



Jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych

- porównanie zagadnień prawnych i organizacyjnych

Poradnik klienta usług finansowych



**PORADNIK KLIENTA
USŁUG FINANSOWYCH**

*Agnieszka Siwek
Łukasz Wojakowski*

JEDNOSTKI UCZESTNICTWA I CERTYFIKATY INWESTYCYJNE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH – porównanie zagadnień prawnych i organizacyjnych

Warszawa 2016



Komisja
Nadzoru
Finansowego

Publikacja została wydana nakładem Komisji Nadzoru Finansowego

© Komisja Nadzoru Finansowego
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-030 Warszawa
www.knf.gov.pl

Warszawa 2016
Wydanie I

ISBN 978-83-63380-59-5

Nakład: 3000 szt.

Stan prawny: 4 czerwca 2016 r.

Przygotowanie do druku i druk:
Omikron Sp. z o.o.

Niniejsza publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu CEDUR. Informacje w niej zawarte mają wyłącznie charakter ogólny i nie stanowią porady prawnej oraz inwestycyjnej.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie decyzje, podjęte przez czytelnika na rynku finansowym, na podstawie zawartych w niniejszej publikacji informacji.

SPIS TREŚCI

Wstęp	5
I. Specyfika inwestowania w fundusze inwestycyjne	7
1.1. Istota funduszu inwestycyjnego	7
1.2. Zalety inwestowania w fundusze inwestycyjne	9
1.3. Czynniki ryzyka	11
1.4. Koszty ponoszone przez uczestników funduszy inwestycyjnych	12
II. Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych	17
2.1. Rodzaje funduszy inwestycyjnych	17
2.2. Szczególne konstrukcje funduszy inwestycyjnych	18
2.3. Szczególne typy funduszy inwestycyjnych	19
2.4. Zróżnicowanie funduszy inwestycyjnych ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną	21
III. Charakterystyka jednostek uczestnictwa oraz certyfikatów inwestycyjnych	23
3.1. Sposób nabycia	23
3.2. Uprawnienia majątkowe	26
3.3. Pozostałe uprawnienia	31
IV. Podsumowanie	36
Słownik pojęć	39

WSTĘP

Fundusze inwestycyjne stały się trwałym i istotnym elementem polskiego rynku kapitałowego, o czym świadczy chociażby systematyczny wzrost ich aktywów. Tempo wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych może w przyszłości znaleźć dodatkowe wsparcie we wzroście konkurencji, stale poszerzającej się ofercie funduszy inwestycyjnych oraz wzrastającej świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Szczególnie świadomość konieczności gromadzenia środków pieniężnych w celu zabezpieczenia swej sytuacji finansowej w okresie emerytalnym, powinna być motywacją do podjęcia wysiłku oszczędzania. Tymczasem wybór pomiędzy dostępnymi na rynku funduszy inwestycyjnych produktami nie jest oczywisty i może być źródłem rozmaitych wątpliwości.

CEL PUBLIKACJI

Dostrzegając pojawiające się wątpliwości odnośnie możliwości, jakie oferuje inwestowanie za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych oraz uwzględniając fakt, iż fundusze inwestycyjne stają się coraz popularniejszą formą dobrowolnego oszczędzania, postaramy się przybliżyć informacje dotyczące konstrukcji i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, w tym w szczególności zalet oraz ryzyk związanych z prezentowaną formą inwestowania. Analizy inwestycji w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne dokonamy poprzez zaakcentowanie cech wspólnych oraz różnic pomiędzy rodzajami funduszy inwestycyjnych na gruncie obowiązujących przepisów prawa, a także w kontekście praktyki funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, wskazując ich konsekwencje w kontekście praw i obowiązków uczestników funduszy inwestycyjnych.

ADRESACI PUBLIKACJI

Niniejsza Publikacja skierowana jest do osób, które poszukują, wśród szerokiej gamy funduszy inwestycyjnych, optymalnych form inwestowania dostosowanych do ich możliwości finansowych oraz preferencji inwestycyjnych.

Publikacja opiera się na założeniu, że jej adresaci posiadają podstawową wiedzę o funkcjonowaniu rynku kapitałowego, w tym o elementarnych instytucjach tego rynku, czyli występujących na tym rynku podmiotach, instrumentach finansowych oraz transakcjach.

Z uwagi na ogólny charakter Publikacji oraz szeroki zakres regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych, nie jest możliwe szczegółowe zaprezentowanie wszystkich aspektów związanych z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych. Osoby zainteresowane pogłębieniem wiedzy w tym zakresie powinny zapoznać się z obowiązującymi przepisami prawa, w szczególności z ustawą z dnia 27 maja 2004 r. o *funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi*

funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2014 r., poz. 157 z późn. zm.)¹, będącą podstawowym aktem prawnym regulującym zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Nie można zapomnieć, iż podstawowym źródłem informacji dla inwestora zainteresowanego nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, powinny być przede wszystkim statut oraz dokumenty ofertowe funduszu. Analiza zawartych w tych dokumentach informacji jest niewątpliwie koniecznym elementem procesu świadomego inwestowania.

¹ Publikacja uwzględnia stan prawny ustalony przez ustawę z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 615), która weszła w życie z dniem 4 czerwca 2016 r.

I. SPECYFIKA INWESTOWANIA W FUNDUSZE INWESTYCYJNE

1.1. ISTOTA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO

Oznaczenia „fundusz inwestycyjny” ma prawo i obowiązek używać jedynie fundusz inwestycyjny utworzony zgodnie z ustawą o *funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi* (zwaną dalej „Ustawą”), definiującą fundusz inwestycyjny jako osobę prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w Ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych (zwanymi dalej łącznie „tytułami uczestnictwa”), w określone w Ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

Innymi słowy, fundusz inwestycyjny jest wyodrębnioną masą majątkową zarządzaną przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (zwane dalej „TFI”), które lokuje dokonane przez uczestników wpłaty w określone w statucie funduszu prawa majątkowe, zgodnie z założonym celem inwestycyjnym oraz we wspólnym interesie uczestników funduszu. Ta masa majątkowa jest wyposażona w osobowość prawną, co pozwala wyraźnie oddzielić ją od majątku TFI, umożliwiając jej ponadto uczestnictwo w obrocie prawnym, w tym dokonywanie czynności prawnych we własnym imieniu i bezpośrednio na własny rachunek.

Jedynym podmiotem uprawnionym do tworzenia funduszy inwestycyjnych jest TFI działające w formie spółki akcyjnej. Utworzenie funduszu inwestycyjnego wymaga:

- 1) nadania funduszowi statutu przez TFI,
- 2) zawarcia przez TFI z depozytariuszem umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu inwestycyjnego,
- 3) uzyskania zezwolenia wydanego przez Komisję Nadzoru Finansowego (zwaną dalej „KNF”) – z wyjątkiem niepublicznego FIŻ,
- 4) zebrania wpłat do funduszu w wysokości określonej w jego statucie,
- 5) wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych.

