

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie Zielonej księgi w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych

COM(2005) 314 końcowy

(2006/C 110/04)

Dnia 12 lipca 2005 r. Komisja Europejska, działając na podstawie art. 262 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie *Zielonej księgi w sprawie usprawnienia ram UE dla funduszy inwestycyjnych*

Sekcja ds. Jednolitego Rynku, Produkcji i Konsumpcji, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 21 lutego 2006 r. Sprawozdawcą był **Angelo GRASSO**.

Na 425. sesji plenarnej w dniach 15 i 16 marca 2006 r. (posiedzenie z dn. 15 marca 2006 r.) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 138 do 1, przy 4 głosach wstrzymujących się, przyjął następującą opinię:

1. Wstęp

1.1 Zielona księga Komisji Europejskiej jest niezwykle ważnym dokumentem strategicznym na drodze do osiągnięcia pełnej integracji rynków finansowych w Europie. Jak wiadomo, rozwój gospodarczy i wzrost państw europejskich są ściśle powiązane z rozwojem i integracją rynków finansowych, integracją stanowiącą również pełną realizację trzeciego etapu Unii Europejskiej.

1.2 Pomijając dyskusję akademicką co do tego, czy rozwój finansowy poprzedza czy też jest konsekwencją rozwoju gospodarczego, wydaje się istotne podkreślenie, że w odniesieniu do dualistycznego ukierunkowania na sektor bankowy i ukierunkowania na rynki finansowe, charakteryzującego tzw. model anglosaski (a w szczególności amerykański), w porównaniu z „modelem europejskim”, obecne trendy w stosowanym prawodawstwie oraz **ukierunkowanie Unii wydają się wskazywać na chęć kontynuowania prac w kierunku pełnej integracji tych dwóch rodzajów podejścia w naszym systemie gospodarczym.**

1.3 Rynki i instytucje finansowe istotnie odgrywają zasadniczą rolę w społeczeństwie, gdyż łączą ze sobą jednostki posiadające „deficyt” finansowy z jednostkami posiadającymi „nadwyżkę”, zgodnie z zasadami opartymi na kryteriach efektywnej alokacji i racjonalności. Ponadto należy pamiętać, że ucziwa konkurencja i konkurencyjność między przedsiębiorstwami powstaje na rynku kapitałowo-kredytowym wcześniej niż na rynku towarowym.

2. Rynek przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w Unii Europejskiej i potrzeba harmonizacji

2.1 Dyrektywa nr 85/611/EWG stanowi ramy regulacyjne, w których rozwijał się w ostatnich latach ten sektor. Tworzy ona rdzeń prawodawstwa europejskiego w zakresie zarządzania oszczędnościami w ogóle, a UCITS w szczególności. Pomimo, że nie został dokończony proces usuwania na obszarze UE

barier legislacyjnych, utrudniających transgraniczną lokalizację i wprowadzanie do obrotu transgranicznego produktów, rynek UCITS działa w ujednoliconym kontekście regulacyjnym.

2.2 Rozwój rynku UCITS jest ciągłym i postępującym procesem. W ciągu ostatnich lat wielkość zarządzanych aktywów netto odnotowała dwucyfrowy wzrost. Dane uzyskane z *European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other Mutual Fund Association* wskazują, że w okresie 1996 — 2005 rynek obejmujący UE, Republikę Czeską, Węgry, Polskę, Norwegię i Szwajcarię osiągnął łączną roczną stopę wzrostu w wysokości 14,5 %, zwiększając się z ok. 1 450 mld EUR do ponad 4 900 mld EUR aktywów netto.

2.3 Publikacja ⁽¹⁾ rocznych danych dot. liczby funduszy i całkowitego kapitału funduszy w skali światowej podkreśla natężenie tego zjawiska, zarówno jeżeli chodzi o liczbę, jak i wysokości zarządzanych kwot.

2.4 EKES dostrzega trudności, lecz uważa, że należy rozwiązać problem spójności fiskalnej, aby zwiększyć potencjał wzrostu UCITS. Na strategię internacjonalizacji w sektorze mogą mieć wpływ bariery wejścia i bariery wyjścia. Bariery wyjścia powstają, gdy opodatkowani są subskrybenci niereszydenci w oparciu o prawodawstwo krajowe dotyczące funduszy. Bariery wejścia utworzone są przez prawodawstwo w kraju stałego zamieszkania subskrybenta.

2.5 Prawie we wszystkich państwach UE reguły podatkowe stosujące się do UCITS zdają się wzorować na zasadzie neutralności inwestowania w fundusze w porównaniu z inwestowaniem bezpośrednim; **praktycznie wszystkie kraje europejskie stosują — formalnie lub zasadniczo — ten model przejrzystości fiskalnej (no veil), zgodnie z którym dochód inwestora opodatkowany jest bezpośrednio.** Wspomniany model przejrzystości stosuje zasadę *capital export neutrality* (neutralności wywozu kapitału), a w wypadku, gdy dochód z funduszy nie jest opodatkowany u źródła, inwestorzy płacą podatek na podstawie zasady miejsca zamieszkania.

⁽¹⁾ Źródło: *European Fund and Asset Management Association, Investment Company Institute, and other Mutual Fund Association.*

3. Uwagi dotyczące punktu „Ogólna ocena”

3.1 W europejskim sektorze finansowym średnia wielkość UCITS stanowi mniej niż jedną trzecią wielkości ich amerykańskich odpowiedników; dlatego też **w zarządzaniu funduszami ekonomicznie skali są mniejsze, co ogranicza dochód netto** inwestorów końcowych.

