

Uniwersytet Warszawski
Wydział Prawa i Administracji
Instytut Nauk Prawno - Administracyjnych

Zakres regulacji specjalistycznych funduszy inwestycyjnych w porządku prawnym Rzeczypospolitej Polskiej i Wielkiego Księstwa Luksemburga

mgr Andrzej Bińkowski

autoreferat pracy doktorskiej napisanej pod kierunkiem

profesora dra hab. Marka Wierzbowskiego

Warszawa, maj 2013 roku

1. WPROWADZENIE

Fundusze inwestycyjne uważane są za kluczowych uczestników rynku kapitałowego. Ich pozycja związana jest z uzyskaniem efektu skali działania oraz stosowaniem wysokiej jakości metod zarządzania kapitałem. Postępująca harmonizacja przepisów odnoszących się do ich funkcjonowania w ramach Unii Europejskiej umożliwiającą swobodny przepływ kapitału i transgraniczne oddziaływanie funduszy inwestycyjnych w poszczególnych państwach członkowskich stanowić może podstawę dla analiz porównawczych ukazujących wpływ, jaki rozwój przepisów odnoszących się do funduszy inwestycyjnych kierowanych do inwestorów nieprofesjonalnych oraz zmierzających do zapewnienia im właściwego poziomu bezpieczeństwa lokowania kapitału poprzez wyspecjalizowany nadzór państwowy i precyzyjną regulację działalności wywarł na poszczególne porządki krajowe.

Celem pracy, a przez to przeprowadzonej analizy porównawczej systemów prawnych Rzeczypospolitej Polskiej oraz Wielkiego Księstwa Luksemburga w zakresie, w jakim regulują one szeroko rozumiane zasady działania funduszy inwestycyjnych, jest z jednej strony wykazanie różnic i podobieństw, z drugiej zaś – specyficznych zależności pomiędzy oboma systemami prawnymi. Pomimo odmiennej historii, współcześnie oba systemy zbliżyły się do siebie ze względu na objęcie przedmiotowej dziedziny obszarem regulacji prawa wspólnotowego. Jednocześnie jednak, obie regulacje posiadają swoją własną, odrębną specyfikę, swój indywidualny charakter, a co za tym idzie – mogą być przedmiotem porównania. Przeprowadzona analiza pozwala ocenić warunki, w jakich w przedmiotowej dziedzinie dochodzić może do importu rozwiązań prawnych. Ukazuje również wpływ, jaki na wzajemne oddziaływania systemów prawnych wywierają takie warunki jak specyfika sytuacji prawnej i regulacyjnej danego kraju oraz tradycja funkcjonujących rynków finansowych.

Dzielące je różnice zdolne są przesądzić o popularności inwestycyjnej każdego z systemów prawnych na wspólnym, europejskim rynku instrumentów finansowych, co stanowi ważny problem badawczy. Komparatystyka systemów prawnych musi mieć, jak się wskazuje, praktyczną funkcję. Sposób, w jaki wykorzystane mogą być rezultaty porównywania odgrywać musi decydującą rolę przy ustalaniu zakresu i przedmiotu analizy prawnoporównawczej. Komparatystyka, jako swego rodzaju metoda badawcza, a jednocześnie wyodrębnione źródło wiedzy powinna pozwalać na uzyskanie dodatkowej wiedzy na temat porównywanych zjawisk¹. W rezultacie przeprowadzonych badań uzyskujemy obraz swoistej dynamiki obu systemów prawnych. Historia rozwoju funduszy inwestycyjnych w Europie obrazuje sposób, w jaki funkcjonujące w jednych systemach prawnych instytucje prawne przenikają na grunt innych porządków normatywnych. W zmieniających się warunkach rynkowych wzorce sprawdzone w jednych państwach mogły inspirować przedsiębiorców działających w innych państwach, otwierając prawodawcom pole do stworzenia takich warunków działalności dla swoich obywateli, aby umożliwiły one z jednej strony – względnie swobodny, zaś z drugiej – bezpieczny, rozwój lokalnego rynku.

Postępujący proces integracji w ramach Wspólnot Europejskich oparty na budowaniu podstaw dla swobodnego przepływu osób, usług, towarów i kapitału między państwami członkowskimi nie mógł nie uwzględnić instytucji funduszy inwestycyjnych. Dążenie do objęcia jednostek uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania zakresem swobody przepływu kapitału wymagało ustalenia wspólnych standardów reglamentacji ich działalności, ich struktury oraz sprawowanego nad nimi nadzoru. Podstawowe ramy dla ustanowienia tą drogą wspólnego rynku kapitałowego stworzyła dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe² (*undertakings for collective investment in transferable securities* – dalej określana też jako dyrektywa UCITS I).

Podążając za potrzebami rynku, prawodawca unijny podjął decyzję o ustaleniu zasad reglamentacji działalności spółek zarządzających funduszami inwestycyjnymi dotychczas nieobjętymi zakresem regulacji wspólnotowych (tzw. „non-UCITS”). Odnoszące się do nich przepisy weszły w życie na mocy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 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 1095/2010³ (tzw. dyrektywa AIFMD lub ZAFI). Termin pełnej jej implementacji mija 22 lipca 2013 roku. Dyrektywy Unii Europejskiej zawierają regulacje mające zapewnić harmonizację i standaryzację przyjętych rozwiązań prawnych, jako że w poszczególnych państwach członkowskich regulacje te kształtowały się autonomicznie.

Niektóre kraje aktywnie rozwijają fundusze oferujące swoje usługi inwestorom profesjonalnym. Poprzez właściwie dopasowane regulacje prawne, uwzględniające potrzeby i interesy określonych grup inwestorów, tworzone są różne modele funduszy zależne od strategii inwestycyjnych. W efekcie w tych krajach postępuje rozwój specjalistycznych funduszy inwestycyjnych podlegających ograniczonemu nadzorowi państwowemu.

¹ R. Tokarczyk, Komparatystyka prawnicza, Warszawa 2008, s. 29.

² Dz.U.UE L Nr 375, s. 3 z dnia 31 grudnia 1985 r.

³ Dz.U.UE. L Nr 174, s. 1 z dnia 1 lipca 2011 r.

Prawo Luksemburga odnoszące się do funduszy inwestycyjnych było 1959 roku nieustannie rozwijane. Rozwój obejmował przy tym zarówno sferę objętą polem oddziaływania dyrektyw wspólnot, jak i sfery nieobjęte reglamentacją Unii, na której rozwijane mogły być nowe, odmienne od UCITS formy inwestowania.