TFI, jako organ funduszu, zarządza nim i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi. W praktyce TFI podejmuje wszystkie decyzje mające zapewnić prawidłowe funkcjonowanie funduszu, w tym decyzje dotyczące inwestycji. TFI odpowiada wobec uczestników funduszu za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji, chyba że niewykonanie lub nienależyte wykonanie wynika z okoliczności niezależnych od TFI. Ustawa dopuszcza powierzenie wykonywania czynności należących do obowiązków TFI podmiotowi trzeciemu, np. powierzenie firmie inwestycyjnej (domowi maklerskiemu) zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu. Połączenie się podmiotem trzecim nie zwalnia TFI od odpowiedzialności, w związku z czym TFI

powinno zapewnić sobie możliwość skutecznego nadzorowania powierzonych czynności, w tym posiadać wiedzę i zasoby umożliwiające skuteczne ich nadzorowanie.

Nieco inaczej wygląda sytuacja, gdy funduszem inwestycyjnym zarządza i prowadzi jego sprawy uprawniony podmiot zagraniczny, wykonujący działalność na podstawie zezwolenia udzielonego przez organ nadzoru z państwa siedziby tego podmiotu. Możliwość taka została przewidziana przepisami prawa Unii Europejskiej (dalej zwanej „UE”), wprowadzającymi tzw. paszport dla spółek zarządzających oraz paszport dla zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi². W razie zawarcia odpowiedniej umowy pomiędzy TFI a ww. podmiotem zagranicznym, ciężar zarządzania funduszem i prowadzenia jego spraw, jak również odpowiedzialność za te działania, będą spoczywały na podmiocie zagranicznym. Ponieważ i w tym przypadku fundusz inwestycyjny musi mieć organ, który będzie go reprezentował, a organem tym może być jedynie podmiot z siedzibą na terytorium Polski, rolę tę będzie nadal pełnił TFI. Zakres obowiązków TFI, a zarazem odpowiedzialności będzie istotnie ograniczony, obejmując jednakże obszary mające kluczowe znaczenie z punktu widzenia ochrony interesów uczestników, takie jak reprezentowanie funduszu, zmiana statutu funduszu, zmiana celu inwestycyjnego oraz istotne zmiany zasad polityki inwestycyjnej funduszu czy wreszcie wybór i zmiana depozytariusza³. Należy mieć na uwadze, iż stosownie do podziału obowiązków pomiędzy TFI a podmiotem zagranicznym, również nadzór sprawowany przez właściwe organy państwowe będzie podzielony. Nadzór nad działalnością samego funduszu inwestycyjnego (np. przestrzeganiem ograniczeń inwestycyjnych), TFI – w zakresie pozostawionych mu obowiązków, oraz zagranicznego zarządzającego – w zakresie działania w najlepiej pojętym interesie uczestników funduszu inwestycyjnego, działania w sposób rzetelny i profesjonalny oraz w zakresie zarządzania konfliktami interesów będzie leżał w gestii KNF. Natomiast nadzór nad pozostałymi obszarami działalności zagranicznego zarządzającego, w tym tak istotnymi jak zagadnienia organizacyjne i kapitałowe, będzie należał do zagranicznego organu nadzoru, który udzielił danemu zarządzającemu zezwolenia na wykonywanie działalności.

Od dnia otwarcia likwidacji funduszu wyłączne prawa do jego reprezentowania i zarządzania nim przysługują likwidatorowi. Zasadniczo powinien nim być depozytariusz funduszu, ale Ustawa przewiduje również sytuacje gdy będzie nim TFI, zarządzające ostatnio tym funduszem lub nawet inny podmiot, wyznaczony przez KNF. Zakres uprawnień likwidatora wyznacza Ustawa, definiując proces likwidacji, który polega na zbyciu aktywów funduszu, ściągnięciu jego należności, zaspokojeniu wierzycieli funduszu i umorzeniu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych przez wypłatę uzyskanych środków pieniężnych uczestnikom funduszu, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

² „Paszport” oznacza zasadę, zgodnie z którą podmiot zarządzający funduszami (instytucjami zbiorowego inwestowania), na podstawie zezwolenia otrzymanego od organu nadzoru z macierzystego państwa członkowskiego UE (tj. z państwa swojej siedziby), może wykonywać działalność na terytorium całej UE. W zakresie zarządzania funduszami typu UCITS (w tym polskimi FIO) paszport został przewidziany dla spółek zarządzających Dyrektywą UCITS. W zakresie zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (w tym polskimi SFIO oraz FIZ), dla podmiotów zarządzających tymi funduszami, paszport taki został przewidziany w Dyrektywie ZAFI.

³ Szczegółowy zakres praw i obowiązków zastrzeżonych dla TFI określają art. 272c i 276e Ustawy.

W przypadkach i na warunkach określonych w Ustawie w funduszu inwestycyjnym, jako jego organy, działają również: rada inwestorów, zgromadzenie inwestorów lub zgromadzenie uczestników, będące w pewnym zakresie przejawem woli uczestników funduszu.

Najistotniejsze z punktu widzenia inwestora warunki na jakich TFI będzie zarządzało powierzonymi przez uczestników środkami, zawarte są w statucie funduszu, w którym należy szukać informacji m.in. o: czasie trwania funduszu, celu inwestycyjnym, do którego dąży fundusz, planowanym sposobie osiągnięcia tego celu, czyli polityce inwestycyjnej, zasadach przyjmowania wpłat od uczestników, częstotliwości wyceny aktywów funduszu, okolicznościach likwidacji funduszu, czy też o sposobie informowania uczestników o najważniejszych dla nich kwestiach.

Dla zwiększenia bezpieczeństwa tej formy wspólnego inwestowania, jaką jest fundusz inwestycyjny, ustawodawca wprowadził szereg zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego oraz katalog lokat, w które mogą być inwestowane zgromadzone w funduszu aktywa. Również cel inwestycyjny, do realizacji którego dąży zarządzający funduszem inwestycyjnym, nie jest pozostawiony jego dowolnemu wyborowi. W Ustawie sprecyzowano mianowicie, iż celem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego otwartego, jak również specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, który nie skorzystał z możliwości prowadzenia takiej polityki inwestycyjnej, jaka dopuszczona została dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych, może być wyłącznie:

- 1) ochrona realnej wartości aktywów funduszu inwestycyjnego lub
- 2) osiąganie przychodów z lokat netto funduszu inwestycyjnego lub
- 3) wzrost wartości aktywów funduszu inwestycyjnego w wyniku wzrostu wartości lokat.

