów dotyczących funkcjonowania funduszy, co niekorzystnie wpływało na aktywność tej branży, w szczególności zaś polskich funduszy otwartych.

Negatywny wpływ polskiego prawa na aktywność funduszy UCITS w sposób jednoznaczny obrazują dane zawarte w tabeli 1. Wynika z nich, że za czasów obowiązywania polskich ustaw, które nie musiały być implementowane do prawa UE, na

¹⁹ Kryterium efektywności inwestycji za pośrednictwem funduszu są w tym wypadku koszty transakcyjne – koszty uczestnictwa w funduszu UCITS.

naszym rynku funkcjonowało niewiele funduszy otwartych²⁰. Od 2004 r. można zaobserwować, iż w poszczególnych rocznikach ich liczba wyraźnie się zwiększa. Ma to głównie związek z wejściem na polski rynek zagranicznych UCITS²¹. Na koniec 2007 r. na polskim rynku funkcjonowało 177 funduszy UCITS, z czego 43 pochodziły z zagranicy. Pomimo że funduszy zagranicznych było w tym okresie mniej, to jednak ich oferta produktowa była większa niż funduszy polskich. Te 43 zagraniczne fundusze UCITS wprowadziły w ramach procedury notyfikacyjnej aż 401 subfunduszy. W tym czasie 134 polskie fundusze UCITS miały w ofercie 146 subfunduszy. Odnotowywana po 2004 r. duża liczba i dynamika wzrostu funduszy otwartych w Polsce jest jednak relatywnie mała na tle rozwiniętych rynków UE, gdzie w tym samym czasie liczba funduszy UCITS kształtowała się w przedziale 4,3-7,1 tys.²² Polski rynek funduszy UCITS odróżnia się niekorzystnie od swoich najbardziej rozwiniętych odpowiedników europejskich nie tylko liczbą funduszy, lecz także dynamiką ich wzrostu. O ile w Polsce w okresie największego wzrostu liczby funduszy, przypadającego na lata 2004-2007, odnotowywano wzrost o ok. 50 funduszy, to na rozwiniętych rynkach Europy począwszy od lat 90. XX wieku średnioroczne tempo wzrostu liczby funduszy UCITS przekracza 350 funduszy, a na rynku amerykańskim aż 500 funduszy²³. Większa liczba funduszy dla inwestorów oznacza szerszy wybór możliwości inwestycyjnych i większe korzyści z uczestnictwa w funduszu. Trudno będzie nadrobić dystans w zakresie konkurencji produktowej między polskim i najbardziej rozwiniętymi rynkami zachodnimi.

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

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fundusze otwarte	5	11	16	19	36	42	55	71	87	134	144	177
Specjalistyczne fundusze otwarte	0	0	0	4	6	7	8	19	24	20	28	33
Fundusze zamknięte	0	0	0	5	10	20	26	20	23	36	69	114
Razem	5	11	16	28	52	69	89	110	134	190	241	324

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportu z działania funduszy inwestycyjnych, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2007, s. 15-17, oraz materiałów Komisji Nadzoru Finansowego.

²⁰ Chodzi tu o ustawy dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, których zapisy dopiero po wejściu do UE trzeba było implementować do prawa UE. Polska, mimo że stała się członkiem UE w 2004 r., uzyskała okres 2 lat na dokonanie pełnej implementacji prawa do rekomendacji UE.

²¹ Do 2004 r. polski ustawodawca nie przewidywał wejścia i działania na naszym rynku zagranicznych funduszy otwartych.

²² T. Miziołek, *Biała księga poprawi efektywność. Fundusze inwestycyjne w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2.

²³ T. Orlik, *Perspektywy rozwoju funduszy inwestycyjnych w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9.