Polskie przepisy od 1989 roku pozostawały pod wpływem innych systemów prawnych. Podstawowe znaczenie w tym zakresie miała akcesja do Unii Europejskiej i związane z nią wejście w życie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych⁴. Ustawa ta z chwilą swojego wejścia w życie dostosowywała polskie prawo w zakresie działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych otwartych do dwóch dyrektyw unijnych: dyrektywy nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę Rady nr 85/611/EWG odnośnie działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów oraz dyrektywy nr 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę UCITS w odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. O ocenie polskiego systemu prawnego decydować mogą obecnie obiektywne kryteria związane ze sposobem, w jaki ustawodawca krajowy ukształtował zasady reglamentacji działalności funduszy inwestycyjnych oraz dynamika wprowadzanych zmian. Poza funduszami UCITS niniejsze opracowanie obejmuje również tzw. fundusze „lekkie regulowane”. W polskim systemie prawnym zaliczyć możemy do tej grupy fundusz inwestycyjny zamknięty. Fundusz inwestycyjny zamknięty, w tym fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych można porównać do Specjalistycznych Funduszy Inwestycyjnych (SIF) uregulowanych w prawie Wielkiego Księstwa Luksemburga na mocy ustawy z 13 lutego 2007 roku o SIF⁵. Jest to nowoczesne rozwiązanie dla działalności funduszu inwestycyjnego skonstruowanego z myślą o podmiotach profesjonalnych (funduszach inwestycyjnych lub dobrze poinformowanych inwestorach). Nowa forma prawna stała się wygodnym sposobem prowadzenia alternatywnych funduszy skupiających jak np. fundusze hedgingowe, fundusze nieruchomości lub fundusze private equity.

2. ZAŁOŻENIA METODOLOGICZNE

Porównanie systemów prawnych Polski i Luksemburga nabiera wyrazistości poprzez przedstawienie jego wyników na tle przepisów unijnych. Rola, jaką dyrektywy odnoszące się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania odgrywały w ostatecznym ukształtowaniu systemów prawnych obu państw wpłynąć musi na metodologię oraz wyniki przeprowadzonych badań. Analiza prawno-porównawcza musi przewidywać prawidłowości właściwe dla badanych przedmiotów. Prawidłowości te determinują przyjęte na potrzeby analizy prawno-porównawczej założenia badawczych. W literaturze wymienia się podstawowe zasady, które przyświecać muszą badaniom prawno-porównawczym. R. Tokarczyk wyróżnia przesłanki porównywania, dzieląc je na dwie grupy: merytoryczne oraz metodologiczne⁶. Do pierwszej grupy zalicza zróżnicowanie przedmiotów porównywania, otwartość porównywanych systemów oraz obiektywizm przeprowadzonych badań. Wśród przesłanek metodologicznych wymienia przede wszystkim: określenie przedmiotu porównywania, wybór kryteriów porównawczych, opis i ocenę rezultatów porównywania⁷.

Dla analizy prawno-porównawczej decydujące znaczenie ma fakt, iż rynek funduszy inwestycyjnych w państwach Unii Europejskiej od 1985 roku współkształtowany jest przez przepisy wspólnotowe. Instrumentem harmonizacji przepisów państw Unii Europejskiej są dyrektywy. Dyrektywy nie ustalają sztywnych ram dla działalności funduszy inwestycyjnych w poszczególnych państwach, lecz ustalają pewne podstawowe standardy, czy minimalne wymogi, które prawodawcy krajowi mogą rozwinąć albo ustalić na bardziej rygorystycznym poziomie. W literaturze wskazuje się wprost, że dyrektywy nie mają służyć ujednoczeniu prawa państw członkowskich, lecz jedynie ich zbliżeniu umożliwiającemu realizację wspólnych celów⁸. W preambule do dyrektywy UCITS IV wskazano wprost, że „państwa członkowskie mogą ustanawiać bardziej rygorystyczne zasady w szczególności w zakresie warunków uzyskiwania zezwolenia, wymogów ostrożnościowych, sprawozdawczość i prospektu emisyjnego”, przez co regulacje krajów członkowskich różnią się od siebie, ale jednocześnie posiadają cechy wspólne wynikające z faktu ich harmonizacji na poziomie wspólnotowym. Jako przedmiot analizy prawno-porównawczej spełniają one więc jednocześnie przesłankę różnorodności jak i przesłankę porównywalności, uzależniającą możliwość porównania od zaliczenia ich do wspólnej klasy zjawisk, a w szczególności – posiadania cech wspólnych⁹.

Harmonizacja przepisów dotyczących działalności przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania miała pomóc w stworzeniu europejskiego rynku kapitałowego. Dzięki dyrektywom UCITS stworzone zostały warunki do rozwoju konkurencji pomiędzy tymi przedsiębiorstwami, których prawny status stanowi wypadkową regulacji ustanowionych na poziomie wspólnotowym

⁴ Dz.U. Nr 146, poz. 1546 ze zm.

⁵ Ustawa z dnia 13 lutego 2007 roku o specjalistycznych funduszach inwestycyjnych (Mémorial A Nr 13 z 13 lutego 2007 r., fr. „Loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public”).

⁶ R. Tokarczyk, op.cit., s. 32.

⁷ Jw.

⁸ S. Biernat [w:] J. Barcz (red.) Prawo Unii Europejskiej. Zagadnienia systemowe, wyd. 2, Warszawa 2003, s. 191.

⁹ R. Tokarczyk, op.cit., s. 35; zob. również F. Longchamps, Z badań porównawczych nad prawem, „Acta Universitatis Vratislaviensis. Prawo” nr XXXII, s. 132.

oraz przepisów krajowych¹⁰. Pośrednio, na podłożu regulacji wspólnotowych, zrodziła się konkurencja pomiędzy systemami prawnymi regulującymi działalność funduszy inwestycyjnych. Popularność wśród inwestorów zależna jest od tego, które z prawodawstw zaproponuje doskonalsze warunki, umożliwiając relatywnie swobodną a z drugiej strony – bezpieczną działalność inwestycyjną. Jest to tak zwana konkurencja regulacyjna, to jest, jak definiuje ją M. Szydło, „proces, w ramach którego poszczególni krajowi prawodawcy decydują się w sposób świadomy tworzyć coraz bardziej konkurencyjne środowisko regulacyjne, tak aby wzmocnić konkurencyjność krajowych podmiotów gospodarczych i zniechęcić je do prób ewentualnego poszukiwania innego porządku prawnego, względnie też by przyciągnąć do danego państwa (tj. w ramy porządku prawnego tego państwa) podmioty z innych państw”¹¹. Na szali jest z jednej strony bezpieczeństwo inwestorów, z drugiej zaś swoboda podejmowana działalności inwestycyjnej. Właściwe wyważenie tych dwóch wartości świadczyć będzie o konkurencyjności danego systemu prawnego, wpływając na decyzje inwestorów, którzy wybierając najdogodniejsze dla siebie środowisko, oceniać będą systemy prawne krajów, w których zamierzają podjąć działalność – jest tzw. zjawisko arbitrażu regulacyjnego stanowiące konsekwencję konkurencji regulacyjnej¹².

3. ROZWÓJ REGULACJI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W RZECZPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Rozwój rynku finansowego w Polsce po 1989 r., a w szczególności po roku 1991, w którym weszła w życie ustawa - prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹³ i powstanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie¹⁴ pozwoliły zarówno osobom fizycznym, prawnym, jak i jednostkom organizacyjnym nie posiadającym osobowości prawnej na dokonanie lokat środków pieniężnych w papierach wartościowych, będących przedmiotem publicznego obrotu, a także w innych prawach majątkowych. Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych stworzyła prawną możliwość zakładania w Polsce funduszy powierniczych¹⁵, prawodawca uznał zarazem, że działalność w zakresie zarządzania tymi funduszami, ze względu na interes ich uczestników musi zostać poddana administracyjnej reglamentacji.