Wpłaty do funduszu są przeliczane – w zależności od rodzaju funduszu – na jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, które, mówiąc w pewnym uproszczeniu, wyrażają proporcjonalny udział uczestnika w majątku funduszu. Wartość dokonanej inwestycji i osiągniętego zysku inwestor może na bieżąco i samodzielnie oszacować na podstawie publikowanej przez fundusz informacji o wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa bądź certyfikat inwestycyjny, ustalonej w określonym statucie dniu wyceny aktywów funduszu.

1.2. ZALETY INWESTOWANIA W FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Za lokowaniem środków finansowych w funduszach inwestycyjnych, zarówno otwartych, jak i zamkniętych, przemawia szereg argumentów wśród których warto zwrócić uwagę na:

Bezpieczeństwo organizacyjne

Fundusz inwestycyjny powinien prowadzić działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników przestrzegając, określonych przepisami prawa, zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego oraz podlega nadzorowi organu państwowego (KNF), w związku z czym można przyjąć, iż jest instytucją zaufania publicznego. Budowaniu zaufania uczestnika do funduszu inwestycyjnego

służy także instytucja depozytariusza, tj. niezależnej od TFI instytucji finansowej⁴, przechowującej środki finansowe gromadzone przez fundusz, prowadzącej rejestr aktywów funduszu oraz nadzorującej zgodność działania funduszu inwestycyjnego z przepisami prawa regulującymi działalność funduszy inwestycyjnych i ze statutem, z uwzględnieniem interesu uczestników⁵. Istotną gwarancją bezpieczeństwa jest prawne wyodrębnienie majątku funduszu, dzięki czemu jego aktywa nie mogą stać się składnikiem masy upadłościowej ani depozytariusza, który przechowuje te aktywa, ani też TFI zarządzającego funduszem.

Prowadzenie działalności w oparciu o zaufanie uczestników wiąże się także z wymogami przedstawiania jasnej i rzetelnej informacji w dokumentach ofertowych oraz materiałach reklamowych funduszu, jak również z obowiązkiem sporządzania i publikowania szczegółowych sprawozdań finansowych, podlegających badaniu bądź przeglądowi przez biegłego rewidenta.

Dywersyfikacja lokat

Fundusz inwestycyjny, jako inwestor instytucjonalny korzystający z efektu skali, może w porównaniu z indywidualnym inwestorem łatwiej i korzystniej z punktu widzenia ponoszonych kosztów inwestować środki w wiele różnych instrumentów finansowych. Może także uczestniczyć w operacjach dostępnych tylko dla dużych inwestorów, a zatem brać udział w operacjach rynku pieniężnego (np. przetargach na bony i obligacje skarbowe) lub na rynku pierwotnym nabywać duże pakiety akcji na specjalnych warunkach (w ramach transzy dla inwestorów instytucjonalnych). Dzięki wielkości zgromadzonych aktywów fundusz ma większe możliwości zdywersyfikowania lokat niż inwestor indywidualny, a w konsekwencji specyficzne ryzyko związane z danym instrumentem bądź konkretnym rynkiem finansowym ma mniejszy wpływ na całkowite ryzyko, jakim obciążone są inwestycje funduszu. Straty ponoszone na poszczególnych lokatach są równoważone zyskami, jakie przynoszą inne lokaty.

Płynność zainwestowanych środków

Część zgromadzonych środków fundusze inwestycyjne lokują w instrumenty finansowe charakteryzujące się wysoką płynnością, umożliwiające w razie potrzeby szybką zamianę na płynną gotówkę. Dzięki temu jednostki uczestnictwa można umorzyć praktycznie w każdej chwili, po aktualnej „cenie” (wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa), bez utraty wypracowanych zysków. Ten pozytywny aspekt inwestycji w pełni dotyczy wyłącznie funduszy inwestycyjnych otwartych, które muszą odkupywać jednostki uczestnictwa na bieżąco, w zależności od żądań

⁴ Zgodnie z art. 72 ust. 1 Ustawy funkcję depozytariusza FIO może pełnić: bank z siedzibą na terytorium Polski, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln zł; położony na terytorium Polski oddział instytucji kredytowej (tj. banku z siedzibą w państwie UE), jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 mln zł; Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. W przypadku FIZ funkcję depozytariusza może pełnić również firma inwestycyjna (dom maklerski) uprawniona do wykonywania czynności polegających na przechowywaniu lub rejestrowaniu instrumentów finansowych, w tym prowadzeniu rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych, oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych, jeżeli jej kapitał założycielski wynosi co najmniej równowartość w złotych 730 tys. euro.

⁵ Szczegółowy zakres obowiązków nadzorczych depozytariusza określony został w art. 72 Ustawy, a w przypadku depozytariusza SFIO lub FIZ również w rozdziale IV (art. 83–102) rozporządzenia delegowanego Komisji Europejskiej (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. *uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dziwni finansowej, przejrzystości i nadzoru.*

inwestorów. Fundusze inwestycyjne zamknięte charakteryzują się natomiast ograniczoną płynnością, dokonując wykupu certyfikatów inwestycyjnych ze stosunkowo niewielką częstotliwością określoną w statucie funduszu i w granicach środków, które nie zostały przeznaczone przez fundusz na kolejne inwestycje.

Profesjonalne zarządzanie

Zarządzający funduszem inwestycyjnym jest zobowiązany do dochowania jak najwyższych standardów staranności przy lokowaniu powierzonych mu środków. Fundusze są zatem ofertą dla osób, które chcą partycypować w zyskach z inwestycji na rynku kapitałowym, ale nie mają czasu ani doświadczenia potrzebnego na gruntowną analizę konkretnych spółek oraz ocenę poszczególnych papierów wartościowych lub innych aktywów i chcą inwestowanie swoich pieniędzy powierzyć specjalistom, zawodowo zajmującym się rynkami finansowymi.

Możliwość wyboru strategii inwestycyjnej

Dzięki różnorodności funduszy inwestycyjnych potencjalny inwestor ma możliwość decyzji, jaki poziom ryzyka jest w stanie zaakceptować i wybrać odpowiedni dla siebie fundusz. W przypadku inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, inwestor może w stosunkowo łatwy i szybki sposób reagować na rozwój sytuacji na rynkach finansowych, „przenosząc” środki pomiędzy odrębnymi funduszami lub – co jest procesem prostszym i neutralnym pod względem podatkowym – przenosząc środki pomiędzy subfunduszami tego samego funduszu w ramach tzw. zamiany jednostek uczestnictwa. Możliwość wcześniejszego wyjścia z inwestycji w certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest ograniczona, jednakże w tej formie funkcjonuje wiele tzw. funduszy oportunistycznych (aktywnej alokacji aktywów), które dostosowują skład portfela inwestycyjnego do bieżącej sytuacji rynkowej. Ponadto, liczne fundusze inwestycyjne zamknięte skupiają się na inwestycjach w lokaty, które z samego założenia są mniej wrażliwe na cykle koniunkturalne (gospodarcze), a zyski mają przynosić w długoterminowej perspektywie.

