

*Tomasz Miziolek**

ZMIANY REGULACYJNE NA RYNKU INSTYTUCJI WSPÓLNEGO INWESTOWANIA W UNII EUROPEJSKIEJ I ICH POTENCJALNY WPŁYW NA FUNKCJONOWANIE RYNKU FINANSOWEGO

1. Wstęp

Rynek finansowy w Unii Europejskiej podlega nieustannym zmianom w sferze regulacyjnej. Jednym z jego istotniejszych segmentów jest niewątpliwie rynek zarządzania aktywami, w szczególności zaś rynek instytucji wspólnego inwestowania. Zarówno tradycyjne fundusze inwestycyjne o charakterze otwartym, jak też tzw. fundusze alternatywne, gromadzą coraz większe aktywa (w końcu 2009 r. wartość aktywów netto funduszy typu UCITS i non-UCITS sięgała 7 bilionów euro) i w ten sposób wywierają istotny wpływ na funkcjonowanie europejskich rynków finansowych. Ponieważ jednym z czynników determinujących działalność tych instytucji finansowych jest otoczenie prawne w jakim działają, istotnym wydaje się zwrócenie uwagi na modyfikacje, jakie w tej sferze zaszły w ostatnim okresie. Celem niniejszego opracowania jest zatem analiza zmian prawnych (zarówno już przyjętych, jak też dopiero planowanych) na rynku instytucji wspólnego inwestowania w Europie oraz ich potencjalnego wpływu na kształt europejskiego rynku finansowego.

2. Regulacje dotyczące tradycyjnych funduszy inwestycyjnych

2.1. Dyrektywa UCITS

Przez minione 25 lat zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Europie wyznaczała Dyrektywa Rady Wspólnoty Europejskiej 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonaw-

* Dr, adiunkt w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych UŁ

czych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (*Council directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*). Była ona ośmiokrotnie zmieniana, przy czym najistotniejsze znaczenie dla funduszy typu UCITS miały dwie nowelizacje z 2002 roku:

– Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (tzw. Management Directive),

– Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w odniesieniu do inwestycji UCITS (tzw. Product Directive)¹.

Po przyjęciu ww. dyrektyw, które gruntownie znowelizowały przepisy prawne odnoszące się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, dyrektywę Rady 85/611/EWG przyjęło się określać mianem dyrektywy UCITS III.

Niezwłocznie po uchwaleniu ww. dyrektyw rozpoczęła się dyskusja w sprawie kolejnych zmian prawnych w zakresie funduszy UCITS, której rezultatem w pierwszej kolejności było opublikowanie przez Komisję Europejską dwóch dokumentów o charakterze konsultacyjnym: „Zielonej Księgi w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych” (*Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*) (w lipcu 2005 r.) oraz „Białej Księgi w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych” (*White Paper on enhancing the single market framework for investment funds*) (w listopadzie 2006 r.)². Ten drugi dokument zawierał już propozycje konkretnych rozwiązań mających na celu:

– wzmocnienie swobód wspólnego rynku, pozwalające tym samym na skuteczniejszą obsługę inwestorów europejskich oraz globalnych przez sektor funduszy;

– zapewnienie inwestorom możliwości podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych oraz polegania na wykwalifikowanych pośrednikach służących obiektywną, specjalistyczną pomocą;

¹ Przegląd zmian prawnych w obszarze instytucji wspólnego inwestowania w Europie znaleźć można m.in. w: Antkiewicz S., *Ewolucja regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego lokowania funkcjonujących w Europie*, (w:) *Unia Europejska w gospodarce światowej* (red. Bilski J.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.

² Więcej informacji na temat tych dokumentów można znaleźć w: Miziołek T., *Zielona Księga dla rynku funduszy w UE*, „Nasz Rynek Kapitałowy” październik 2005, nr 10/178, str. 96–97 oraz Miziołek T., *Biała Księga poprawi efektywność*, „Nasz Rynek Kapitałowy” luty 2007, nr 2/194, str. 81–83.

– stworzenie ram wspólnego rynku umożliwiających transgraniczne oferowanie europejskim inwestorom prywatnym niektórych rodzajów funduszy niezharmonizowanych;

– rozpoczęcie prac nad europejskim systemem prywatnego plasowania, w celu usprawnienia sprzedaży funduszy niezharmonizowanych oraz instrumentów finansowych inwestorom instytucjonalnym i posiadającym zaawansowaną wiedzę w innych państwach członkowskich.