W roku 1993 projekt nowelizacji POPWiFP miał określić zasady tworzenia funduszy zamkniętych i umożliwić inwestorom uczestnictwo w rynku poprzez zakup emitowanych przez te fundusze papierów wartościowych, zwanych certyfikatami inwestycyjnymi¹⁶. Certyfikaty inwestycyjne mogłyby być przedmiotem wtórnego obrotu na giełdzie, zaś sam fundusz miałby możliwość inwestowania swoich aktywów nie tylko w papiery wartościowe, ale także w większej mierze niż na podstawie dotychczasowych przepisów POPWiFP w wierzytelności oraz w nowe instrumenty, jak waluty obce lub nieruchomości. Nie zdecydowano się jednak na poszerzenie katalogu tworzonych przez towarzystwa funduszy powierniczych funduszy. W 1997 roku ustawodawca uchwalił nową ustawę prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, nie obejmując zakresem przedmiotowej regulacji tej ustawy funkcjonowania funduszy powierniczych i towarzystw funduszy powierniczych¹⁷.

Natomiast dnia 28 sierpnia 1997 roku uchwalona została, a dnia 20 listopada 1997 roku opublikowana w Dzienniku Ustaw, ustawa o funduszach inwestycyjnych¹⁸. Wyodrębnienie zasad tworzenia i funkcjonowania funduszy do odrębnej ustawy było zgodne z postulatami zgłaszanymi przez osoby zajmujące się funkcjonowaniem funduszy powierniczych oraz miało odpowiadać wzrastającym potrzebom inwestorów i rozwojowi rynku kapitałowego.

Obowiązujące przepisy regulujące funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych zostały wprowadzone w ustawie z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546). Nowe przepisy weszły w życie, po krótkim okresie *vacatio legis*, z dniem 1 lipca 2004 r. i dostosowywały polskie prawo w zakresie działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych otwartych do dwóch dyrektyw unijnych: dyrektywy nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę Rady nr 85/611/EWG (dyrektywę UCITS) odnośnie działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów oraz dyrektywy nr 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę UCITS w odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego

¹⁰ Zob. preambuła do dyrektywy UCITS I.

¹¹ M. Szydło, Konkurencja regulacyjna w prawie spółek, Wolters Kluwer, Warszawa 2008, s. 13.

¹² T. Nieborak, Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej, Difin 2008, s. 36

¹³ Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z dnia 22 marca 1991r. – tekst jednolity Dz. U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239; sprost.: Dz. U. z 1994 r., Nr 71, poz. 313; ze zmianami z Dz. U. z 1994 r. ; Nr 121, poz. 591 oraz Dz. U. z 1996 r. Nr 45, poz. 199; Nr 75, poz. 35; Nr 106, poz. 496; Nr 149, poz. 703; Dz. U. z 1997 r. Nr 30, poz. 164.

¹⁴ Na podstawie aktu założycielskiego spółki akcyjnej Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 12 kwietnia 1991 roku, strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&k=11&i=/historia/wazne_daty).

¹⁵ Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy (utworzony w 1992 r.) działa obecnie pod nazwą subfunduszu Pioneer Zrównoważony w Pioneer Fundusz Inwestycyjny Otwarty. Zob. P. Panas, Fundusze Inwestycyjne na rynku polskim, Warszawa 2002, s. 3 (<http://akson.sgh.waw.pl/sknrk/pliki/nfi.pdf>); A. Banachowicz, Fundusze inwestycyjne. Gliwice 2007, s. 10-11.

¹⁶ M. Mazur, A. Chrościcki, Fundusze inwestycyjne – projekt nowego uregulowania, Penetrator 1996, nr 8, s. 42-50.

¹⁷ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (tekst pierwotny: Dz. U. z 1997 r. Nr 118 poz. 754; tekst jednolity: Dz. U. 2005 r. Nr 111 poz. 937).

¹⁸ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst pierwotny: Dz. U. z 1997 r., Nr 139 poz. 933; tekst jednolity: Dz. U. z 2002 r., Nr 49, poz. 448).

inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Ustawa z 2004 r. o funduszach inwestycyjnych¹⁹ określa także ramy prawne istotnego dla tej analizy funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Fundusz inwestycyjny zamknięty, w tym fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych można porównać na użytek niniejszej pracy do SIF działającego zgodnie z regulacjami prawa luksemburskiego. Po pierwsze zwrócić trzeba uwagę na szersze możliwości lokacyjne takiego funduszu, w stosunku do funduszu inwestycyjnego otwartego, a także możliwość większego zaangażowania w daną kategorię lokat (co do zasady 20%). Warte podkreślenia jest także działanie w funduszu inwestycyjnym zamkniętych organów funduszu, takich jak zgromadzenie inwestorów oraz rada inwestorów, poprzez które uczestnik może kontrolować, a także wpływać na politykę inwestycyjną realizowaną przez fundusz²⁰.

4. ROZWÓJ REGULACJI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W WIELKIM KSIĘSTWIE LUKSEMBURGA

Pierwszy fundusz inwestycyjny w Wielkim Księstwie Luksemburga powstał w 1959 roku, pod firmą „FCP Eurunion”²¹ i wzorowany był na rozwiązaniach anglosaskich²². W tym samym okresie zaczęły też powstawać fundusze działające jako spółki prawa handlowego. W przeciwieństwie do trustu opartego na modelu angielskim, podmioty takie umożliwiały odkupywanie udziałów z wykorzystaniem jako pośrednika podmiotu trzeciego. Było to rozwiązanie niestosowane ówczesnie w żadnym innym kraju.

Fundusze inwestycyjne szybko stały się jedną z bardziej istotnych gałęzi gospodarki Luksemburga. Szczególny wpływ na dynamikę rozwoju miały przede wszystkim nowoczesne i liberalne regulacje prawne, konkurencyjny system podatkowy, a także szybki rozwój wyspecjalizowanych firm działających w otoczeniu nowopowstających podmiotów (banki, prawnicy, księgowi, audytorzy etc.). W latach pięćdziesiątych i sześćdziesiątych XX wieku, fundusze inwestycyjne rejestrowane były przeważnie w formie spółek w oparciu o wówczas obowiązujące akty prawne oraz decyzje administracyjne Ministra Finansów, organu rejestracyjnego²³, jak również nadzoru bankowego. Pod koniec lat sześćdziesiątych, w wyniku skandalu finansowego spowodowanego przez zbiorowy fundusz inwestycyjny (FCP)²⁴ pod firmą „Investors Overseas Services” (IOS), zdecydowano się na przeprowadzenie gruntownej reformy regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych. Dokonano tego wprowadzając Dekret Wielkksiążęcy z dnia 22 grudnia 1972 dotyczący nadzoru nad UCI²⁵.