3.2 Niemniej jednak, nawet jeżeli priorytetowym celem Komisji jest stworzenie przepisów dotyczących „finansowania produktów”, EKES uważa, że **faktyczne korzyści dla inwestorów zależą od kompleksowych przepisów regulujących system finansowy** (a zatem prawodawstwa dotyczącego zarówno produktów i usług).

3.3 Ponadto zielona księga kładzie nacisk na fakt, że podzlecenie (outsourcing) pewnych funkcji potencjalnie rodzących konflikt interesów może pociągać za sobą zwiększenie ryzyka operacyjnego; EKES jest zdania, że **jest to istotne zagadnienie, które musi być poruszone w odpowiednich uregulowaniach prawnych**.

3.4 Jeżeli dany proces zostanie podzielony na kilka części, które powierzy się różnym organizacjom, problemów nie nastręczają aspekty techniczne takiej fragmentacji, lecz równowaga, z którą rozwija się (nowy) rynek regulujący stosunki między kupującym a sprzedającym. Weźmy jako przykład sektor analiz finansowych. W powszechnej praktyce analizy finansowe nie są kupowane ani sprzedawane niezależnie, lecz w ramach innych usług, zwykle o charakterze operacyjnym; stąd na przykład makler sprzedający obligacje w zasadzie rozpowszechnia analizy różnych obligacji w zamian za ciągłość operacyjną bazującą na stawkach prowizji, które uwzględnia również koszt takich analiz.

3.5 Rozpowszechnianie informacji (analiz) odbywa się zatem zgodnie z logiką rynku typową dla „dóbr publicznych”: dostarczana jest dana ilość potrzebnych informacji, a cenę stanowi suma cen zapłaconych przez różnych kupujących; jednakże z tych kupujących w rzeczywistości jedynie część płaci cokolwiek. Skutek jest co najmniej destabilizujący: sporządzanie analiz jest czynnością niedostatecznie wynagradzaną, co jest bodźcem dla zwiększenia ekonomii skali w tej branży, wraz z nieuniknionym spadkiem jakości, a ponadto bodźcem do uzyskiwania korzyści z kosztów wynikających także z konfliktu interesów (na przykład interwencja brytyjskiego FSA w sprawie preferencyjnych prowizji [soft commission] uzgadnianych między maklerami/dealerami a zarządzającymi aktywami). EKES jest zdania, że należałoby jak najbardziej unikać pomieszania ze sobą mechanizmów ustalania cen w sektorze pośrednictwa w zakresie ryzyka kapitału finansowego z mechanizmami ustalania cen w sektorze pośrednictwa/transformacji ryzyka inwestycyjnego.

4. Odpowiedzi na pytania zawarte w zielonej księdze

4.1 Czy powyższe inicjatywy wprowadzą wystarczającą pewność prawną we wdrażaniu dyrektywy?

- A. Wyeliminowanie niepewności dotyczącej uznawania funduszy, związanej z przejściem z UCITS I do UCITS III,
- B. Uproszczenie procedury zgłaszania funduszy korzystających z paszportu,
- C. Wspieranie wdrażania zaleceń Komisji w sprawie stosowania instrumentów pochodnych i uproszczonego prospektu,
- D. Uściślenie definicji aktywów, które mogą nabywać fundusze UCITS.

4.1.1 By odpowiedzieć na to pytanie należy **odróżnić „finansowanie produktów” od „finansowania usług”**. Celem pierwszego rodzaju finansowania jest ustalenie praktycznych instrumentów umożliwiających spotkanie się dawców i odbiorców kapitału finansowego; celem drugiego natomiast jest poszukiwanie instrumentów jak najlepiej przystosowanych do wymogów inwestujących lub dostawców funduszy, wskazując w przypadku braku odpowiednich produktów, jakich cech brakuje.

4.1.2 Przeobrażenie systemów finansowych „zorientowanych na banki” w systemy „zorientowane na rynki” zmienia sposób funkcjonowania pośrednictwa finansowego, które coraz częściej odgrywa rolę pośrednika ryzyka, jak również kapitału finansowego. Pośrednictwo w odniesieniu do ryzyka jest opłacalne, pod warunkiem, że pośrednik potrafi nim zarządzać mniejszym kosztem niż inwestor. Należy zatem zadać sobie pytanie, czy system prawodawczy mający na celu ograniczenie ryzyka jest skuteczniejszy niż system prawodawczy dążący do zagwarantowania odpowiedniej efektywności procesu pośredniczenia w zakresie ryzyka.

4.1.3 Należy pamiętać, że nawet w kontekście efektywnych rynków finansowych globalne ryzyko inwestycji najlepiej byłoby podzielić na dwa rodzaje: pierwsze z nich mierzy faktyczną zmienność (*volatility*) zwrotu z inwestycji, drugie mierzy natomiast stopień trudności poprawnego oszacowania „**ryzyka pay-off**” (spowodowanej zasadniczo brakiem informacji ze strony podmiotów gospodarczych). Należy wziąć pod uwagę fakt, że premia za ryzyko uwzględniona w wyborach podmiotów gospodarczych pochodzi z tych dwóch rodzajów ryzyka, a powiązania między nimi nie charakteryzują proste dodanie, ale korelacje o różnym stopniu intensywności.