Ostatecznym efektem tych prac było przyjęcie całkowicie nowej dyrektywy określającej ramy prawne funkcjonowania otwartych funduszy inwestycyjnych w UE.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/EC z 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (*Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*) – określana obecnie jako UCITS IV – jest obecnie podstawowym aktem prawnym regulującym mechanizmy działania funduszy typu UCITS w 27 krajach Unii³. Państwa członkowskie mają obowiązek implementacji jej postanowień do końca czerwca 2011 r.

Zmiany na europejskim rynku instytucji wspólnego inwestowania, będące rezultatem wdrożenia dyrektywy UCITS IV poziomu pierwszego (ramowej), dotyczyć będą zarówno podmiotów zarządzających funduszami UCITS, jak też klientów tych instytucji finansowych. Najistotniejsze znaczenie powinny mieć regulacje odnośnie:

- wprowadzenia europejskiego paszportu dla firm zarządzających UCITS (*management company passport*),
- wprowadzenia regulacji obejmujących transgraniczne łączenie i przejmowanie UCITS,
- ułatwienia możliwości łączenia zasobów dwóch funduszy poprzez strukturę master-feeder,
- skrócenia i uproszczenia procesu notyfikacji UCITS,
- wprowadzenia nowego standardu prezentowania informacji o funduszu.

Na szczególną uwagę zasługuje zwłaszcza umożliwienie spółkom zarządzającym funduszami UCITS, które posiadają odpowiednią zgodę organu nadzoru w jednym kraju UE, zarządzanie funduszami w innych państwach członkowskich. Wprowadzenie swobody w wyborze lokalizacji dla firm zarządzających może w sposób zasadniczy zmienić kształt europejskiego rynku zarządzania

³ W praktyce nie jest to całkowicie nowy (napisany od początku) akt prawny, lecz przekształcona wersja dyrektywy UCITS III.

aktywami, w szczególności w zakresie funduszy adresowanych do klientów indywidualnych. Dotychczas bowiem spółki zarządzające stanowiące część dużych międzynarodowych grup kapitałowych, które chciały oferować bezpośrednio swoje produkty finansowe w innych krajach Unii, najczęściej decydowały się na utworzenie spółki-córki w innym państwie (ewentualnie sprzedawały swoje fundusze poza krajem macierzystym przy wykorzystaniu procedury notyfikacji). Po wejściu w życie nowej dyrektywy fundusze UCITS zarejestrowane w różnych krajach będą mogły być zarządzane przez jedną spółkę mającą siedzibę w innym państwie członkowskim – np. w Luksemburgu czy Irlandii, gdzie panują najkorzystniejsze warunki do prowadzenia tego rodzaju działalności – zarówno pod względem organizacyjnym, instytucjonalnym, podatkowym, jak i regulacyjnym⁴. Z jednej strony wydatnie obniży to koszty prowadzenia działalności w skali europejskiej przez największe globalne podmioty rynku asset management (będą one bowiem mogły zlikwidować swoje spółki zależne w innych krajach lub znacznie ograniczyć skalę ich działalności) oraz postawi w uprzywilejowanej sytuacji kraje, które już obecnie są centrami europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Ponadto dzięki większej swobodzie prowadzenia działalności spółki zarządzające funduszami będą mogły oferować swoje fundusze w większej liczbie krajów, co przyczynić się powinno do wzrostu ich konkurencyjności oraz zwiększenia dostępnej oferty dla inwestorów. Efektem tych zmian może być zwiększony poziom koncentracji podmiotowej i geograficznej tego segmentu rynku finansowego w UE.

Z drugiej strony wprowadzenie europejskiego paszportu dla firm zarządzających UCITS będzie rodziło poważne zagrożenie dla państw mających drugorzędne znaczenie na rynku funduszy w Europie (takich jak Polska), gdzie zdecydowana większość sprzedawanych obecnie funduszy jest zarządzana przez TFI będące własnością zagranicznych instytucji finansowych⁵. Rezygnacja z prowadzenia działalności w tych krajach może spowodować, iż na lokalnych, stosunkowo niewielkich rynkach, pozostaną jedynie krajowe spółki zarządzające.