W wyniku wprowadzenia nowych rozwiązań prawnych nastąpił jeszcze szybszy rozwój UCI, co w efekcie spowodowało konieczność przygotowania kolejnych zmian legislacyjnych. Skutkiem było uchwalenie nowej ustawy w 1983 roku²⁶. Wśród wprowadzonych innowacji najważniejszą była recepcja z prawa francuskiego mechanizmu „SICAV”²⁷ – konstrukcji podmiotu o zmiennym kapitale. Wprowadzono również precyzyjne uregulowania odnoszące się do funduszu umownego - FCP oraz potwierdzono dotychczasowe uregulowania w zakresie publicznego oferowania jednostek uczestnictwa lub udziałów w zagranicznych UCI zarówno na terenie Luksemburga jak i spoza jego terytorium. W tym samym czasie, gdy w parlamencie luksemburskim kończono były prace nad pakietem legislacyjnym z 1983 roku, w Komisji Europejskiej kończono prace nad jednym z podstawowych aktów prawa wspólnotowego odnoszącym się do rynków kapitałowych, jakim jest Dyrektywa 85/611/WE (również Dyrektywa UCITS). Przepisy Dyrektywy implementowano do porządku prawnego Wielkiego Księstwa Ustawą z 1988 roku²⁸.

Niektóre państwa członkowskie odrzucały koncepcję traktowania instrumentów rynku pieniężnego za zbywalne papiery wartościowe. Tym samym zasadniczy cel Dyrektywy UCITS, jakim była możliwość oferowania funduszy na terenie EEA, nie mógł zostać w pełni osiągnięty. Z tego powodu jedynym argumentem podmiotów oferujących fundusze było powoływanie się na ogólne swobody zakreślone w Traktacie Europejskim²⁹. Podstawową rolę odgrywał art. 56 Traktatu ustanawiający

¹⁹ Ustawa stosuje się także do funduszy zagranicznych, rozumianych jako fundusze inwestycyjne otwarte lub spółki inwestycyjne z siedzibą w państwie członkowskim prowadzące działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe; Jak uważa P. Furmaga, w odniesieniu do funduszy zagranicznych, przepisy UFI stosują się wyłącznie do funduszy UCITS, tzn. funduszy spełniających kryteria określone w Dyrektywie UCITS (zob. P. Furmaga, Fundusze non-UCITS potrzebują precyzyjnych regulacji prawnych, „Rzeczpospolita” 2008/8/22).

²⁰ Art. 140 UFI.

²¹ EURUNION FCP został zatwierdzony przez władze Luksemburga w dniu 21 lutego 1959 roku (zob. informacje na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Luksemburgu – http://www.bourse.lu/application;JSESSIONID_BDL=5YJL4M4JBMQKYt5dG1GWr9DyQhQZQxJHvpJrp2Vy2wKchTfnpnsjv!1637522914!732335322?_flowId=PageStatiqueFlow&content=societe/Actualites/2004/Communique_052004.jsp&lang=EN).

²² M.-J. Chevremont, „Evolution de l'industrie des fonds d'investissement en Europe et au Luxembourg [...]” ALJB, IUIL, 1988.

²³ Administration de l'Enregistrement.

²⁴ Z fr. „fond commun de placement”.

²⁵ Dekret Wielkksiążęcy z dnia 22 grudnia 1972 roku w sprawie kontroli nad UCI (Memorial A Nr 80 z 29 grudnia 1972 r.; fr. Arrêté grand-ducal du 22 décembre 1972 ayant pour objet le contrôle des fonds d'investissement).

²⁶ Przedmiotową ustawą dostosowano prawo dotyczące UCI do norm prawa wspólnotowego, ze szczególnym uwzględnieniem podniesienia konkurencyjności administracyjnej Księstwa.

²⁷ Spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale, fr. „société d'investissement à capital variable”.

²⁸ Ustawa z dnia 30 marca 1988 roku w sprawie przedsięwzięć zbiorowego inwestowania (Memorial A Nr 13 z 31 marca 1988 roku, fr. „Loi du 30 mars 1988 relative aux organismes de placement collectif”).

²⁹ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską z dnia 25 marca 1957 r. (Dz. Urz. WE C 1992, Nr 224).

swobodę przepływu kapitału³⁰. Zgodnie z powyższym zakazane są wszelkie ograniczenia w przepływie kapitału oraz w płatnościach między Państwami Członkowskimi oraz między Państwami Członkowskimi a państwami trzecimi³¹.

Zmiany dokonane na poziomie prawa wspólnotowego zostały zaimplementowane do prawa luksemburskiego ustawą z dnia 20 grudnia 2002 roku o przedsięwzięciach zbiorowego inwestowania. Okres przejściowy Ustawy z 2002 roku, ze względu na istotny obszar zmian i bezpośredni wpływ przepisów na działalność wielu podmiotów, był stosunkowo długi (2 lata) i w związku z tym do 13 lutego 2007 roku oba akty prawne funkcjonowały razem. Przewodnią myślą Ustawy z 2002 roku, było stworzenie ram prawnych dla działalności funduszy detalicznych. Jednak równie ważnym obszarem aktywności luksemburskich UCI jest oferowanie produktów podmiotom wyspecjalizowanym, przede wszystkim innym funduszom. Wskazać należy, iż działalność ta została uregulowana w Ustawie z 1991 roku³². Akt ten był zwięzłym dokumentem obejmującym jedynie 7 artykułów wzorowanych na regulacjach Ustawy z 1988 roku. W wyniku zmian po wprowadzeniu Ustawy z 2002 roku, konieczne było przeprowadzenie szerszej nowelizacji dotychczasowych przepisów znajdujących się w Ustawie z 1988 roku oraz Ustawie z 1991 roku. Ustawą z 13 lutego 2007 roku o SIF³³ stworzono nowoczesne rozwiązania dla działalności funduszu inwestycyjnego skonstruowanego z myślą o podmiotach profesjonalnych (funduszach inwestycyjnych lub dobrze poinformowanych inwestorach). Nowa forma prawna stała się wygodnym sposobem prowadzenia alternatywnych funduszy skupiających jak np. fundusze hedgingowe, fundusze nieruchomości lub fundusze *private equity*.

5. FUNDUSZE INWESTYCYJNE W POLSCE NA TLE INSTYTUCJI PRAWNYCH WIELKIEGO KSIĘSTWA LUKSEMBURGA - ASPEKTY PORÓWNIANIA REGULACJI

Zgodnie z założeniami pracy, decydujące znaczenie dla prowadzonych badań porównawczych regulacji odnoszących się do funduszy inwestycyjnych w Polsce i Luksemburgu ma harmonizacja przepisów dotyczących działalności przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz utworzenie europejskiego rynku kapitałowego. Regulacje wspólnotowe stworzyły warunki dla zwiększenia konkurencyjności europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych w stosunku do innych rynków światowych z jednej strony, zaś z drugiej dla zaostrzenia konkurencji pomiędzy systemami prawnymi regulującymi działalność funduszy inwestycyjnych w poszczególnych państwach członkowskich.