4.1.4 Wobec powyższego na pytanie EKES udzieliłby odpowiedzi twierdzącej, przy założeniu, że uwagi sformułowane dotyczą sektora „finansowanie produktów”. **Jeżeli chodzi o „finansowanie usług” stosowne byłoby zwiększenie swobody świadczenia usług inwestycyjnych, na przykład poprzez wyeliminowanie obecnych ograniczeń dla promocji finansowej**, które nie w pełni przestrzegają zasadę kontroli państwa pochodzenia (*home-country-control*).

4.1.5 Obawa leżąca u podstaw takiej praktyki jest jasna: chodzi o **zapobieżenie wszelkim zachowaniom oszukańczym** ze strony tych, którzy dążą do zorganizowania sieci promotorów przy wykorzystaniu bardziej elastycznych warunków istniejących w pewnych krajach Unii. EKES jest zdania, że takie rozumowanie jest od samego początku wadliwe jeżeli oszustwo jest możliwe, oznacza to, że warunki takie nie zostały faktycznie ujednolicone.

4.1.6 EKES uważa więc, że należy zwiększyć „wolny przepływ” działalności związanej z finansowaniem usług, co stanowiłoby bodziec do ujednolicenia stosowania w poszczególnych Państwach Członkowskich dyrektyw wspólnotowych dotyczących inwestowania i zbywalnych papierów wartościowych (w tym UCITS III).

4.2 Czy istnieją inne obawy związane z codziennymi zagadnieniami wdrażania dyrektywy, którymi należy się zająć w pierwszej kolejności?

4.2.1 Zbieżności przepisów powinny towarzyszyć działania mające na celu koordynację reguł fiskalnych stosujących się do tego sektora. Obecnie, jak w przypadku wszystkich innych dziedzin finansów, na rynku europejskim istnieją obok siebie różne systemy krajowe, jak również, w pewnych sektorach, zasady wynikające z umów dwustronnych o unikaniu podwójnego opodatkowania.

4.2.2 Splatanie się ze sobą różnych przepisów podatkowych pociąga za sobą zniekształcenie konkurencji, **podwójne opodatkowanie, możliwości arbitrażu**, jak również oszustwa i uchylanie się od płacenia podatków. Biorąc pod uwagę coraz większą internacjonalizację rynków, konieczne jest w związku z tym zwiększenie efektywności prawodawstwa krajowego.

4.2.3 Państwa członkowskie posiadają wyjątkowy instrument protekcjonistyczny. Biorąc pod uwagę, że implikacje podatkowe dotyczące UCITS powstałe w innych państwach członkowskich mogą być różnie interpretowane, możliwe jest stosowanie mniej korzystnych zasad opodatkowania, w ten sposób tworząc pewnego rodzaju barierę wejścia. Komitet ma świadomość, że harmonizacji podatkowej nie można uznać za cel, który byłby łatwy do zrealizowania w krótkiej perspektywie, m.in. z powodu konieczności osiągnięcia jednomyślności w wypadku działań na tym polu. **Komitet sugeruje niemniej uwzględnienie określenia wspólnotowego systemu podatkowego dla produktów inwestycyjnych, zarówno w zakresie opodatkowania, jak i poboru.**

4.3 Czy w porównaniu z przepisami regulującymi zasady przedstawicielstwa skutecznie funkcjonujący paszport spółki zarządzającej mógłby przynieść istotne dodatkowe korzyści gospodarcze? Proszę wskazać źródła i prawdopodobny rozmiar spodziewanych korzyści.

4.3.1 Paszport i „uproszczony prospekt” wydają się natomiast właściwymi środkami celem przewyciężenia krytycznych opinii dotyczących rynku i barier utrudniających pełną mobilność kapitału i ukończenie tworzenia rynków, **jak również**

celem przystąpienia do ustanawiania wystarczającej pewności prawnej. EKES sądzi ponadto, że konieczne są dalsze działania, aby wyeliminować niepewność związaną z uznawaniem funduszy powstałych podczas przechodzenia od UCITS I do UCITS III.

4.4 Czy podział odpowiedzialności za nadzór nad spółką zarządzającą i nad funduszem i objęcie ich odrębnymi jurysdykcjami może przyczynić się do powstania dodatkowego ryzyka operacyjnego lub obaw związanych z nadzorem? Proszę opisać źródła problemu i kroki, które należałoby podjąć, aby skutecznie zarządzać tego rodzaju ryzykiem.

4.4.1 Należy przede wszystkim podkreślić, że w UE funkcjonują razem dwa modele finansowe, a mianowicie angielski i kontynentalny, i będzie trudno zbliżyć je do siebie w krótkim czasie. EKES ma jednak nadzieję, że nowe przepisy zagwarantują, iż **zastosowanie tylko jednego źródła regulacyjnego mogłoby ułatwić proces zbieżności**, gdyż uważa, że stworzenie barier prawnych celem zapobieżenia mieszanemu korzystaniu przez instytucje z jednego bądź też innego systemu regulacyjnego służyłoby jedynie utrzymaniu obecnej nierównowagi.