Wprowadzenie przepisów dotyczących transgranicznego łączenia i przejmowania funduszy umożliwi łączenie podmiotów zarejestrowanych w różnych krajach Unii, o ile będą posiadać status UCITS. Transgraniczne łączenie (*cross-border merger*) oznacza łączenie się UCITS, z których co najmniej dwa mają siedzibę w różnych państwach członkowskich UE lub też mających siedzibę

⁴ Więcej informacji na ten temat można znaleźć w: Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu (w:) Unia Europejska w gospodarce światowej* (red. Bilski J.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007 oraz Krupa D., *Irlandzkie Qualifying Investor Funds*, artykuł na konferencję „Rynek finansowy – nowe perspektywy” zorganizowanej w czerwcu 2010 r. przez Katedrę Bankowości Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie (w druku).

⁵ W Polsce dotyczy to np. czterech największych towarzystw funduszy inwestycyjnych pod względem wartości aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy (Pioneer Pekao TFI, BZ WBK AIB TFI, ING TFI oraz Aviva Investors Poland TFI).

w tym samym państwie członkowskim UE w nowo utworzone UCITS mające siedzibę w innym państwie członkowskim UE. Dyrektywa UCITS IV przewiduje kilka rodzajów łączenia: poprzez wchłonięcie aktywów, poprzez utworzenie nowego UCITS oraz poprzez połączenie aktywów⁶. Tego rodzaju operacje pozwolą na łączenie funduszy w ramach międzynarodowych grup kapitałowych, co z kolei powinno być kolejnym krokiem na drodze zwiększenia skali działalności spółek zarządzających, a tym samym poprawy ich efektywności.

Obniżeniu kosztów i usprawnieniu prowadzenia operacji ma również służyć wprowadzenie do dyrektywy zapisów pozwalających na tworzenie konstrukcji określanej jako master-feeder⁷. Dwa powyższe rozwiązania mogą okazać się korzystne również dla uczestników funduszy, przy założeniu jednak, że korzyści dla spółek zarządzających wynikające z redukcji kosztów działalności funduszy – przynajmniej częściowo – staną się także ich udziałem np. poprzez obniżenie stawek opłat za zarządzanie lub opłat dystrybucyjnych.

Bardzo istotną modyfikacją dyrektywy UCITS są przepisy umożliwiające skrócenie i uproszczenie procesu notyfikacji funduszy, które chcą dystrybuować swoje tytuły uczestnictwa w innych państwach członkowskich UE. Obowiązujące obecnie regulacje przewidują m.in., iż proces ten może trwać nawet dwa miesiące – po wejściu w życie zmian prawnych okres ten powinien zostać skrócony do maksymalnie 10 dni. Uproszczenie procesu notyfikacji ma natomiast polegać na ograniczeniu lub usunięciu zbytecznych procedur administracyjnych. Nowy sposób notyfikacji ma się opierać na szybkiej, elektronicznej komunikacji oraz na ujednocionej dokumentacji pomiędzy organami nadzoru. W rezultacie nastąpić powinien wzrost liczby funduszy transgranicznych oferowanych klientom w Unii Europejskiej. Stworzenie jednego rynku dystrybucji będzie bardziej korzystne dla dużych, paneuropejskich instytucji finansowych, które będą w stanie centralnie promować i zarządzać produktami w dowolnym miejscu w Europie⁸.

Z punktu widzenia inwestorów (zwłaszcza indywidualnych) lokujących środki finansowe w funduszach UCITS, bardzo ważną konsekwencją przyjęcia dyrektywy UCITS IV (poza wymienionymi dotychczas) będzie niewątpliwie

⁶ Spotkanie środowiska funduszy inwestycyjnych z kierownictwem Komisji Nadzoru Finansowego 2 października 2009 roku, www.knf.gov.pl.