Tym sposobem stworzono europejski system tzw. współkonkurencji regulacyjnej między rządami państw Unii (*inter-governmental regulatory co-opetition*³⁴). Mianem współkonkurencji określa się jedną z metod regulacji zawierającą w sobie zarówno elementy konkurencji regulacyjnej (*regulatory competition*) jak i współpracy (*cooperation*) pomiędzy poszczególnymi regulatorami. Teoria współkonkurencji ma w swoich założeniach pogodzić stanowiska przedstawiane w ramach toczącego się od lat 70-tych sporu pomiędzy zwolennikami harmonizacji standardów oraz konkurencji regulacyjnej jako optymalnej polityki zarządzania rozwojem rynków w skali międzynarodowej³⁵. Model ten wolny jest od wad cechujących czystą konkurencję regulacyjną: wzajemnego samoograniczenia się podmiotów konkurujących, ograniczonej mobilności uczestników rynku oraz wysokich kosztów obrotu, a jednocześnie zachowuje zalety, jakie wiążą się z pozostawieniem elementów wolnego rynku³⁶. Współkonkurencja na poziomie międzyrządowym³⁷ może realizować się w relacjach horyzontalnych – pomiędzy podmiotami jednego systemu prawnego znajdującymi się na tym samym poziomie (poszczególnymi państwami Unii Europejskiej) lub relacjach wertykalnych pomiędzy podmiotami na różnych poziomach (poszczególnymi państwami a administracją unijną). W kluczowym dla analizy funkcjonowania wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych aspekcie horyzontalnym współkonkurencja między poszczególnymi państwami Unii Europejskiej przejawia się w objęciu tej dziedziny harmonizacją, wypracowaniu wspólnych standardów, uproszczonych procedur wzajemnego uznania oraz podjęcie wspólnych działań zmierzających do kontroli funkcjonowania regulowanego rynku, jednak bez pełnego ujednoczenia systemów prawnych. Pozwala to na stworzenie konkurencji pomiędzy państwami w zakresie stworzenia jak najdoskonalszych warunków umożliwiających z jednej strony w miarę swobodną, z drugiej zaś – bezpieczną działalność inwestycyjną – im bardziej atrakcyjną przestrzeń prawną stworzy dane państwo członkowskie tym większą popularność zyska w oczach inwestorów.

³⁰ Taką sytuację uznano za niekorzystną i zdecydowano się na zmianę Dyrektywy UCITS poprzez uchwalenie dwóch nowych aktów prawnych – Dyrektywy 2001/107/WE oraz Dyrektywy 2001/108/WE.

³¹ J. Barcz (red.), Prawo Unii Europejskiej. Prawo materialne i polityki, Warszawa 2005, s. 153.

³² Ustawa z dnia 19 lipca 1991 roku w sprawie przedsięwzięć zbiorowego inwestowania których papiery wartościowe nie są przeznaczone do obrotu publicznego (Mémorial A Nr 49 z 2 sierpnia 1991 r., fr. „Loi du 13 février 2007 relative aux fonds d'investissement spécialisés”).

³³ Ustawa z dnia 13 lutego 2007 roku o specjalistycznych funduszach inwestycyjnych (Mémorial A Nr 13 z 13 lutego 2007 r., fr. „Loi du 19 juillet 1991 concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public”).

³⁴ Pojęcie „co-opetition” zostało ukute przez D.C. Esty'ego oraz D. Geradini'ego (tychże, Regulatory co-opetition, [w:] Regulatory competition and Economic Integration: Comparative Perspectives, Oxford University Press 2000, s. 30; w polskiej literaturze, jako „współkonkurencję” opisana została przez T. Nieboraka (tegoż, Aspekty prawne funkcjonowania..., s. 37 i n.).

³⁵ D.C. Esty, D. Geradini, op.cit., s. 31-32.

³⁶ Tamże, s. 32-41.

³⁷ Autorzy wyróżniają ponadto współkonkurencję pozarządową (extra-governmental co-opetition) oraz współkonkurencję wewnątrzrządową (intra-governmental co-opetition) w zależności od tego, jakie podmioty zaangażowane są w kształtowanie określonej tak relacji (zob. D.C. Esty, D. Geradini, op.cit., s. 41 i n.).

Popularność ta zależność może od dwójakiego rodzaju cech szeroko rozumianego otoczenia regulacyjnego właściwego dla porównywanych państw. Oceniając konkurencyjność regulacyjną systemów prawnych Rzeczypospolitej Polskiej oraz Wielkiego Księstwa Luksemburga wziąć należy pod uwagę nie tylko kształt obowiązujących przepisów i praktykę ich stosowania. W ocenie uwzględnić trzeba również inne czynniki wpływające na bezpieczeństwo inwestowania na danym rynku, ograniczające tzw. niepewność regulacyjną. Opierając się na takich założeniach wyróżnić można dwa aspekty prowadzonej analizy prawno-porównawczej:

- Aspekt statyczny – w tym zakresie analiza prawno-porównawcza sprowadza się do zestawienia ze sobą obowiązujących systemów prawnych. Bazując na materiale analitycznym przedstawia najbardziej istotne cechy decydujące o konkurencyjności polskiego lub luksemburskiego rynku funduszy inwestycyjnych;
- Aspekt dynamiczny – obejmuje on czynniki mające wpływ na stabilne funkcjonowanie rynku – dynamikę zmian legislacyjnych, tempo implementacji przepisów unijnych, przewidywalność zmian a także elementy procesu legislacyjnego istotne dla właściwego kształtowania systemu prawnego z uwzględnieniem zbiorowych interesów podmiotów, do których odnosi się regulacja.

W tak ujętych ramach analizy prawno-porównawczej ujawniają się najbardziej istotne cechy porównywanych systemów, pozwalając na sformułowanie kryteriów istotnych dla prawidłowego rozwoju systemu regulacji działalności przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. Pozwalają określić elementy istotne dla rozwoju określonego obszaru rynku finansowego rozumianego zarówno jako zespół instytucji prawnych jak i ogół działań o charakterze ekonomicznym³⁸.

5.1 Analiza statyczna

Celem analizy prawno-porównawczej w aspekcie statycznym będzie wyróżnienie tych spośród istniejących cech obowiązujących w Polsce i Luksemburgu systemów prawnych regulujących funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, które decydować mogą o tym, że utworzony na ich podłożu rynek finansowy jest bardziej lub mniej atrakcyjny dla inwestorów. Ze względu na daleko idącą harmonizację omawianych regulacji, ocena obowiązujących regulacji będzie każdorazowo oceną implementacji przepisów wspólnotowych. Decydujące dla sprawnego funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych w danym kraju jest prawidłowe dostosowanie do siebie systemu krajowego oraz prawa wspólnotowego, a także, w pewnym zakresie dopasowanie wymogów europejskich do wymogów lokalnego rynku.

W pewnym zakresie proces uchwalania przepisów w dziedzinie poddanej harmonizacji na poziomie europejskim można uznać za swoisty przeszczep prawny (*legal transplant*) rozwiązań wypracowanych na poziomie ponadpaństwowym. System prawny ujmowany w czasie jawić się może jako historyczny proces wzajemnego przenikania się rozwiązań wypracowanych w jednych państwach do porządków prawnych innych krajów – obserwując rozwój systemów prawnych stajemy się świadkami migracji idei i instytucji prawnych³⁹. Wśród czynników decydujących o sukcesie przeszczepów prawnych wymienia się bardzo różne okoliczności składające się na najszerszej rozumiane: prawne, społeczne, polityczne i ekonomiczne tło funkcjonowania wprowadzanych reform⁴⁰.