1.3. CZYNNIKI RYZYKA

Z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne nieodłącznie wiąże się ryzyko inwestycyjne, rozumiane jako niepewność odnośnie ostatecznego wyniku inwestycji. Z tego też względu fundusz inwestycyjny, zarówno otwarty jak i zamknięty, nigdy nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego wskazanego w statucie funduszu. Źródłem ryzyka mogą być rozmaite czynniki makro- i mikroekonomiczne, wpływające w sposób bezpośredni lub pośredni na rynkową wycenę aktywów funduszu.

Ryzyko inwestycyjne funduszy można generalnie podzielić na ryzyko systematyczne (systemowe) oraz ryzyko niesystematyczne (specyficzne). Ryzyko systematycznego nie można wyeliminować poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Jest związane z aktualnymi warunkami na rynku (politycznymi, prawnymi, społecznymi, gospodarczymi), które mają wpływ na sytuację przedsiębiorców oraz na ceny instrumentów finansowych. Ryzyko specyficzne jest ograniczane między innymi przez Ustawę, która nakłada na fundusze limity dotyczące inwestowania w instrumenty finansowe jednego podmiotu.

Zastrzegając, że poniżej wymienione ryzyka inwestycyjne nie oddają wszystkich możliwych ryzyk, na które narażony jest fundusz inwestycyjny, można zauważyć, iż dla wyceny aktywów funduszy zasadnicze znaczenie mają następujące ryzyka:

Ryzyko rynkowe

Fundusze inwestycyjne działają w określonym otoczeniu gospodarczym i wszelkie jego zmiany (np. zmiany trendów giełdowych, zmiany poziomu stóp procentowych) mające wpływ na rynkową wycenę poszczególnych klas aktywów, tworzących portfel inwestycyjny funduszu, mogą w negatywny lub w pozytywny sposób wpłynąć na bieżącą wycenę aktywów funduszu, a tym samym na wartość aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny oraz na skalę zmienności tych wartości.

Ryzyko walutowe

Zmiana kursów walutowych może przyczynić się do wzrostu lub zmniejszenia wartości lokat funduszy inwestujących na rynkach zagranicznych, ponieważ fundusze te lokują środki w instrumenty denominowane w walucie danego kraju, podczas gdy wartość aktywów oraz wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny tych funduszy jest ustalana w złotych polskich. Wysokość zysku bądź straty z inwestycji w jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne funduszy lokujących aktywa na rynkach zagranicznych będzie więc uzależniona od aprecjacji bądź deprecjacji względem złotego waluty, w której dokonywane są lokaty funduszu.

Ryzyko jakości zarządzania

Przy ocenie jakości zarządzania zawsze musimy brać pod uwagę dwa czynniki: rezultat długookresowy – im więcej lat obejmujący tym lepiej, oraz wyniki osiągane w okresach krótszych. Wynik skumulowany (długookresowy) ma istotne znaczenie, ale równie duże znaczenie ma czynnik stabilności wyników krótkoterminowych, który pokazuje zdolność zarządzającego do konsekwentnego i skutecznego dążenia do osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego. Ocena powinna być dokonywana na tle grupy funduszy o podobnych celach i polityce inwestycyjnej, co wymaga ostrożności z uwagi na zdarzające się, czasami bardzo istotne, zmiany celów i polityki inwestycyjnej poszczególnych funduszy.

1.4. KOSZTY PONOSZONE PRZEZ UCZESTNIKÓW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Planując inwestycje w jednostki uczestnictwa bądź certyfikaty inwestycyjne funduszu lub też analizując osiągnięte wyniki, inwestor musi uwzględniać koszty ponoszone w związku z rozpoczęciem inwestycji, jej trwaniem oraz zakończeniem. Koszty te, zmniejszające wypracowaną stopę zwrotu, wynikają z różnego rodzaju opłat ponoszonych przez uczestników w sposób bezpośredni lub pośredni.

Koszty obciążające aktywa funduszu inwestycyjnego

Wszelkie koszty związane z funkcjonowaniem funduszu inwestycyjnego są kosztami ponoszonymi przez uczestników funduszu w sposób pośredni, gdyż pomniejszając aktywa funduszu wpływają na wycenę jednostki uczestnictwa bądź certyfikatu inwestycyjnego. Jako przykłady wspomniana-

nych obciążeń można wymienić wynagrodzenia depozytariusza, koszt audytora badającego sprawozdanie finansowe funduszu, koszty transakcyjne, opłaty sądowe i notarialne itp.

Najważniejszy wpływ na wynik funduszu, obok efektywności samego zarządzania, ma **wynagrodzenie TFI za zarządzanie funduszem**. Sposób jego naliczania oraz fakt, iż jest uwzględnione w wycenie jednostki uczestnictwa bądź certyfikatu inwestycyjnego często sprawia, że inwestorzy nie wiążą jego wysokości z osiąganymi przez fundusz stopami zwrotu. TFI nalicza wynagrodzenie za zarządzanie na bieżąco i dopiero w dłuższej perspektywie widać, jak duży wpływ wywiera na wynik funduszu. Generalnie najwyższe wynagrodzenia za zarządzanie pobierają fundusze inwestycyjne, które wymagają większego zaangażowania zarządzających, np. aktywnie zarządzane fundusze akcyjne.

W niniejszej kategorii mogą być również klasyfikowane koszty wynikające z działań samych inwestorów. Zwykle ma to miejsce w przypadku funduszy niepublicznych, w których daleko idące uprawnienia kontrolne lub decyzyjne zostały przyznane zgromadzeniu inwestorów lub radzie inwestorów. Również sama Ustawa przewiduje tego rodzaju koszty stanowiąc, że w przypadku pewnych funduszy, które mają długoterminowy horyzont inwestycyjny, a ich uruchomienie wiąże się z poniesieniem istotnych nakładów, przedterminowe rozwiązanie funduszu na podstawie uchwały zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów, może upoważniać TFI lub zarządzającego z UE do pobrania – na zasadach określonych w statucie funduszu – opłaty dodatkowej w celu pokrycia kosztów organizacji funduszu i utraconych zysków⁶.