⁷ Konstrukcja ta w Polsce obowiązuje już od ponad 6 lat (w wyniku wejścia 1 lipca 2004 r. ustawy o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r.) i jest znana pod pojęciem funduszu podstawowego i funduszy powiązanych. Polega ona na tym, że TFI tworzy grupę funduszy, składającą się z jednego funduszu podstawowego (*master*) i wielu funduszy powiązanych (*feeder*), przy czym fundusz podstawowy może zbywać emitowane przez siebie certyfikaty albo jednostki wyłącznie związanym ze sobą funduszom powiązanym, zaś fundusze powiązane mogą nabywać wyłącznie jednostki albo certyfikaty funduszu podstawowego.

⁸ Krupa D., *Transgraniczna dystrybucja funduszy inwestycyjnych UCITS*, (w:) *Bankowość a kryzys na rynkach finansowych* (red. Janc A.), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 456.

także wprowadzenie nowego standardu prezentacji najważniejszych informacji związanych z funduszem. Dotychczasowy stosunkowo skomplikowany dokument ofertowy (skrót prospektu informacyjnego) ma zostać zastąpiony nowym, krótszym dokumentem, przyjaznym dla przeciętnego, indywidualnego odbiorcy – kluczową informacją dla inwestorów (*Key Investor Information*).

2.2. Pozostałe akty prawne

W przyjętej w ubiegłym roku dyrektywie UCTS IV znalazły się zapisy zobowiązujące Komisję Europejską do przyjęcia środków mających na celu sprecyzowanie niektórych zwartych w niej postanowień. W konsekwencji 1 lipca 2010 r. Komisja przyjęła cztery kolejne akty prawne, które uszczegóławiają niektóre zapisy dyrektywy 2009/65/EC. Zdaniem komisarza ds. rynku wewnętrznego i usług Michela Barniera dokumenty te zwiększą ochronę inwestorów oraz przyczynią się do dalszego wzmocnienia pozycji konkurencyjnej europejskich funduszy inwestycyjnych na globalnym rynku finansowym. Podjęte przez Komisję kroki w celu poprawienia przejrzystości i efektywności tego segmentu rynku finansowego stanowią według Barniera dowód, iż Europa wyciągnęła wnioski z kryzysu finansowego⁹.

Komisja przyjęła dwie dyrektywy wykonawcze (poziomu drugiego):

– **Dyrektywę 2010/42/EU implementującą dyrektywę 2009/65/EC odnośnie niektórych przepisów dotyczących połączeń funduszy, funduszy podstawowych i powiązanych (*master-feeder*) oraz procedury notyfikacji** (*Commission Directive 2010/42/EU implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards certain provisions concerning fund mergers, master-feeder structures and notification procedure*),

– **Dyrektywę 2010/43/EU implementującą dyrektywę 2009/65/EC odnośnie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i zawartości porozumienia pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą** (*Commission Directive 2010/43/EU implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements, conflicts of interest, conduct of business, risk management and content of the agreement between a depositary and a management company*).

Ponadto Komisja przyjęła dwa szczegółowe przepisy wykonawcze:

– **Regulację 583/2010 implementującą dyrektywę 2009/65/EC odnośnie kluczowej informacji dla inwestorów i warunków jakie należy spełnić w sytuacji, gdy kluczowa informacja dla inwestorów lub prospekt emisyjny**

⁹ *Financial services: Commission acts to improve investor protection and efficiency in the EU investment fund market*, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/869&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, 1 lipiec 2010 r.

jest udostępniany na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej (*Commission Regulation (EU) 583/2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards key investor information and conditions to be met when providing key investor information or the prospectus in a durable medium other than paper or by means of a website*),

– **Regulację 584/2010 implementującą dyrektywę 2009/65/EC odnośnie formy i zawartości standardowego powiadomienia w formie pisemnej i zaświadczenia składanego przez UCITS, użycia elektronicznych środków komunikacji między właściwymi organami w celu notyfikacji oraz procedur kontroli na miejscu, dochodzeń i wymiany informacji pomiędzy właściwymi organami** (*Commission Regulation (EU) 584/2010 implementing Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council as regards the form and content of the standard notification letter and UCITS attestation, the use of electronic communication between competent authorities for the purpose of notification, and procedures for on-the-spot verifications and investigations and the exchange of information between competent authorities*).

W ten sposób na poziomie unijnym zakończony został proces modyfikacji ram prawnych działalności funduszy UCITS w Unii Europejskiej. Termin wprowadzenia w życie nowych przepisów został określony – podobnie jak w przypadku samej dyrektywy UCITS IV – na 1 lipca 2011 r.