4.4.2 EKES jest przekonany, że podział pomiędzy dwa państwa członkowskie odpowiedzialności za nadzorowanie spółki zarządzającej funduszem i funduszu zwiększa trudności z nadzorem i ryzyko, zmniejszając tym samym skuteczność operacyjną. **Kwestią trudną do uregulowania jest arbitraż w obrocie papierami wartościowymi i arbitraż walutowy, gdy transakcje takie dotyczą zbywalnych papierów wartościowych spoza UE.**

4.5 Czy większa przejrzystość, porównywalność i uwaga poświęcana potrzebom inwestorów w ramach dystrybucji funduszy przyczyni się do znacznego polepszenia funkcjonowania europejskich rynków funduszy inwestycyjnych oraz poziomu ochrony inwestorów? Czy powinno to stanowić priorytet?

4.5.1 Samo uregulowanie etapu produkcyjnego instrumentów finansowych nie wystarczy do ulepszenia funkcjonowania rynków funduszy i ochrony inwestorów. EKES uważa zatem, że jeśli inwestorzy mają dokonywać rozsądnych wyborów, należy poświęcić więcej uwagi ich potrzebom, zwracając uwagę na przejrzystość.

4.5.2 Informacje przekazywane inwestorom nie mogą całkowicie pomijać miejscowego środowiska i kontekstu kulturowego, w którym wychowali się i żyją inwestorzy. **Rozszerzenie Unii Europejskiej o kraje, które jeszcze 15 lat temu nie uczestniczyły w gospodarce rynkowej, stwarza pytanie, czy stosowne jest zachowanie jednolitego standardu informacyjnego.** Komitet uważa, że należy tę kwestię rozważyć, mając na uwadze: z jednej strony konieczność stworzenia jak najprostszego i jak najbardziej jednolitych ram prawnych, a z drugiej — znaczne różnice finansowe i rozdźwięk kulturowy występujący jeszcze między niektórymi państwami członkowskimi.

4.6 Czy uściślenie zasad „prowadzenia działalności” obowiązujących firmy prowadzące handel detaliczny funduszami na rzecz inwestorów przyczyni się w znacznym stopniu do osiągnięcia tego celu? Czy należy rozważyć podjęcie innych kroków (rozszerzenie zakresu ujawniania informacji)?

4.6.1 Uściślenie zasad „prowadzenia działalności” przez dystrybutorów może być tylko postrzegane w pozytywnym świetle. Nie należy niemniej lekceważyć faktu, że — co się tyczy zarządzania ryzykiem i przejrzystości prowizji — codzienne zastosowanie dyrektywy wiąże się z obiektywnymi trudnościami, które nie zawsze można z łatwością pokonać.

4.6.2 Weźmy na przykład kwestię techniczną raportowania wyników przy zastosowaniu benchmarkingu. Może ono posiadać całkiem różne znaczenie w zależności od tego, czy celem zarządzania jest „przekroczenie benchmarku”, czy też „osiągnięcie benchmarku”. Dany proces delegowania — przy zastosowaniu tych samych instrumentów — oznacza narażenie na różne poziomy ryzyka, zakładając, że dla przekroczenia benchmarku konieczne jest umożliwienie zarządzającym zróżnicowanie ich alokacji, a zatem przyjęcie podwyższonego ryzyka.

4.6.3 W tym kontekście proponowalibyśmy wprowadzenie przepisów mających na celu zwiększenie przejrzystości procesu rotacji portfela inwestycyjnego (raczej niż jego wielkości): przy tych samych wynikach brutto, wysokie poziomy rotacji zwiększają koszty transakcji, zmniejszając wyniki netto dla klienta. Jest to szczególnie paląca kwestia, zwłaszcza gdy część kosztów transakcji ma być ponoszona przez samych zarządzających.

4.7 Czy istnieją szczególne kwestie związane z funduszami, które nie są przedmiotem bieżących prac nad szczegółowym wdrożeniem zasad prowadzenia działalności w ramach dyrektywy RIF?

4.7.1 Dyrektywa RIF może stanowić istotną podstawę prawną, przede wszystkim w dążeniu do wysokich standardów przejrzystości na etapie dystrybucji UCITS.

4.7.2 **Dyrektywa RIF nie ustala niemniej zasad przejrzystości w wypadku negocjacji obligacji**, które mogą być w znacznym stopniu niejasne. EKES uważa zatem, że nie można jej postrzegać jako instrumentu uzupełniającego i wypełniającego wszystkie luki ram prawnych UCITS.

4.8 Czy istnieje komercyjne lub gospodarcze uzasadnienie (korzyści netto) przemawiające za transgranicznymi fuzjami funduszy? Czy korzyści te można w znacznym stopniu osiągnąć dzięki racjonalizacji w granicach poszczególnych państw?

4.8.1 Średnia wielkość funduszy europejskich jest jeszcze stosunkowo ograniczona: w 2004 r. wynosiła ona w Europie 195 mln USD, podczas gdy w USA — 628 mln USD. Aspekt ten ma wpływ na możliwości osiągnięcia ekonomii skali, a zatem na zyski i przede wszystkim rentowność spółki zarządzającej funduszem.

4.8.2 Powszechnie wiadomo, że jednym ze skutków finansowych procesu globalizacji gospodarczej jest obniżenie bezwzględnego poziomu ryzyka, który związany jest z korektą poziomów ryzyka systematycznego (rosnącego) i ryzyka specyficznego (malejącego). Podczas, gdy **fuzje transgraniczne wprawdzie mogą zwiększyć ekonomie skali, powinny one być stosowane w ograniczonym zakresie, w przypadku produktów, gdzie fuzje takie mogą być skutecznym motorem sukcesu**, lub też wobec wszystkich sektorów zarządzania funduszami, gdzie wydajność jest ważniejsza niż skuteczność. Natomiast w sektorach, w których brakuje skuteczności, nie można czerpać korzyści z łączenia przedsiębiorstw.