Stopień konkurencji cenowej na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce jest też dużo mniejszy od notowanego na zachodnich rynkach. Koszty uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych (np. fundusze akcyjne 5-7%) w Polsce są dużo wyższe niż na rynkach zachodnich. Dotychczas fundusze zagraniczne, nie widząc presji konkurencyjnej w tym względzie ze strony funduszy krajowych, nie zaproponowały polskim inwestorom korzystnych kosztowo warunków inwestowania. Możliwości takie jednak mają, o czym świadczy wysokość łącznych kosztów uczestnictwa w funduszach na rynkach zagranicznych. Na najbardziej rozwiniętych rynkach UE łączne koszty uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych kształtują się na poziomie: 2-3% w funduszach akcyjnych, 1,6-2,0% w funduszach obligacji oraz 0,7-1,1% w funduszach pieniężnych²⁴. Na rynku amerykańskim konkurencja między funduszami jest jeszcze większa, co skutkuje niższymi łącznymi kosztami uczestnictwa w funduszach. Dla przykładu: w funduszach akcyjnych wynoszą one 1,3%, w funduszach obligacji 1,09%, a w funduszach pieniężnych 0,4%²⁵.

6. Zakończenie

W instytucjonalizacji bezpieczeństwa i ochrony interesów inwestorów inwestujących za pośrednictwem przedsięwzięć zbiorowego inwestowania wykorzystuje się postulaty współczesnej ekonomii, w szczególności zaś nowej ekonomii instytucjonalnej. Właśnie ten nurt ekonomii uniknął wzmożonej krytyki, kierowanej zarówno pod adresem teorii ekonomii, jak i innych nauk społecznych, w związku z ostatnim globalnym kryzysem finansowym, którego istotnym elementem było odczuwane przez inwestorów zagrożenie ich interesów i brak ufności do działań wobec nich pośredników inwestycyjnych i pośredników w obrocie instrumentami finansowymi.

Globalny kryzys finansowy i wiążące się z nim zagrożenie finansowe nie rozkłada się równo na rynku finansowym, zarówno w ujęciu przedmiotowym, jak i terytorialnym. Najmniejsze jego skutki negatywne odnotowano w segmentach rynku finansowego, w których w przeszłości zapewniono ład instytucjonalny. Dotyczy to zwłaszcza europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Regulacja na szczeblu UE zapewnia bowiem odpowiednią ochronę inwestorów inwestujących za pośrednictwem UCITS, nie naruszając przy tym warunków konkurencji funduszy na europejskim rynku kapitałowym. Ustawodawcy UE udało się zatem zachować równowagę pomiędzy bezpieczeństwem uczestników UCITS a aktywnością i zdolnościami konkurencyjnymi funduszy inwestycyjnych. Legislacja w Polsce w celu zagwarantowania ochrony uczestnikom funduszy wprowadza wyższe wymagania w działalności funduszy UCITS. Ma to jednak niekorzystne konsekwencje dla aktywności

²⁴ A. Grygiel, S. Buczek, *Zagraniczne fundusze inwestycyjne w Polsce – pierwsze starcie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3.

²⁵ T. Miziołek, *Dekada ekspansji. Amerykański rynek funduszy inwestycyjnych w latach 90.*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9.

funduszy i konkurencji na polskim rynku funduszy UCITS. Uderza tym samym bezpośrednio w posiadaczy jednostek uczestnictwa UCITS – znacznie mniejsza jest na polskim rynku konkurencja niecenowa (mniejszy wybór w zakresie produktowym) oraz cenowa (wyższe koszty uczestnictwa w funduszu). Najlepiej byłoby, gdyby polski ustawodawca – motywowany dobrem polskiego rynku UCITS – jak najszybciej zrezygnował ze stosowania praktyk wprowadzania do ustawy zasadniczej dla działalności funduszy UCITS zapisów zwiększających reżim regulacyjny wobec funduszy inwestycyjnych. W przeciwnym przypadku nadal będzie powiększał się dystans w poziomie rozwoju polskiego rynku w stosunku do innych rynków europejskich (zwłaszcza tych najbardziej rozwiniętych, jak Luksemburg, Hiszpania, Francja, Wielka Brytania oraz Włochy).