3. Regulacje dotyczące alternatywnych funduszy inwestycyjnych

Obok funduszy zharmonizowanych na poziomie wspólnotowym, które działają zgodnie z dyrektywą UCITS III (a już wkrótce UCITS IV), na rynku europejskim funkcjonuje także stosunkowo duża liczba funduszy niezharmonizowanych, które dotychczas są regulowane i nadzorowane indywidualnie przez każdy kraj członkowski¹⁰. Ponieważ jednak systemy prawne poszczególnych państw bardzo różnią się pomiędzy sobą zakresem i charakterem (m.in. jeżeli chodzi o wymogi dotyczące rejestracji i wydawania zezwoleń, sprawozdawczości wobec organów regulacyjnych oraz standardów dotyczących ujawniania informacji inwestorom i zarządzania ryzykiem), koniecznym stało się wypracowanie wspólnych dla całej UE przepisów, które byłyby ściśle ukierunkowane na tę grupę podmiotów.

¹⁰ Według danych European Fund and Asset Management Association (EFAMA) w końcu 2009 r. w 26 krajach monitorowanych przez tę instytucję działało 16 188 funduszy typu non-UCITS (31,0 proc. funduszy ogółem) zarządzających aktywami o wartości 1,74 bln euro, co stanowiło 24,7% ogółu aktywów europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych.

Prace nad regulacjami dla tej grupy funduszy (określanych jako alternatywne fundusze inwestycyjne) rozpoczęły się na początku 2006 r., kiedy to Komisja – realizując zalecenia przedstawione w „Zielonej Księdze w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych” powołała do życia komisję ekspertów (*Expert Group on Alternative Investment Funds*), która zajęła się tą grupą podmiotów. W lipcu tego samego roku dwie grupy ekspertów – pracujące nad funduszami private equity oraz nad funduszami hedgingowymi – opublikowały wyniki swoich prac, które następnie trafiły do publicznych konsultacji, a ostatecznie zostały zawarte w „Białej Księdze w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych”. Kolejne publiczne konsultacje na poziomie paneuropejskim odbyły się na przełomie 2008 r. i 2009 r. i dotyczyły już wyłącznie regulacji prawnych i nadzoru nad sektorem funduszy hedgingowych. Przesłanką do ich odbycia przez Komisję Europejską był kryzys finansowy, który osiągnął swoje apogeum na rynkach finansowych jesienią 2008 r. Po ich zakończeniu, w lutym 2009 r. Komisja zorganizowała w Brukseli konferencję dotyczącą funduszy private equity i funduszy hedgingowych, która skupiła się przede wszystkim na wpływie tych podmiotów na stabilność finansową, na transparentności tych funduszy oraz na ochronie ich uczestników. Wnioski z tego spotkania oraz z przeprowadzonych wcześniej publicznych konsultacji posłużyły Komisji do dokonania oceny adekwatności obowiązujących przepisów nadzorczych i regulacyjnych w stosunku do wszystkich podmiotów rynku finansowego w kontekście kryzysu finansowego. W jej opinii kryzys ten ujawnił bowiem szereg słabych punktów światowego systemu finansowego oraz uwidoczniał, w jaki sposób zagrożenia pojawiające się w jednym sektorze mogą szybko przenosić się w obręb całego systemu finansowego, co pociąga za sobą poważne konsekwencje dla wszystkich uczestników rynku finansowego oraz dla stabilności rynków.

W rezultacie trwających ponad trzy lata prac, dyskusji i konsultacji w kwietniu 2009 r. Komisja przedstawiła propozycję **Dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi** (*Directive on Alternative Investment Fund Managers – AIFMs*). Jej celem ma być rozszerzenie regulacji i nadzoru na wszystkie podmioty i każdy typ działalności, który wiąże się ze znacznym ryzykiem. Ma ona wprowadzić – na poziomie UE – bezpieczne i zharmonizowane wymogi obowiązujące podmioty zajmujące się zarządzaniem i administrowaniem alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AFI). Podmioty, które spełnią te rygorystyczne wymagania, będą z kolei mogły świadczyć usługi i wprowadzać fundusze do obrotu na obszarze całego rynku wewnętrznego UE. Jest to bardzo zróżnicowana grupa funduszy, stosujących różnorodne techniki inwestycyjne, inwestujących w różne rynki aktywów oraz adresująca swoje produkty finansowe do różnych typów inwestorów. Zgodnie z projektem dyrektywy AIFMs fundusze te mają zostać zdefiniowane, jako wszystkie fundusze, które nie są uregulowane w dyrektywie UCITS IV. Sektor ten obejmie zatem