4.9 Czy *pożądane* korzyści można osiągnąć poprzez łączenie (pooling)?

4.9.1 Łączenie zarządzania aktywami różnych funduszy o zasadniczo podobnych cechach pozwala w oczywisty sposób na osiągnięcie ekonomii skali i jest instrumentem wykorzystywanym już przez spółki zarządzające w celu zwiększenia wydajności zarządzania inwestycjami. Transgraniczne łączenie funduszy napotyka niemniej na szeroko omówione już wcześniej problemy podatkowe i prawne związane z funduszami inwestycyjnymi. EKES uważa więc, że nie może to być zatem alternatywny sposób ominięcia problemów oraz trudności prawnych i instytucjonalnych, hamujących konsolidację przemysłu funduszy inwestycyjnych.

4.10 Czy na poziomie zarządzania funduszami i/lub ich dystrybucji istnieje wystarczająca konkurencja pozwalająca inwestorom na korzystanie z większej wydajności?

4.10.1 Odpowiedź na powyższe pytanie jest przecząca, jak zresztą pokazuje doświadczenie w USA. Fundusze inwestycyjne występują na rynku amerykańskim od sześćdziesięciu lat: pomimo znacznego wzrostu liczby oferowanych funduszy i ich wielkości, koszty obciążające fundusze i inwestorów uległy, ogólnie mówiąc, prawie podwojeniu (?). Przełożyło się to na mniej satysfakcjonujące — w porównaniu do poziomu odniesienia — wyniki netto: podczas, gdy istotnie w latach 1945 — 1965 poziomy odniesienia były wyższe od funduszy średnio o 1,7 % rocznie, to w latach 1983 — 2003 rozbieżność ta się pogłębiła, osiągając 2,7 % rocznie.

4.11 Jakie są wady i zalety (ryzyko nadzorcze lub ryzyko komercyjne) wynikające z możliwości wyboru depozytariusza w innym państwie członkowskim? W jakim stopniu uregulowania w zakresie przedstawicielstwa oraz inne uregulowania zapobiegają potrzebie działań legislacyjnych w tych kwestiach?

4.11.1 Możliwość wybrania depozytariusza w Państwie Członkowskim innym niż kraj siedziby spółki zarządzającej funduszem może **wzmocnić konkurencję między depozytariuszami**, zmniejszając w ten sposób koszty ponoszone przez fundusz.

(?) J.C. Bogle (2005): „The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?”, *Financial Analysts Journal*, styczeń/luty.

4.11.2 Może to oznaczać większe ryzyko nadzorcze w wypadku, gdy nie ma wystarczającej współpracy i zbieżności między organami regulacyjnymi tego sektora.

4.11.3 Prowizje depozytariusza — chociaż znaczne — są niższe od innych kosztów, takich jak na przykład koszty dystrybucji. EKES proponuje zatem rozważenie zalet i czynników ryzyka związanych z tą inicjatywą legislacyjną.

4.12 Czy uważają Państwo, że nieustanna standaryzacja inicjowana przez sektor przyniesie owoce w rozsądnej perspektywie czasowej? Czy istnieje potrzeba zaangażowania sektora publicznego?

4.12.1 Standaryzacja, automatyzacja i informatyzacja składania zamówień oraz likwidacji funduszy to podstawowy warunek umożliwiający dystrybutorom poszerzenie oferty produkcyjnej i zwiększenie konkurencji.

4.12.2 Wymaga to niemniej głębszych zmian zasad i standardów w zakresie procedur operacyjnych i informatycznych, co pociągałoby za sobą znaczne koszty dla operatorów. Należy pamiętać, że w Europie kontynentalnej spółki zarządzające funduszami i dystrybutorzy należą często do tej samej grupy. W takim kontekście istnieje prawdopodobieństwo, że operatorzy mają mniej motywacji, by ponosić koszty konieczne dla zwiększenia konkurencji na poziomie dystrybucji. Można zatem uznać, że interwencja ze strony sektora publicznego mogłaby ożywić i przyspieszyć ten proces.

4.13 Czy zdawanie się na formalne limity inwestycyjne jest przejawem zrównoważonego podejścia pozwalającego na zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów?

4.13.1 Skuteczność surowych kodeksów postępowania w odniesieniu do zarządzania ryzykiem była zawsze kwestią gorącej debaty w świecie gospodarki, szczególnie w świetle zmiennych korzyści pochodzących z przeszłych doświadczeń od czasu porozumień o kursach walutowych z Bretton Woods. Wynika to ze zróżnicowanego charakteru ryzyka gospodarczego w stosunku do czasu: w krótkim horyzoncie czasowym, fluktuacja w obliczu ograniczenia powoduje ryzyko, podczas gdy w odwrotnej sytuacji, w dłuższym horyzoncie czasowym, ryzyko powstaje również wtedy, kiedy coś pozostaje sztywne, podczas gdy system ewoluuje. W rezultacie powyższego wprowadzenie sztywności za pomocą formalnych limitów byłoby korzystne w krótkim okresie czasu, natomiast stworzyłoby poważne ryzyko w dłuższej perspektywie.