Na traktowanie Luksemburga jako międzynarodowego centrum finansowego niewątpliwie wpływ mają takie czynniki jak stabilność polityczna, przejrzyste wymogi prawne, których implementacja na podstawie dyrektyw Komisji Europejskiej jest dokonywana bez nakładania dodatkowych wymogów i regulacji, dostęp do wysoko wykwalifikowanych pracowników, wyważone podejście komisji nadzoru sektora finansowego w procesie autoryzacji oraz bieżącego nadzoru, przy jednoczesnym zapewnieniu niezbędnej ochrony inwestorom⁴¹.

W przypadku młodszych rynków, do jakich zaliczyć można polską gospodarkę, duże znaczenie będą miały również zmiany społeczne, czy następujące w czasie radykalne przemiany preferencji i oczekiwań uczestników obrotu. Polskie regulacje dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych wymagają częstych zmian dostosowujących je do wymogów szybko zmieniającego się rynku.

Fundusze inwestycyjne poddane tu zostaną analizie opartej o kryteria, umożliwiające wykazanie podstawowych różnic pomiędzy specyfiką i charakterystyką polskiego i luksemburskiego rynku funduszy inwestycyjnych skierowanych przede wszystkim do profesjonalistów i podmiotów instytucjonalnych. Wyróżnimy wobec tego następujące kryteria:

³⁸ Por. definicje rynku finansowego sformułowane przez P. Zapadkę (tegoż, *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce*, [w:] „Bank i Kredyt” 2002, nr 1, s. 28) oraz L. Górala (tegoż, *Opinia do projektu ustawy o nadzorze finansowym* (druk nr 654), Biuro Analiz Sejmowych 2006, s. 2).

³⁹ W. Örücu, *Law as transposition*, "The International and Comparative Law Quarterly" 2002, nr 51, s. 206 i n.

⁴⁰ R. Peerenboom, *Toward a Methodology for Successful Legal Transplants*, SSRN 2012, passim.

⁴¹ Różnice w wymogach regulacyjnych dotyczących tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych typu UCISTS w świetle legislacji obowiązującej w Polsce oraz Wielkim Księstwie Luksemburga, s. 6 (http://www.izfa.pl/files_user/artykuly/Wnioski_Polska_Luksemburg_2007.pdf).

- formę prawną funduszy,
- ograniczenia podmiotowe w nabywaniu tytułów uczestnictwa funduszy,
- zbywalność, emisja i umarzenie tytułów uczestnictwa funduszy,
- ograniczenia co do lokowania środków funduszy.

Polskie fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) powstają i działają na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Przepisy przyznają im, zgodnie z art. 3 ust. 1 UFI, odrębną osobowość prawną. Spółką tworzącą, zarządzającą i reprezentującą fundusz inwestycyjny jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którym może być wyłącznie spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej spełniająca określone w powołanej powyżej ustawie wymagania.

Odmiennie kształtuje się status prawny luksemburskich specjalistycznych funduszy inwestycyjnych (SIF). Forma prawna funduszy zależy od rodzaju danego funduszu i może przybrać formy podobne do uregulowanych w kodeksie spółek handlowych: spółki akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki komandytowo-akcyjnej, a ponadto spółdzielni w formie spółki akcyjnej – o zmiennym kapitale, bez konieczności rejestracji jego zmian. Dodatkową formą prawną SIF jest *Fond commun de placement* (FCP), który nie posiada osobowości prawnej, lecz stanowi współwłasność inwestorów. Spółka zarządzająca może przybrać formy: spółki akcyjnej, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki komandytowo-akcyjnej, a także spółdzielni oraz spółdzielni w formie spółki akcyjnej.

Specyfika i charakter regulacji Wielkiego Księstwa Luksemburga ujawnia się w szczególności w zakresie w jakim obowiązujące przepisy ustalają prawne kryteria oraz ograniczenia podmiotowych w nabywaniu tytułów uczestnictwa funduszy, w przypadku polskiego funduszu inwestycyjnego zamkniętego takie ograniczenia nie zostały ustanowione przepisami prawa, natomiast w stosunku do uczestników specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła w art. 113 ust. 1 przepis, który przewiduje, że statut funduszu stanowi (obligatoryjnie), że uczestnikami funduszu mogą zostać wyłącznie podmioty określone w statucie lub takie, które spełniają warunki określone w statucie. W przypadku luksemburskich specjalistycznych funduszy inwestycyjnych (SIF) ustawodawca określił precyzyjnie, dla jakich podmiotów są one przeznaczone. Posłużył się przy tym charakterystycznym pojęciem tzw. „dobrze poinformowanych inwestorów”. Do tej grupy zaliczeni zostali z jednej strony inwestorzy instytucjonalni (banki, instytucje kredytowe, towarzystwa ubezpieczeń i reasekuracji, przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, spółki holdingowe), ponadto wśród „dobrze poinformowanych inwestorów” wymienia się inwestorów branżowych (w rozumieniu dyrektywy MiFID I), ale również każdego innego inwestora, który spełnia następujące warunki:

- potwierdzi na piśmie posiadanie statusu dobrze poinformowanego inwestora, oraz
- zainwestuje w SIF co najmniej 125 000 euro, lub zostanie poddany badaniu dokonанemu przez instytucję kredytową, firmę inwestycyjną lub spółkę zarządzającą potwierdzającemu jego doświadczenie i wiedzę o właściwej ocenie inwestycji w SIF.

W zakresie kryterium zbywalności, emisji i umarzenia tytułów uczestnictwa funduszy, warto wskazać, iż w przypadku FIZ i SFIO kwestie te są w znacznym stopniu uregulowane w ustawie, natomiast w przypadku SIF znajdują się w wewnętrznych regulacjach funduszy.

Daleko idące zróżnicowanie przynosi analiza przewidzianych w obu regulacjach ograniczeń, które zostały przewidziane przez ustawodawców w zakresie możliwości lokowania aktywów przez poszczególne fundusze inwestycyjne.

Polska ustawa o funduszach inwestycyjnych enumeratywnie wylicza kategorie inwestycji, jakich może dokonywać fundusz inwestycyjny zamknięty. FIZ może, z określonymi wyjątkami, lokować środki w papiery wartościowe, wierzytelności osób prawnych, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, waluty, instrumenty pochodne, prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych oraz instrumenty rynku pieniężnego, jeżeli są zbywalne. Ponadto przedmiotem lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, statków morskich oraz użytkowanie wieczyste na zasadach określonych w ustawie. Limity inwestycyjne dla poszczególnych kategorii lokat funduszu określa UFI w art. 145, art. 146 i art. 148.