fundusze hedgingowe, fundusze private equity, fundusze inwestujące na rynku nieruchomości, fundusze inwestujące na rynku surowców, fundusze inwestycji infrastrukturalnych oraz inne typy funduszy instytucjonalnych¹¹.

Aby móc prowadzić działalność w Unii Europejskiej, wszyscy zarządzający AFI będą mieli obowiązek uzyskania zezwolenia właściwego organu w rodzimym państwie członkowskim. Będą musieli udowodnić, że posiadają odpowiednie kwalifikacje do świadczenia usług zarządzania AFI i będą mieli obowiązek przedstawić szczegółowe informacje dotyczące planowanej działalności, dane identyfikujące zarządzany AFI i jego charakterystykę, strukturę zarządzania (w tym ustalenia dotyczące powierzania usług zarządzania), ustalenia dotyczące wyceny i przechowywania aktywów oraz, jeżeli będzie to wymagane, systemów sprawozdawczości wobec organów regulacyjnych. Zarządzający AFI będą mieli również obowiązek posiadania i utrzymywania minimalnego poziomu kapitału.

Zgodnie z zasadą proporcjonalności spod przepisów dyrektywy mają być wyłączeni wszyscy zarządzający portfelami AFI, których łączne aktywa są mniejsze niż 100 mln euro, bowiem zarządzanie takimi funduszami nie powinno być źródłem znaczącego ryzyka dla stabilności finansowej i skutecznego działania rynku finansowego. W przypadku tych zarządzających AFI, którzy zarządzają wyłącznie AFI nie stosującymi dźwigni finansowej i nie przyznają inwestorom praw do umorzeń przez okres pięciu lat od daty utworzenia AFI, zastosowanie będzie miał próg w wysokości 500 mln euro.

Uzyskanie przez zarządzającego AFI zezwolenia na prowadzenie działalności w danym kraju będzie go upoważniać do wprowadzania AFI do obrotu tylko wśród inwestorów branżowych (zdefiniowanych w dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych), którzy są w stanie zrozumieć ryzyko związane z tym typem inwestycji i mogą je ponieść¹². Państwa członkowskie będą mogły także zezwolić na wprowadzanie AFI do obrotu na swoim terytorium także wśród inwestorów detalicznych – będą mogły w tym celu wprowadzać dodatkowe zabezpieczenia regulacyjne¹³. Tego typu wymogi nie będą mogły dyskryminować zarządzających AFI ze względu na ich miejsce siedziby.

¹¹ *Proposal for a Directive of The European Parliament and of The Council on Alternative Investment Fund Managers*, s. 2, http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

¹² Wynika to z faktu, iż wiele AFI wiąże się ze stosunkowo wysokim poziomem ryzyka (utrata dużej części czy wręcz całości zainwestowanego kapitału) lub charakteryzuje się innymi cechami, które sprawiają, że są one nieodpowiednie dla inwestorów detalicznych (np. mogą zobowiązywać inwestorów do utrzymywania inwestycji przez dłuższy czas niż jest to dopuszczalne w przypadku funduszy detalicznych). Ponadto strategie inwestycyjne alternatywnych funduszy inwestycyjnych są zwykle skomplikowane i często przewidują inwestycje w niepłynne i trudne do wyceny instrumenty.

¹³ Już obecnie część funduszy hedgingowych i funduszy otwartych inwestujących na rynku nieruchomości, jest w niektórych państwach członkowskich UE dostępnych również dla inwestorów detalicznych, ale podlegają one rygorystycznej kontroli regulacyjnej.