4.13.2 Należałoby także odnieść się do ostatnich badań na temat sektora tzw. **finansów behawioralnych**: na działania i **decyzje poszczególnych podmiotów gospodarczych ma zwykle silny wpływ poziom występującego ryzyka**. W miarę wzrostu poziomu ryzyka, zachowanie staje się bardziej reaktywne i odwrotnie; w konsekwencji, prawodawstwo wprowadzające nadmierną sztywność miałyby podwójny skutek w dłuższej perspektywie: z jednej strony instrumenty powodowałyby większe ryzyko operacyjne, a z drugiej — podmioty

gospodarcze byłyby mniej reaktywne, czego skutek pozostaje do ustalenia, jednak byłby on z pewnością negatywny. **Z drugiej strony, świadomość rzeczywistej straty kapitału byłaby najbardziej skutecznym bodźcem do jego ochrony.**

4.13.3 Zjawisko to pociąga za sobą dalsze zakłócenia rynków, tzn. stworzenie koncepcji, że jeżeli ryzyko powoduje korzystne rezultaty, inwestor osiąga korzyści, natomiast kiedy powoduje negatywne rezultaty, zostaną one przeniesione na rynek.

4.14 Czy uważają Państwo, że środki ochrony — na poziomie spółki zarządzającej i depozytariusza — są wystarczająco niezawodne, aby złagodzić przyszłe rodzaje ryzyka związane z zarządzaniem i administracją funduszy UCITS? Jakie inne środki pozwalające na utrzymanie wysokiego poziomu ochrony inwestorów uważają Państwo za stosowne?

4.14.1 EKES proponuje więc interweniowanie w krótkiej perspektywie, ewentualnie poprzez formalne i surowe regulacje, ale tylko celem rozbicia karteli. Jeżeli taka sytuacja miałaby miejsce, rynek stałby się bardziej dojrzały, a wtedy nie wymagałby ostrych ograniczeń. Obszarem szczególnego zainteresowania jest sprawozdawczość: zbyt często ramy czasowe wyznaczone przez obowiązki sprawozdawcze są całkowicie niespójne z ramami finansowania produktów (zbyt krótkie), zatem sprawozdania w małym stopniu pokazują czasową dywersyfikację, z jaką wiążą się niektóre inwestycje.

4.14.2 W celu zwiększenia poziomu ochrony inwestorów EKES proponuje rozważenie utworzenia **specjalnego funduszu gwarancyjnego**, który zasilany byłby również poprzez kary nakładane przed organy nadzorujące. Oczywiście fundusz ten nie pokrywałby ryzyka wynikającego z inwestycji UCITS; powinien natomiast służyć pomocą inwestorom, którzy ponieśli straty, gdy pośrednicy nie przestrzegali ustalonych zasad.

4.15 Czy znane są Państwu przypadki, których wynikiem było zakłócenie wyboru inwestorów i którymi powinien zainteresować się prawodawca europejski i/lub krajowy?

4.15.1 Fundusze inwestycyjne konkurują z produktami finansowymi, takimi jak **polisy związane z jednostkami**, które postrzegane są przez inwestorów jako porównywalne, chociaż mają zupełnie odmienne ramy prawne.

4.15.2 Może to powodować zakłócenie wyboru inwestorów, mając negatywny wpływ na koszty i ryzyko dokonanych inwestycji. Komitet uważa, że problemu tego nie można rozwiązać za pomocą mniejszej konkurencji czy łagodniejszych ograniczeń i gwarancji nałożonych na fundusze inwestycyjne. Zamiast tego należy dążyć do dostosowania standardów prawnych do wyższego poziomu, dzięki czemu produkty finansowe — w rzeczywistości postrzegane jako bezpośrednia alternatywa wobec inwestycji w fundusze — podlegają wymogom prawnym porównywalnym do wymogów w zakresie tychże inwestycji.

4.16 W jakim stopniu problemy rozdrobnienia regulacyjnego przyczyniają się do powstania problemów z dostępem do rynku, które mogą wymagać wspólnego podejścia UE do a) funduszy kapitału prywatnego; b) funduszy zabezpieczających i funduszy funduszy zabezpieczających?

4.16.1 Odpowiedź na to pytanie wymaga wprowadzenia, które pomoże również w wyjaśnieniu, na czym polega problem omawiany w poprzednim pytaniu. **Komisja musi wyjaśnić swoją definicję zbywalnych papierów wartościowych.** Wyjaśnienie jest potrzebne celem rozwiania wątpliwości co do tego, **czy termin ten stosuje się, czy też nie, do instrumentu płynnego.** Wydaje się, że te dwa pojęcia używane są zamiennie, próbując w ten sposób pozbać koncepcję zbywalnych papierów wartościowych jakiejkolwiek konotacji z alternatywną inwestycją lub produktem zastępczym wobec UCITS. Zdaniem Komitetu nieporozumienie to mogłoby mieć poważne konsekwencje, jako że mogłoby prowadzić do pomieszania ze sobą dwóch całkiem różnych teorii odnoszących się do rynków finansowych — wydajności i kompletności.

4.16.2 Rynek finansowy jest efektywny, jeżeli koszty transakcyjne inwestycji mogą być przez niego poniesione; rynek finansowy jest kompletny, jeżeli zawiera wszystkie możliwe inwestycje.