Nieporównywalnie dalej idącą swobodę w lokowaniu swoich środków mają specjalistyczne fundusze inwestycyjne uregulowane na mocy luksemburskiej ustawy o SIF. Prawodawca w zasadzie nie przewidział dla nich żadnych ustawowych ograniczeń przedmiotowych co do możliwości lokowania środków funduszu w określone kategorie aktywów. Ograniczenia takie wynikają jedynie z mającego charakter „miękkiego prawa” Pisma Okólnego organu

nadzoru (CSSF). CSSF stwierdza, iż fundusz SIF nie powinien inwestować więcej niż 30% swoich aktywów lub pasywów w celu objęcia tego samego rodzaju papierów wartościowych wyemitowanych przez tego samego emitenta, co nie dotyczy papierów wartościowych wyemitowanych przez kraj członkowski OECD lub jego władze lokalne, a także docelowych przedsięwzięć zbiorowego inwestowania UCI, które podlegają wymogom dotyczącym rozłożenia ryzyka, które są przynajmniej porównywalne z wymogami stosowanymi wobec funduszu SIF. Od wyżej wymienionych ograniczeń CSSF może w indywidualnych przypadkach odstąpić.

Wskazane różnice, w szczególności zarysowana relacja pomiędzy ograniczeniami przedmiotowymi i podmiotowymi określonymi w ustawodawstwie polskim oraz przepisach obowiązujących w Luksemburgu, ukazują specyfikę obu systemów prawnych. Widoczny jest na ich podłożu odmienny zakres możliwości dyspozytywnego kształtowania działalności funduszy inwestycyjnych. Obowiązujące w Polsce przepisy dają inwestorom znacznie mniejsze możliwości w tym zakresie. Daleko idąca reglamentacja rozciągająca się również na działalność funduszy inwestycyjnych zamkniętych, skierowanych do ograniczonej grupy inwestorów prowadzi do znacznego usztywnienia rynku kapitałowego w Polsce. Polskiej regulacji brakuje elastyczności właściwej dla przepisów regulujących luksemburskie Specjalistyczne Fundusze Inwestycyjne. Przesunięcie akcentów regulacyjnych w kierunku reglamentacji działań inwestycyjnych i osłabienie znaczenia autonomicznych decyzji inwestorów w specyficzny sposób kształtuje sposób postrzegania niepowodzeń na rynku funduszy inwestycyjnych, mogąc stanowić źródło nieformalnych roszczeń kierowanych do państwa.

5.2 Analiza dynamiczna

W ramach analizy prawoporównawczej wyróżnić można pewne aspekty funkcjonowania porządków prawnych, które uznać należy za niezależne od wąsko rozumianego kształtu obowiązującej w danym państwie regulacji – od brzmienia przepisów regulujących określoną dziedzinę funkcjonowania gospodarki. Wyróżniając tę grupę czynników, przeprowadzić możemy analizę dynamiki funkcjonowania danego systemu w aspekcie dynamicznym. Uwzględnić przy tym należy przede wszystkim okoliczności związane ze specyfiką otoczenia prawnego obu systemów. Składać się będą na nie określone cechy obu systemów bezpośrednio lub pośrednio decydujące o przebiegu i efekcie prac legislacyjnych oraz o późniejszym funkcjonowaniu regulacji prawnych.

Dążąc do wyróżnienia tych cech systemu prawnego funkcjonującego w Luksemburgu, które sprzyjają odpowiedniemu kształtowaniu i funkcjonowaniu regulacji odnoszących się do działania funduszy inwestycyjnych zwrócić należy uwagę przede wszystkim na te czynniki, które decydować mogą o efektywności toczących się w tym państwie prac legislacyjnych:

- 1) 60-osobowy parlament – Izba Deputowanych⁴², którego liczba jest konsekwencją niewielkich rozmiarów i liczebności kraju, co umożliwia podjęcie strategicznych decyzji szybciej niż w innych państwach oraz zmniejsza ryzyko wystąpienia gier politycznych negatywnie wpływających na pracę ustawodawcy,
- 2) udział ekspertów w dziedzinie finansów, w tym prywatnych profesjonalistów funkcjonujących na rynku przed dokonaniem znacznych reform politycznych regulujących sektor finansowy i pieniężny,
- 3) zdolność uczestników rynku do konstruktywnej krytyki planowanych lokalnych i europejskich przepisów prawnych, oraz do dyscyplinowanego i terminowego wdrażania uchwalonych przepisów,
- 4) gotowość udziału podmiotów profesjonalnych we wspieraniu procesu tworzenia i realizacji prawa poprzez poświęcanie czasu i środków na badania, analizy, opracowania, opiniowanie przygotowanych projektów i wdrożonych regulacji lokalnych i europejskich.

Wskazane okoliczności zasadniczo odnoszą się do zasad funkcjonowania aparatu państwowego – do tego, jak, z czym udziałem i według jakich przesłanek tworzone jest prawo. W literaturze wskazuje się, że to właśnie wydajność aparatu państwowego stanowi podstawowy czynnik decydujący o skuteczności dostosowywania przepisów krajowych do regulacji prawa wspólnotowego⁴³. Implementacja przepisów dyrektyw UE do porządków prawnych Rzeczypospolitej Polskiej i Wielkiego Księstwa Luksemburga pokazuje, jak zwłoka w działaniu władz krajowych wpływa na zmniejszenie pewności prawa, a co za tym idzie, ze względu na zwiększenie ryzyka inwestycyjnego związanego z tzw. niepewnością regulacyjną. Analiza przebiegu prac ustawodawczych toczących się w Luksemburgu nad poszczególnymi regulacjami odnoszącymi się do funduszy inwestycyjnych wskazuje na duże zaangażowanie czynników społecznych w procesie stanowienia prawa. W procesie stanowienia prawa realizowana jest zasada wzajemnego poszanowania partnerów dialogu społecznego – ukazuje to dojrzały charakter obowiązującego w Luksemburgu systemu stanowienia prawa. Istotnym czynnikiem wpływającym na poziom

⁴² Franc. Chambre des Députés; luks. Châmber vun Députéierten.

⁴³ R. Zubek, K. Staraňová, Wykonywanie prawa Unii Europejskiej: Wpływ organizacji rządowej na transpozycję dyrektyw UE, Warszawa 2010, s. 11-12.

wzajemnego zaufania partnerów społecznych, a także na transparentność procesu tworzenia prawa, jest planowanie działalności legislacyjnej zarówno w rządowej, jak i parlamentarnej fazie prac ustawodawczych⁴⁴.

Rozwój przepisów odnoszących się do działania funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu motywowany i monitorowany jest przez Stowarzyszenie Luksemburskiego Przemysłu Funduszy Inwestycyjnych (*Luxembourgish Association of Investment Funds / Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement*, ALFI). Od początku liberalizacji rynku międzynarodowych usług finansowych, ALFI współdziała z instytucjami UE⁴⁵ w zakresie kształtowania polityki rynku finansowego. ALFI zmierza do rozszerzenia swojej roli w procesie tworzenia i realizacji prawa zarówno krajowego, jak i międzynarodowego. Podejmuje działania polegające na przygotowywaniu analiz dotyczących projektów aktów prawnych i ich wykonywania oraz opracowuje kierunki zmian przepisów prawnych, gwarantujących ochronę interesów podmiotów sektora finansowego z jednoczesnym zabezpieczeniem kontroli ze strony władz przestrzegania metod i zasad prowadzenia działalności, brała udział w pracach nad przygotowaniem serii dyrektyw, takich jak UCITS, MiFID i innych regulacji z zakresu funduszy inwestycyjnych⁴⁶.