Literatura

- Aoki M., *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2001.
- Barro R.J., *Rule of Law, Democracy and Economic Performance*, [w:] *Index of Economic Freedom*, Heritage Foundation, Washington 2000.
- Buchanan J.M., Tullock G., *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, The University of Michigan Press, Ann Arbor 1997.
- De Alessi L., *Development of the Property Rights Approach*, "Journal and Theoretical Economics" 1990, vol. 146.
- Dyrektywa 85/611/EWG Rady Europy z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsięwzięć zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), DzUrz L nr 375/1985.
- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., 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, DzUrz L nr 41/2002.
- Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., 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, DzUrz L nr 41/2002.
- Dyrektywa Komisji Europejskiej 2007/16/WE z dnia 19 marca 2007 r. 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, DzUrz L nr 79/2007.
- 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, Ann Arbor 2000.
- Furubotn E.G., Richter R., *The New institutional economics: an assesment*, [w:] *The New Institutional Economics*, Mohr Siebeck, Tubingen 1991.
- Grygiel A., Buczek S., *Zagraniczne fundusze inwestycyjne w Polsce – pierwsze starcie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2008, nr 3.

- Jevons W.S., *Theory of Political Economy*, Pelican Books, London 1970.
- Klein P.G., *New Institutional Economics*, [w:] B. Bouckaert, G. DeGeest (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*, Edward Elgar, Cheltenham 2000.
- Markham J.W., *The history of commodity futures trading and its regulation*, Praeger, New York, 1986.
- Materiały Komisji Nadzoru Finansowego. Polski rynek funduszy inwestycyjnych, Warszawa 2007.
- Menard C., Shirley M.M., *Introduction*, [w:] M.M. Shirley (ed.), *Haandbook of New Institutional Economics*, Springer, Dordrecht 2005.
- Miziołek T., *Biała księga poprawi efektywność. Fundusze inwestycyjne w Europie*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2.
- Miziołek T., *Dekada ekspansji. Amerykański rynek funduszy inwestycyjnych w latach 90.*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 9.
- 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), Tübingen 1984.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, University Press, Cambridge 1990.
- North D.C., *Economic Performance through Time, The Bank of Sweden Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1993 Prize Lecture*, http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1993/north-lecture.html.
- North D.C., *Five Propositions about Institutional Change*, “Working Paper at IDEAS” 1993, <http://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpeh/9309001.html>.
- North D.C., *Instytucje, ideologia i wyniki gospodarcze*, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Warszawa 2007.
- Olson M., *The Logic of Colective Action, Public Goods and Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge 1965.
- Olson M., *The Rise and Decline of Nations*, Yale University Press, New Haven 1982.
- Olson M., *Why Poor Economic Policies Must Promate 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.
- Parto S., *Economic Activity and Institutions*, “Journal of Economics Issues” 2005, no. 1.
- Raport z działania funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzająca Funduszami i Aktywami, Warszawa 2007.
- Williamson O.E., *Market and Hierarchies, Analysis and Anti-trust Implications*, Free Press, New York 1975.
- Williamson O.E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, Free Press, New York 1998.
- Williamson O.E., *The Institutions of Governance*, “American Economic Review” 1999, no. 88(2).
- Williamson O.E., *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, “Journal of Economic Literature” 2000, vol. 38.

SAFETY OF PARTICIPANTS OF COLLECTIVE INVESTMENTS OF EUROPEAN OPEN FUNDS (UCITS)

Summary: The paper presents the problem of financial safety, particularly the safety of participants of European open funds (UCITS). This problem has been undertaken because of the increasing significance of open funds on the homogeneous capital market. First the concept

of new institutional economy is discussed concerning the role and place of markets and states in the formation of safety in transactions between investors and investment intermediaries. Next institutions which make up institutional environment of the European funds market are presented. Particularly, the role of legislator in the creation and intensification of safety of participants of UCITS fund has been emphasized. Then the attention is paid to Polish legislator in range of constructing and consolidating the safety of holders of participation units in the context of its influence on the activity and competitiveness of open funds sector e (UCITS) in Poland.

Key words: collective investment undertakings, institutions, financial safety, protection of investment funds participants.