Koszty obciążające bezpośrednio uczestnika funduszu

Kategorią kosztów bezpośrednio obciążających uczestnika w związku z inwestycją w fundusze inwestycyjne są przede wszystkim początkowe opłaty manipulacyjne, pobierane albo przy każdej wpłacie (opłata dystrybucyjna), albo tylko przy pierwszej wpłacie, czyli w związku z otwarciem dla uczestnika rejestru jednostek uczestnictwa. Ze względu na ich wymierny charakter są one bardziej czytelne dla inwestorów, jednak w porównaniu z wynagrodzeniem TFI za zarządzanie mają mniejszy wpływ na wynik inwestycji w długim terminie. Wysokość opłaty dystrybucyjnej waha się od 0% do 5%, w zależności od kanału dystrybucji oraz wysokości dokonywanych wpłat. W zdecydowanej większości funduszy procentową wartość tej opłaty ustala się na kilku poziomach, według zasady, że im większa kwota wpłat do funduszu, tym niższa stawka opłaty. Opłat manipulacyjnych często można uniknąć inwestując poprzez Internet z pominięciem pośrednictwa dystrybutora.

Inwestycja w fundusze może się również łączyć z opłatami manipulacyjnymi z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, wykupu certyfikatów inwestycyjnych, konwersji jednostek uczestnictwa pomiędzy funduszami tego samego TFI czy zamiany jednostek uczestnictwa pomiędzy subfunduszami wydzielonymi w jednym funduszu.

⁶ Dotyczy to funduszu inwestycyjnego zamkniętego, utworzonego jako fundusz aktywów niepublicznych (art. 196–199 Ustawy, patrz również rozdział 2.3 Publikacji). Pobranie opłaty dodatkowej możliwe jest jedynie, jeżeli fundusz działa jako niepubliczny FIŻ albo jako publiczny FIŻ emitujący certyfikaty inwestycyjne o jednostkowej cenie emisyjnej nie mniejszej niż równowartość w złotych kwoty 40 tys. euro.

Inwestorzy powinni wnikliwie studiować tabele opłat, jako że warunki oferowane przez TFI nie są jednorodne, np. poziomy opłaty manipulacyjnej mogą być uzależnione od sumy wpłat uczestnika do konkretnego funduszu albo do wszystkich funduszy zarządzanych przez TFI, zaś suma wpłat może być ustalana według ceny nabycia jednostek bądź według aktualnej wartości jednostek uczestnictwa. Polityka TFI zwykle przewiduje promowanie funduszu za pomocą niższych opłat za zamianę i konwersję, ponieważ w przeciwieństwie do „zwykłych” umorzeń jednostek uczestnictwa, środki uczestników pozostają nadal w zarządzaniu przez TFI. Niemniej również w tych przypadkach konieczna jest staranna analiza tabeli opłat, jako że takie przeniesienie oszczędności nie musi być neutralne kosztowo, zwłaszcza w przypadku zamiany pomiędzy subfunduszami różniącymi się stawkami opłat manipulacyjnych (z uwagi na tzw. opłaty wyrównawcze).

Ustawa umożliwia przez pewien okres umorzenie tytułów uczestnictwa bez opłat, w razie:

- ➔ przejęcia zarządzania funduszem przez inne TFI (z wyjątkiem przejęcia z powodu utraty zezwolenia na wykonywanie działalności przez dotychczasowe TFI),
- ➔ przejęcia zarządzania funduszem i prowadzenia jego spraw przez uprawniony podmiot z siedzibą w państwie UE innym niż Polska,
- ➔ rozpoczęcia lub zaprzestania przez fundusz inwestycyjny otwarty działalności jako fundusz powiązany lub zmiany przez fundusz inwestycyjny otwartego funduszu podstawowego,
- ➔ połączenia krajowego lub transgranicznego funduszu⁷.

O możliwości bezkosztowego umorzenia uczestnik powinien zostać poinformowany na papierze lub innym trwałym nośniku oraz z odpowiednim wyprzedzeniem przed planowaną datą ww. zdarzenia.

Aspekt podatkowy⁸

Od dochodów uzyskanych przez osoby fizyczne z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych⁹, jak również z tytułu odpłatnego zbycia certyfikatów inwestycyjnych, pobierany jest 19-procentowy podatek dochodowy. Dochodów z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych nie pomniejsza się o straty z tytułu udziału w takich funduszach oraz o inne straty z kapitałów pieniężnych i praw majątkowych poniesione w roku podatkowym oraz w latach poprzednich. W przypadku gdy uzyskanie dochodu jest związane z umorzeniem tytułów uczestnictwa albo ich odpłatnym zbyciem, dochodem będącym podstawą opodatkowania jest różnica pomiędzy wartością przychodu z tytułu umorzenia lub zbycia tych tytułów uczestnictwa a wydatkiem poniesionym na ich nabycie.

⁷ Połączeniem krajowym jest połączenie FIO, SFIO lub ich subfunduszy, jeżeli organami funduszy biorących udział w połączeniu są różne TFI lub jeżeli chociażby jeden z funduszy lub subfunduszy jest uprawniony do zbywania jednostek uczestnictwa w państwie członkowskim UE innym niż Polska. Połączeniem transgranicznym jest połączenie, w którym obok FIO (lub jego subfunduszu), uczestniczy fundusz zagraniczny (typu UCITS) lub połączenie, w wyniku którego powstaje fundusz zagraniczny.

⁸ Przedstawione informacje mają charakter ogólny. Nie uwzględniają indywidualnej sytuacji podatnika, w tym zwłaszcza specyficznych zasad mogących obowiązywać podatników inwestujących w fundusze w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą lub podatników z miejscem zamieszkania poza terytorium Polski. Ponadto, z uwagi na charakter i adresatów Publikacji, nie obejmują zagadnień opodatkowania dochodów uzyskiwanych przez osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, do których zastosowanie znajduje ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych.

⁹ W szczególności dochody z tytułu odkupu jednostek uczestnictwa, wykupu certyfikatów inwestycyjnych, wypłaty dochodów funduszu, wypłaty przychodów funduszu ze zbycia lokat.

Ponieważ uczestnik może wielokrotnie dokonywać wpłat do funduszu na tytuły uczestnictwa, nabywając je po różnej wycenie, nie bez znaczenia jest, które tytuły uczestnictwa są w danym momencie umarzone przez fundusz lub zbywane w obrocie wtórnym i jaki wydatek poniesiony na nabycie przyjmuje się do obliczeń. W zależności od zasad przyjętych przez fundusz, wskazanych w dokumentach ofertowych, do umorzenia w pierwszej kolejności zostaną wybrane następujące tytuły uczestnictwa¹⁰:

- ➔ nabyte najwcześniej (zasada FIFO – *first in, first out*),
- ➔ nabyte jako ostatnie (zasada LIFO – *last in, first out*),
- ➔ nabyte po najwyższej cenie (zasada HIFO – *highest in, first out*),
- ➔ wskazane przez uczestnika¹¹.