Projekt dyrektywy ustanawia minimalny poziom świadczonych usług i minimalny zakres informacji, które należy przekazywać inwestorom (branżowym) przed dokonaniem inwestycji, a następnie w regularnych odstępach czasu, aby ułatwić im dokonanie badania *due diligence* i zapewnić odpowiedni poziom ochrony inwestorów. Dyrektywa wymaga m.in., aby zarządzający AFI dostarczali inwestorom jasny opis polityki inwestycyjnej, w tym opis typów aktywów, sposobu korzystania z dźwigni finansowej¹⁴, polityki umarzania w normalnych warunkach i w nadzwyczajnych okolicznościach, procedur administracyjnych, procedur w zakresie wyceny, przechowywania i zarządzania ryzykiem oraz opłat i kosztów związanych z inwestycją.

Spełnienie wymogów przewidzianych w dyrektywie będzie wystarczające, aby wprowadzać alternatywne fundusze inwestycyjne również do obrotu transgranicznego (w innych państwach unijnych). Jedynym warunkiem będzie złożenie odpowiedniej informacji właściwemu organowi państwa przyjmującego.

W celu zagwarantowania skutecznego i ciągłego zarządzania ryzykiem, które jest związane z działalnością AFI, zarządzający tymi podmiotami będą mieli obowiązek wykazać wobec właściwego organu, że ich wewnętrzne ustalenia dotyczące zarządzania ryzykiem (w szczególności ryzykiem płynności oraz dodatkowym ryzykiem operacyjnym i ryzykiem kontrahenta związanym z techniką krótkiej sprzedaży), zarządzania w sytuacji konfliktu interesów i ujawniania takich konfliktów, rzetelnej wyceny aktywów oraz bezpieczeństwa porozumień dotyczących usług depozytariusza lub przechowywania, mają odpowiedni charakter.

Po długotrwałych dyskusjach i konsultacjach 18 maja 2010 r. ministrowie finansów UE przyjęli ostateczny tekst projektu dyrektywy, zaś 11 czerwca odbyło się jego pierwsze czytanie w Parlamencie Europejskim.

4. Zakończenie

Rynek instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej – jeden z ważniejszych segmentów europejskiego rynku finansowego – znajduje się w przededniu istotnych zmian o charakterze regulacyjnym. Ich implementacja w krajach członkowskich powinna w istotny sposób zmienić kształt tego rynku –

¹⁴ Projekt dyrektywy nakłada szczegółowe wymogi na tych zarządzających AFI, którzy stosują dźwignię finansową i w ten sposób mogą wywierać na rynki, na których inwestują, wpływ przewyższający wielokrotnie wysokość kapitału własnego funduszu. W szczególności chodzi tu m.in. o przyznanie organom krajowym dodatkowych uprawnień dotyczących ograniczenia stosowania dźwigni finansowej przez poszczególnych zarządzających i poszczególne fundusze oraz o obowiązek ujawniania rodzimemu organowi łącznego stopnia wspomagania (we wszystkich formach) oraz jego głównych źródeł przez ZAFI stosującego systematycznie dźwignię finansową przewyższającą określony próg.

dotyczyć to będzie zarówno funduszy UCITS adresowanych przede wszystkim do klientów detalicznych, jak też alternatywnych funduszy inwestycyjnych adresowanych głównie do inwestorów branżowych. Potencjalnym skutkiem tych zmian powinien być z jednej strony wzrost efektywności funduszy UCITS, co da im jeszcze lepszą pozycję konkurencyjną w skali globalnej, z drugiej zaś ograniczenie ryzyka systemowego związanego z funkcjonowaniem funduszy alternatywnych (głównie funduszy hedgingowych i private equity), a tym samym zwiększenie stabilności systemu finansowego.

Tomasz Miziolek

(Summary)

The aim of this article is to analyse legal developments in the collective investment institutions' market in Europe and their potential impact on the shape of the European financial market. In the case of UCITS funds (primarily open-end funds aimed at individual investors) the most important will be implementation of the provisions of Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council (UCITS IV). It will introduce European passport for management companies, establish new regulations for cross-border mergers and acquisitions and shorten and simplify the process of notification of UCITS funds. For other funds, non-harmonised with UCITS IV Directive (so-called alternative investment funds: hedge funds, private equity funds, real estate funds, commodity funds, infrastructure funds and other types of institutional funds), the European Commission prepared a draft Directive on Alternative Investment Fund Managers. The purpose of this Directive is to extend regulation and supervision of all entities and each type of activity that involves significant risks.