4.16.3 Fundusze kapitału prywatnego i fundusze zabezpieczające muszą być oceniane pod względem skuteczności (zdolności wybrania najlepszych inwestycji), przed dokonaniem ich oceny pod względem wydajności (zdolności osiągnięcia ekonomii skali w odniesieniu do kosztów). Z tego powodu mniejsze znaczenie ma kwestia wielkości funduszy: wręcz przeciwnie, problemy związane ze skutecznością (zdolnością szybkiego poruszania się po rynku bez wpływu na jego wyniki) i ograniczeniem ryzyka systemowego (por. ocalenie funduszu LTCM w 1998 r.) sugerują, że wskazane byłoby niezachęcanie do osiągnięcia nadmiernej wielkości funduszy.

4.17 Czy istnieją szczególne rodzaje ryzyka (z perspektywy ochrony inwestorów lub stabilności rynku) związane z działalnością funduszy kapitału prywatnego lub funduszy zabezpieczających, które wymagają szczególnej uwagi?

4.17.1 Inwestycje te charakteryzują się wzmożonym występowaniem — oprócz „ryzyka pay-off” — **ryzyka informacyjnego.** Uregulowanie tego ryzyka jest słuszne przede wszystkim z punktu widzenia zmniejszenia ryzyka oszustwa, lecz błędnym byłoby podejmowanie prób jego nadmiernego ograniczenia. W istocie, gdyby fundusze stały się całkowicie przejrzyste, istniałoby ryzyko unieważnienia kompetencji zarządzającego, które w rzeczywistości leżą u podstaw osiągnięcia dochodów w nikły sposób skorelowanych z rynkiem.

4.17.2 Komitet uważa, że nie należy podejmować utopijnych prób nadania przejrzystości skomplikowanemu procesowi, lecz należy poczynić starania w celu uświadomienia przeciętnemu inwestorowi, że alternatywna inwestycja wymaga większej wiedzy lub — w wypadku jej braku — pomocy specjalisty.

4.18 W jakim stopniu wspólny system prywatnego plasowania pomógłby pokonać przeszkody w kontekście transgranicznego oferowania inwestycji alternatywnych inwestorom kwalifikowanym? Czy uściślenie procesu wprowadzania do obrotu i sprzedaży może zostać przeprowadzone niezależnie od środków towarzyszących na poziomie podmiotu zarządzającego funduszem itp.?

4.18.1 Ustanowienie wspólnego systemu prywatnego plasowania dla inwestorów kwalifikowanych może w znaczącym stopniu pobudzić do rozwoju fundusze kapitału prywatnego w Unii Europejskiej.

4.18.2 Inwestorzy kwalifikowani muszą z definicji posiadać umiejętności techniczne i zdolności zarządzania aktywami konieczne, by przeprowadzać inwestycje o wysokim poziomie ryzyka, tak jak w wypadku kapitału prywatnego. Należy zatem założyć, że umiędzą oni ocenić zdolności i wiarygodność zarządzających. Ponadto mając na uwadze, że fundusze kapitału prywatnego zapewniają ze swej natury pewną dywersyfikację ryzyka, nie byłoby konieczne inne środki towarzyszące, które mogłyby nadmiernie regulować działalność spółki zarządzającej.

4.19 Czy obecne prawo preskryptywne w zakresie funduszy UCITS oparte o typy produktów stanowi odpowiednią długoterminową podstawę dobrze nadzorowanego i zintegrowanego europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych? Na jakich warunkach lub na jakim etapie należy rozważyć przejście do uregulowań opartych na zasadach i ryzyku?

4.19.1 Różne przykłady ilustrują niedociągnięcia obecnego systemu. Na przykład ETF (Exchange Traded Funds), łączące pozytywne cechy funduszu (znaczną dywersyfikacja) i udziałów (mogą być przedmiotem transakcji na rynku). Dyrektywa zachęca do korzystania z tego instrumentu, gdyż ze względu na swój status UCITS może on korzystać z paszportu. Z drugiej strony na inne fundusze UCITS mające go w posiadaniu nałożone są ograniczenia, gdyż instrument ten byłby wówczas traktowany jako certyfikat akcyjny.

4.19.2 W świetle przemyśleń m. in. na temat inwestycji alternatywnych, a także tego, jak istotne jest nieograniczenie uwagi do finansowania produktów, lecz rozszerzenie jej na finansowanie usług, Komitet uważa, że wskazane byłoby przejście do uregulowań opartych na zasadach. Jednocześnie jest przekonany, że rewizja ram regulacyjnych powinna być dokonywana stopniowo i szybko, chociaż z uwzględnieniem czasu potrzebnego na konsultacje.

5. Przyszłe wyzwania

5.1 Jak już pokazano, **europejski system UCITS nadal zdaje się być rozproszony.** Tworzą go — w porównaniu do Stanów Zjednoczonych — względnie małe przedsiębiorstwa, a transgraniczna współpraca i przepływy w jego ramach wydają się być nadal powolne. Elementy te nie umożliwią osiągnięcia większych ekonomii skali, a zatem obniżenia kosztów.

5.2 Ponadto nadmierna obawa, również wyrażona w zielonej księdze⁽³⁾, dotycząca definicji aktywów, które mogą być nabywane przez UCITS, zobowiązująca fundusze do inwestowania zwłaszcza w płynne papiery wartościowe, przeszkodziła uczestnictwu na rynkach nieregulowanych.

5.3 **Celowe byłoby zatem rozważenie możliwości przystąpienia do transakcji kapitału prywatnego.** Byłoby to zgodne z celem otwarcia kapitału MŚP dla transakcji kapitału ryzyka, a zatem kapitału prywatnego (private equity).