Jeżeli nie jest możliwa identyfikacja umarzanych lub zbywanych tytułów uczestnictwa, to zgodnie z przepisami prawa podatkowego należy przyjąć, że kolejno są to tytuły uczestnictwa poczynszy od nabytych przez podatnika najwcześniej (zasada FIFO).

Dochodów uzyskanych z udziału w funduszach inwestycyjnych nie łączy się z dochodami (przychodami) opodatkowanymi na zasadach ogólnych (odpowiednim podatkiem według skali podatkowej), a tym samym nie obejmuje się ich rocznymi zeznaniami podatkowymi sporządzanymi przez podatników. Płatnikiem podatku z tytułu udziału w funduszu, obowiązany do obliczenia, pobrania i wpłaty należnego podatku na rachunek bankowy właściwego organu podatkowego, jest podmiot wypłacający uczestnikowi należności, tj. właściwy fundusz inwestycyjny, zaś w przypadku certyfikatów inwestycyjnych, zapisanych na rachunku papierów wartościowych, podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych dla uczestników funduszu.

Dochodów uzyskanych z odpłatnego zbycia certyfikatów inwestycyjnych również nie łączy się z dochodami (przychodami) opodatkowanymi na zasadach ogólnych. Jednakże podatnik obowiązany jest wykazać je w odrębnym zeznaniu podatkowym oraz samodzielnie obliczyć i uiścić należny podatek.

Jedną z dogodnych form inwestycji w jednostki uczestnictwa, również ze względów podatkowych, są tzw. fundusze parasolowe składające się z wielu subfunduszy realizujących odmienne strategie inwestycyjne. Wybierając ten typ funduszu uczestnik ma możliwość dokonywania zmian wybranej opcji inwestycyjnej, z jednoczesnym odsunięciem w czasie momentu zapłaty podatku od dochodów z tytułu udziału w funduszu, aż do momentu całkowitego wyjścia z inwestycji w dane jednostki uczestnictwa. Mianowicie, w przypadku przewidzianej Ustawą szczególnej instytucji, jaką jest zamiana jednostek uczestnictwa jednego subfunduszu na jednostki uczestnictwa innego subfunduszu, wydzielonego w tym samym funduszu parasolowym, polegającej na jednoczesnym umorzeniu jednostek uczestnictwa subfunduszu „źródłowego” i nabyciu, za środki pieniężne uzyskane z tego umorzenia, jednostek uczestnictwa subfunduszu „docelowego”, środki uzyskane z powyższego umorzenia nie podlegają obowiązkowi podatkowemu z tytułu podatku dochodowego, w związku z czym mogą być w całości przeznaczone na nabycie jednostek uczestnictwa

¹⁰ W przypadku jednostek uczestnictwa wybór co do zasady będzie możliwy w ramach jednego rejestru (subrejestru, konta w rejestrze) otwartego dla danego uczestnika.

¹¹ Stosunkowo rzadkie rozwiązanie, zwłaszcza w przypadku funduszy z większą liczbą uczestników.

subfunduszu docelowego. Obowiązek podatkowy względem przychodu z umarżanych jednostek uczestnictwa subfunduszu powstanie dopiero, gdy umorzenie następuje w związku z żądaniem uczestnika odkupienia przez fundusz części lub całości jednostek uczestnictwa posiadanych przez uczestnika, w celu wypłaty z funduszu parasolowego środków pieniężnych, odpowiadających odkupionym jednostkom, albo gdy umorzenie związane jest z likwidacją subfunduszu, czyli w sytuacjach, gdy z umorzeniem jednostek uczestnictwa subfunduszu nie wiąże się jednocześnie (w ramach zamiany) nabycie jednostek uczestnictwa innego subfunduszu wydzielonego w tym samym funduszu parasolowym.

Tymczasem konwersja jednostek uczestnictwa jednego funduszu na jednostki uczestnictwa innego funduszu zarządzanego przez to samo TFI, która w istocie jest zwykłym umorzeniem jednostek uczestnictwa jednego funduszu i nabyciem jednostek uczestnictwa innego funduszu, powoduje powstanie obowiązku podatkowego w momencie dokonania umorzenia jednostek uczestnictwa pierwszego funduszu.

Gdy realizacja zysku z inwestycji w certyfikaty inwestycyjne następuje nie poprzez ich umorzenie, lecz zbycie na rynku wtórnym, konieczne może być zapłacenie podatku od czynności cywilnoprawnych. W przypadku umowy sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych, podatek ten ustalany jest od wartości rynkowej certyfikatów, przy zastosowaniu stawki podatkowej w wysokości 1%. Obowiązek zapłaty podatku ciąży na kupującym. Z podatku od czynności cywilnoprawnych zwolniona jest sprzedaż certyfikatów inwestycyjnych:

- ➔ firmom inwestycyjnym,
- ➔ dokonywana za pośrednictwem firm inwestycyjnych,
- ➔ dokonywana w ramach obrotu zorganizowanego.

II. KLASYFIKACJA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Fundusze inwestycyjne mają różną konstrukcję formalno-prawną. Rodzajowy podział funduszy na fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte niewątpliwie w sposób zasadniczy determinuje dopuszczalny prawnie sposób ich działalności na polskim rynku kapitałowym. Jednakże całościowa analiza zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych nie może pomijać bardziej szczegółowej systematyki funduszy inwestycyjnych, pozwalającej w pełni dostrzec zróżnicowanie możliwości oferowanych przez fundusze potencjalnym nabywcom jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

2.1. RODZAJE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Na polskim rynku kapitałowym fundusz inwestycyjny może być utworzony jako fundusz inwestycyjny otwarty (**FIO**), specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (**SFIO**) albo fundusz inwestycyjny zamknięty (**FIZ**). Nazwa funduszu inwestycyjnego powinna zawierać oznaczenie rodzaju funduszu.

Fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte

Fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) uznaje się za tzw. fundusze zharmonizowane, ponieważ są zgodne ze wspólnym dla całej UE modelem określonym w Dyrektywie UCITS. Model ten zakłada, iż fundusze typu UCITS dedykowane są inwestorom nieprofesjonalnym (detalicznym), w związku z czym przewidziane dla funduszu zasady polityki inwestycyjnej (ograniczenia inwestycyjne), realizacji obowiązków informacyjnych, zbywania i umarzania tytułów uczestnictwa czy działalności podmiotów zarządzających tymi funduszami powinny mieć na uwadze przede wszystkim ochronę inwestorów, poprzez uświadamianie im ryzyka inwestycyjnych oraz ich minimalizowanie.