Rolę porównywalną z funkcjonującym w Luksemburgu ALFI na polskim rynku sprawować mogłaby funkcjonująca od 2004 roku Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA). Jest to organizacja pozarządowa, skupiająca na zasadzie dobrowolności towarzystwa funduszy inwestycyjnych i domy maklerskie prowadzące działalność wyłącznie w zakresie doradztwa inwestycyjnego albo zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych⁴⁷. IZFiA posiada osobowość prawną i działa na podstawie ustawy z dnia 30 maja 1989 r. o izbach gospodarczych (Dz. U. nr 35, poz. 195 ze zm.), art. 70 UFI oraz statutu IZFiA.

Warto podkreślić, że stale rosnąca rola IZFiA może z czasem upodobnić się do zaobserwowanego w Luksemburgu modelu powszechnej organizacji branżowej, która w kluczowy sposób uczestniczy w kształtowaniu krajowego i europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych.

Rozwój prawa wspólnotowego i coraz dalej idąca harmonizacja przepisów odnoszących się do funkcjonowania funduszy inwestycyjnych stanowi niewątpliwe wyzwanie dla prawodawców krajowych. Konieczność implementacji powoduje wytworzenie się swoistego okresu zawieszenia pomiędzy wejściem w życie przepisów wspólnotowych a publikacją przepisów krajowych. Z tych też przyczyn, opóźnianie przez ustawodawcę krajowego decyzji o transpozycji przepisów wspólnotowych znacząco zwiększa ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej w danym państwie. Przewidywalność zmian stanowić musi jedną z większych wartości funkcjonowania rynku regulowanego. W tej materii w szczególności ujawnia się daleko idąca różnica, jaka dzieli standardy funkcjonowania systemów prawnych Polski i Luksemburga. Za taką oceną przemawiać może fakt, że rząd Luksemburga podejmuje starania implementacyjne jeszcze na etapie przygotowania dyrektyw, co niestety nie stanowi zasady w Polsce.

Przewidywalność systemu prawnego, którą zapewnia prawodawca Luksemburga jest dla inwestorów niezwykle cenna. Stanowi ona o walorach systemu prawnego, niezależnie od szczegółowej treści składających się na niego regulacji. Opisane działania zmierzają do utwierdzenia rynkowej pozycji systemu prawnego Wielkiego Księstwa Luksemburga. Dodatkowo, jako centrum kompetencyjnego funduszy inwestycyjnych, Luksemburg zostanie wzmocniony ułatwieniami w prowadzeniu transgranicznej działalności przez podmioty utworzone w tej jurysdykcji.

6. ZAKOŃCZENIE

Dynamiczny rozwój mający miejsce na przestrzeni ostatnich 40 lat w branży funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu stanowi przykład jak poprzez bliską współpracę pomiędzy rządem i środowiskiem przedsiębiorców można doprowadzić do powstania silnej gałęzi gospodarki. Luksemburg poprzez rozwój systemu prawnego, podatkowego, orzecznictwa administracyjnego i sądowego, a także przy współudziale zmian prawa rynków finansowych inicjowanych przez Unię Europejską, stał się dla Starego Kontynentu centrum administracyjnym świadczącym usługi dla funduszy inwestycyjnych.

⁴⁴ Jw.

⁴⁵ W kwietniu 2006 r. ALFI i Luksemburg Banker's Association (ABBL) ustanowili wspólne lobby w Brukseli w celu poprawy monitorowania i wczesnego ostrzegania o zamiarach legislacyjnych, a także ułatwienia negocjacji z instytucjami UE. Działalność ALFI potwierdza wartość negocjacji i podejmowania decyzji na poziomie europejskim sprzyjających udziałowi podmiotów rynku finansowego w kształtowaniu sytuacji prawnej, która bezpośrednio ich dotyczy.

⁴⁶ ALFI podjęła również działania związane z koniecznością implementacji Dyrektywy UCITS IV (patrz: Bill nr 6170 w sprawie wykonania dyrektywy 2009/65/WE w prawie luksemburskim),

⁴⁷ Statut Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami (tekst jednolity z 20.04.2010 r.) [„Statut IZFiA”] dostępny na stronie internetowej: www.izfa.pl (podstrona: http://www.izfa.pl/files_user/akty/Statut%20IZFiA_20.04.2010.pdf).

Polskie prawo funduszy inwestycyjnych, mimo pewnych niedoskonałości, w odpowiedni sposób zabezpieczyło krajowy rynek od zagrożeń systemowych jakie wystąpiły w okresie obecnego kryzysu w innych państwach wysokorozwiniętych. Z uwagi na wprowadzone zmiany ram regulacyjnych rynku funduszy inwestycyjnych w formie Dyrektywy Parlamentu i Rady w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, polska branża finansowa stoi przed wygodną okazją do przebudowy modelu działania rynku w kierunku silnego rozróżnienia sposobu regulacji podmiotów świadczących usługi dla klientów masowych, wymagających większej ochrony ze strony nadzoru państwowego, a podmiotów działających na rzecz klientów instytucjonalnych, lub dobrze poinformowanych, posiadających odpowiednią wiedzę i środki, aby odpowiednio zabezpieczyć swoje interesy.

Doświadczenie Luksemburga pokazuje, jak ważną rolę we wspieraniu sektora funduszy inwestycyjnych, ochrony interesów swoich pełnoprawnych członków oraz podmiotów świadczących na ich rzecz usługi związane z prowadzoną przez nich działalnością odgrywać może podmiot mogący reprezentować zbiorowe interesy uczestników rynku wobec organów władzy publicznej. Przeprowadzona analiza ukazuje również, jak istotne dla oceny systemu prawnego są czynniki wpływające na pewność prawa obowiązującego w danym kraju – w przypadku przepisów odnoszących się do funduszy inwestycyjnych wyraźnie uwidacznia się różnica pomiędzy realizowaną polityką legislacyjną rządów: Polski i Luksemburga. Analiza tempa prac zmierzających do implementacji przepisów unijnych wypada na niekorzyść polskiego ustawodawcy, wpływając na potencjalnie negatywną ocenę bezpieczeństwa regulacyjnego związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej i inwestycji na terenie naszego kraju.

Wprowadzenie zmian oczekiwanych przez uczestników rynku funduszy inwestycyjnych, polegających na zwiększeniu roli KNF w dziedzinie tworzenia prawa (uprawnieniu realizowanym przy istotnym wparciu ze strony organizacji branżowych), poprawie działania aparatu biurokratycznego oraz szerszym wykorzystywaniu prywatnych podmiotów zaufania publicznego (między innymi rewidentów, banków, etc.) w nadzorowaniu rynku, pozwoli na stworzenie otoczenia przyspieszającego rozwój krajowego sektora finansowego, napływ nowych inwestycji zagranicznych i doprowadzi do umocnienia roli Polski jako regionalnego centrum kompetencyjnego rynku funduszy inwestycyjnych.