5.4 Europejski system gospodarczy silnie cechują **małe i średnie przedsiębiorstwa, które zdają się być często niedokapitalizowane**, ponieważ przeważnie zwracają się one o finansowanie do banków.

5.5 Wspomnianemu niedokapitalizowaniu **towarzyszy często nadmierne zadłużenie — szczególnie pod względem długu krótkoterminowego** — przy wysokiej kwocie długów i kredytów handlowych, ze względu na zbyt dużą wzajemną zależność przedsiębiorstw z tej samej branży przemysłowej. Jest to także spowodowane rodzajem własności typowym dla kapitalizmu rodzinnego, w przypadku którego aktywa przedsiębiorcy i kapitał firmy często się mieszają.

5.6 Takie problemy przedsiębiorstw oraz potrzeba osiągnięcia bardziej ogólnych celów „produktywnego systemu” na skalę europejską sprawia, że strategiczną kwestią staje się znalezienie rozwiązań celem zaradzenia problemom finansowym napotykanym przez MŚP. Jest to trójaspektowy cel, który można streścić następująco:

- sprzyjanie kulturze przedsiębiorczości, która może otworzyć kapitał MŚP dla kapitału ryzyka od stron trzecich i organizacji finansowych,
- sprzyjanie innowacji, będącej instrumentem konkurencyjności na globalnych rynkach,
- zapewniania wsparcia ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstwa (i dziedziczenia), rozumianego jako proces, który nie powinien powodować żadnej „przerwy w ciągłości”, mogącej wystawić na ryzyko działanie przedsiębiorstwa.

5.7 Na podstawie tych uwag, Komitet ma nadzieję, że europejski prawodawca obejmie swoją uwagę ważny sektor kapitału prywatnego, podczas gdy kapitał ryzyka jest nadal zbyt mało rozwiniętym sektorem w Europie.

5.8 Komitet uważa ponadto, że bieżące przemyslenia na temat ram prawnych funduszy inwestycyjnych powinny również stanowić okazję do **zwrócenia pilnej uwagi na rozwój odpowiedzialnych społecznie finansów, tzn. takich, które nie poświęcają kwestii rozwoju społecznego i ochrony środowiska dla zysku.** W 2003 r. do „funduszy etycznych” zaliczało się ok. 0,37 % wszystkich aktywów

zarządzanych przez europejskie UCITS⁽⁴⁾. Porównanie z rynkiem amerykańskim, gdzie w tym samym czasie 11,3 % wszystkich aktywów zarządzanych przez UCITS należało do funduszy etycznych, pokazuje, że w Europie potencjał wzrostu odpowiedzialnych społecznie finansów jest jeszcze bardzo duży.

5.9 By wesprzeć szybszy rozwój finansowania odpowiedzialnego społecznie, państwa członkowskie mogłyby przewidzieć mechanizmy zachęt podatkowych oparte na częściowym zniesieniu podatku od zysków osiągniętych z tych inwestycji — zgodnie z linią postępowania przewidzianą już przez niektóre Państwa Członkowskie — która pozwala odliczyć od dochodów dobrowolne datki na organizacje użyteczności społecznej. Ponadto w wypadku zysków z funduszy, które są reinwestowane w organizacje użyteczności publicznej, powinny być dostępne ulgi podatkowe.

5.10 Biorąc pod uwagę innowacyjną naturę tej propozycji, Komitet wyraża nadzieję, że zostanie ona szczegółowo przeanalizowana i że zostanie przeprowadzone studium wykonalności w świetle obecnie występujących najlepszych praktyk.

5.11 Wyzwania w średniej i długiej perspektywie polegają zasadniczo na:

- rozważeniu nowych produktów, które nieuchronnie tworzą innowacje finansowe, w szczególności inwestycje alternatywne, coraz bardziej nieodzowne dla finansowania innowacji dla MŚP,
- przewyżczeniu, także poprzez fuzje, problemów związanych ze zbyt małymi rozmiarami funduszy europejskich, które charakteryzują niekonkurencyjne koszty operacyjne; jednoczesnym wspieraniu powstawania rynku informacji i analiz,
- stworzeniu kompletnego rynku, na którym „finansowanie produktów” i „finansowania usług” są regulowane.

5.12 Odpowiednia informacja dotycząca ryzyka i odnośnych produktów, a także wiarygodność zarządzającego co do kwot i zasad przeprowadzania transakcji, są czynnikami, które — poza koniecznymi zasadami — mogą dać rynkowi pewność, uczciwość i zasady postępowania. Są to kluczowe czynniki efektywności rynkowej i skuteczności alokacji zasobów.

5.13 W konsekwencji, ujednolicenie zasad podatkowych, zachęcanie do fuzji, umożliwianie wspólnego zarządzania funduszami, sprzyjanie konkurencji w zarządzaniu i dystrybucji produktów i usług, wyeliminowanie potrzeby przynależności do tego samego Państwa Członkowskiego spółki zarządzającej i depozytariusza, unikanie zbyt wysokich kosztów transakcyjnych związanych z rozproszoną procedurą subskrypcji i zwrotu zwiększą poziom wydajności i skuteczności na rynku.

Bruksela, 15 marca 2006 r.

Przewodnicząca
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Anne-Marie SIGMUND

⁽³⁾ COM(2005) 314 końcowy, pkt 4, s. 5.

⁽⁴⁾ Sustainable Investment Research International (SiRi) Group.