Fundusze typu UCITS, funkcjonujące w poszczególnych państwach UE, wykazują wiele podobieństw. Ponieważ określenie formy (konstrukcji) tych funduszy pozostawione zostało uznaniu poszczególnych państw UE, mogą więc istnieć różnice, w tym mające istotne znaczenie w świetle ochrony i realizacji praw uczestników funduszy. Zatem wiedza o zasadach funkcjonowania FIO może nie być wystarczająca do inwestowania, z pełnym rozeznaniem, w zagraniczne fundusze typu UCITS.

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) odbiegają od wzorca ustalonego w Dyrektywie UCITS, w związku z czym klasyfikuje się je jako alternatywne fundusze inwestycyjne. Wspólne dla całej UE zasady zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, a zwłaszcza zasady działalności podmiotów zarządzających takimi funduszami, określone zostały w Dyrektywie ZAFI. Dyrektywa ta nie narzuca jednak szczególnych wymagań co do konstrukcji oraz polityki inwestycyjnej samych funduszy, pozostawiając te zagadnienia decyzji państw UE.

Ustawa przewiduje, iż **SFIO może funkcjonować według jednej spośród dwóch formuł**, tj. jako fundusz, który przy dokonywaniu lokat stosuje zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla:

- ➔ funduszu inwestycyjnego otwartego (z pewnymi odmiennościami) albo
- ➔ funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

Jeżeli statut funduszu nie stanowi inaczej, przyjmuje się, że fundusz działa według formuły opartej na polityce inwestycyjnej FIO. Formuła z polityką inwestycyjną FIZ jest dopuszczalna jedynie wówczas, gdy zgodnie ze statutem funduszu, jego uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, a osoby fizyczne tylko, gdy dokonają jednorazowej wpłaty do funduszu w wysokości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 tys. euro.

FIO oraz SFIO zbywają uczestnikom jednostki uczestnictwa posiadające status instrumentów finansowych. Ramy prawne, rządzące jednostkami uczestnictwa, w tym zasady ich kreowania lub umarzania, jak również zmiany podmiotu uprawnionego z jednostek uczestnictwa, wytycza przede wszystkim Ustawa.

Fundusze inwestycyjne zamknięte

Fundusz inwestycyjny zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne posiadające status papierów wartościowych, a zarazem instrumentów finansowych.

Certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu, jeżeli statut funduszu tak stanowi – w takim przypadku fundusz występuje jako **publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty**. Fundusz taki może zostać utworzony wyłącznie na podstawie zezwolenia KNF, które jest równoznaczne z zatwierdzeniem dokumentu ofertowego funduszu w postaci prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. Publiczny FIZ jest obowiązany do złożenia wniosku o dopuszczenie każdej emisji certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie ich do alternatywnego systemu obrotu.

Statut FIZ może również przewidywać, iż fundusz będzie emitował wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu – w takim przypadku fundusz występuje jako fundusz niebędący publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym (potocznie jako: *fundusz niepubliczny, niepubliczny FIZ*), a na jego utworzenie nie jest wymagane zezwolenie KNF. Fundusz ten może, w drodze zmiany statutu, zostać przekształcony w publiczny FIZ, co wymaga jednak stosownego zezwolenia KNF.

2.2. SZCZEGÓLNE KONSTRUKCJE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa

FIO oraz SFIO mogą zbywać jednostki uczestnictwa różniące się od siebie związanym z nimi sposobem lub wysokością pobieranych opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa

funduszu. W takim przypadku statut funduszu musi wprost określać poszczególne kategorie jednostek uczestnictwa poprzez wskazanie praw i obowiązków, jakie z nich wynikają. Niepubliczny FIZ może różnicować uprawnienia uczestników, emitując certyfikaty inwestycyjne imienne różnych serii, którym statut funduszu przyznaje odrębne uprawnienia.

Fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami

Fundusze inwestycyjne mogą prowadzić działalność jako fundusze składające się z subfunduszy, różniących się np. polityką inwestycyjną. Dzięki temu w ramach tzw. funduszu parasolowego inwestorzy otrzymują szerokie spektrum inwestycyjne, a w przypadku FIO oraz SFIO, również łatwiejszą i korzystniejszą ze względów podatkowych możliwość zmiany wybranego produktu finansowego w drodze tzw. zamiany jednostek uczestnictwa.

Subfundusze nie posiadają osobowości prawnej, jednakże są w pewnym stopniu wyodrębnione pod względem prawnym, co zabezpiecza je np. od ponoszenia odpowiedzialności za zobowiązania innych subfunduszy wydzielonych w danym funduszu. Z dokonanych przez uczestników wpłat do subfunduszu powstają odrębne portfele inwestycyjne poszczególnych subfunduszy, do których osobno stosuje się ograniczenia inwestycyjne, zasady zaciągania kredytów i pożyczek, udzielania pożyczek papierów wartościowych itd. Ustalenie wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa czy certyfikat inwestycyjny następuje odrębnie dla każdego subfunduszu.

Fundusze inwestycyjne podstawowe i powiązane

TFI może utworzyć FIZ albo SFIO jako fundusz podstawowy, którego jedynymi uczestnikami będą inne FIZ albo SFIO utworzone przez to samo TFI jako fundusze powiązane. Fundusze powiązane mogą lokować swoje aktywa wyłącznie w jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego, przy czym w zakresie niezbędnym do zaspokojenia bieżących zobowiązań, część aktywów powinny utrzymywać na rachunkach bankowych. Portfele inwestycyjne funduszy powiązanych nie muszą być zdywersyfikowane, jako że rzeczywistą politykę inwestycyjną będzie prowadził fundusz podstawowy, stosując zasady i ograniczenia inwestycyjne właściwe dla formy (rodzaju), w której został utworzony.

FIO również może być utworzony jako fundusz powiązany, albo nawet stać się nim w trakcie działalności, przy czym musi on lokować co najmniej 85% swoich aktywów w fundusz podstawowy, tj. w jednostki uczestnictwa innego FIO lub tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego (UCITS). Ustawa dopuszcza przy tym, że fundusz podstawowy oraz fundusz powiązany będą zarządzane przez różne TFI lub spółki zarządzające z UE.

2.3. SZCZEGÓLNE TYPY FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Fundusz rynku pieniężnego

Wyłączne prawo używania w nazwie oznaczenia „rynek pieniężny” ma FIO, lokujący swe aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz w depozyty o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok płatne na żądanie lub które można wycofać przed terminem zapadalności w bankach

krajowych, bądź instytucjach kredytowych o wysokim stopniu bezpieczeństwa. Celem nadrzędnym wskazanego typu funduszu jest zapewnienie wysokiej płynności oraz bezpieczeństwa lokat, w które inwestowane są aktywa funduszu.

Fundusz portfelowy¹²

Funduszem portfelowym może być FIZ dokonujący w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które będą oferowane w drodze oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Zakładany portfel inwestycyjny funduszu portfelowego może być portfelem indeksowym, tj. opartym na składzie portfela papierów wartościowych stanowiącego podstawę do ustalenia wartości indeksu rynku regulowanego albo portfelem bazowym, tj. o składzie określonym w statucie funduszu. Polityka inwestycyjna funduszu portfelowego zakłada niezmiennosc składu portfela inwestycyjnego funduszu, od której odstępstwo może nastąpić jedynie wskutek zdarzeń szczegółowo określonych w Ustawie (o charakterze niezależnym od funduszu) oraz statucie funduszu.

Fundusz sekurytyzacyjny

Fundusz sekurytyzacyjny jest szczególnym typem FIZ mogącym występować jako standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny o stosunkowo jednorodnym portfelu inwestycyjnym lub jako niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny. Wpłacone przez uczestników środki przeznaczone są głównie na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Środki pieniężne ze spłaty tych wierzytelności zasilają aktywa funduszu, a skuteczność funduszu w obsłudze i dochodzeniu praw z wierzytelności przekłada się na stopę zwrotu osiąganą przez uczestnika funduszu.

Ze względu na cechującą się wysokim ryzykiem politykę inwestycyjną niestandaryzowanego funduszu sekurytyzacyjnego ograniczony został dopuszczalny krąg jego uczestników – mogą być nimi wyłącznie osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, zaś osoby fizyczne tylko wówczas, gdy cena emisyjna jednego certyfikatu jest nie niższa niż równowartość w złotych 40 tys. euro.

Fundusz aktywów niepublicznych

FIZ lub SFIO stosujący zasady i ograniczenia inwestycyjne FIZ może być utworzony jako fundusz aktywów niepublicznych, skupiający się na lokatach innych niż:

- ➔ papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, chyba że papiery wartościowe stały się przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz,
- ➔ instrumenty rynku pieniężnego, chyba że zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszu.

Lokaty nie mające charakteru „publicznego” muszą stanowić co najmniej 80% wartości aktywów funduszu.

¹² Do 1 września 2016 r. nie utworzono żadnego funduszu tego typu.

Polityka inwestycyjna funduszu aktywów niepublicznych umożliwia koncentrację lokat funduszu w wybranych spółkach niepublicznych, w stosunku do których podejmowane są zwykle aktywne działania służące zwiększeniu ich wartości. Cykl inwestycyjny tego rodzaju funduszy planowany jest zwykle w wieloletniej perspektywie, zaś wyjście z inwestycji przez uczestnika możliwe jest często dopiero po likwidacji funduszu.

2.4. ZRÓŻNICOWANIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZE WZGLĘDU NA PROWADZONĄ POLITYKĘ INWESTYCYJNĄ

Różnicowanie ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną następuje już na poziomie **określenia rodzaju funduszu inwestycyjnego, który determinuje stopień elastyczności prowadzonej polityki inwestycyjnej**. Obowiązujące przepisy prawa dają FIZ oraz SFIO stosującym politykę FIZ możliwość prowadzenia daleko bardziej swobodnej polityki inwestycyjnej aniżeli FIO i „tradycyjne” SFIO. Znajduje to odzwierciedlenie przede wszystkim w szerszym katalogu dopuszczalnych lokat funduszu. Ponieważ zgodnie z polityką inwestycyjną przewidzianą dla FIZ, oprócz standardowych lokat w postaci np. akcji spółek giełdowych czy też obligacji skarbowych, przedmiotem ich inwestycji mogą być wierzytelności, udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, nieruchomości, czy towarowe instrumenty pochodne, a więc inwestycje o dużym potencjale zysku, ale jednocześnie obciążone wysokim stopniem ryzyka i często niskim poziomem płynności. Możliwości inwestycyjne FIZ są większe również w zakresie dopuszczalnych limitów inwestycyjnych, czyli procentowego udziału w ogólnej sumie aktywów funduszu poszczególnych kategorii lokat, czy też instrumentów finansowych jednego emitenta. FIO, jako instytucje zbiorowego inwestowania skierowane do nieograniczonego kręgu odbiorców, są prawnie zobowiązane do prowadzenia bardziej ostrożnej polityki inwestycyjnej, co w żadnym wypadku nie będzie jednak oznaczało gwarancji uniknięcia straty przez fundusz, a w konsekwencji również przez jego uczestników.

Wyniki finansowe funduszu inwestycyjnego zależą od umiejętności zarządzających, ale są także pochodną sytuacji rynkowej dotyczącej poszczególnych klas aktywów stanowiących portfel inwestycyjny funduszu, skonstruowany zgodnie z zapisami statutu funduszu, określającymi jego politykę inwestycyjną. Ze względu na prowadzoną politykę inwestycyjną, przejawiającą się w proporcji poszczególnych klas aktywów w portfelu inwestycyjnym funduszu, możemy wyróżnić następujące fundusze, **według kryterium malejącego poziomu ryzyka**:

- 1) fundusze akcyjne,
- 2) fundusze mieszane (zrównoważone, stabilnego wzrostu, aktywnej alokacji¹³),
- 3) fundusze papierów dłużnych (obligacji),
- 4) fundusze rynku pieniężnego i fundusze gotówkowe.

¹³ W przypadku funduszy aktywnej alokacji (oportunistycznych) taka ocena poziomu ryzyka nie jest jednoznaczna. Ponieważ przeciętny udział akcji, uważanych za instrument ryzykowny, będzie w całym okresie trwania funduszu mniejszy niż w przypadku funduszy akcyjnych, można uznawać fundusz aktywnej alokacji za nieco bezpieczniejszy od funduszu akcyjnego. W przypadku funduszy aktywnej alokacji, znacznie większą rolę odgrywają jednak ryzyka związane z jakością zarządzania. Chybione decyzje zarządzających funduszem, mające na celu zmianę składu portfela inwestycyjnego, zamiast chronić wartość aktywów funduszu, mogą nawet pogłębić straty. Obserwacje wskazują ponadto, iż w kategorii funduszy aktywnej alokacji mogą trafić się w danym okresie – zwłaszcza w razie dużych zmienności na rynku finansowym – zarówno fundusze z najlepszymi wynikami, jak i fundusze z najłabszymi wynikami.

Z każdym z wymienionych typów funduszy wiąże się dla inwestora inne ryzyko inwestycyjne oraz oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji. *Fundusze gotówkowe oraz rynku pieniężnego* są postrzegane jako fundusze o najmniejszym poziomie ryzyka. Inwestują w krótkoterminowe lokaty, głównie instrumenty dłużne oraz depozyty bankowe o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok. Fundusz używający określenia *fundusz rynku pieniężnego*, może działać jedynie jako fundusz szczególnego typu, o którym była już mowa wcześniej w niniejszej Publikacji, stosujący rygorystyczne zasady przewidziane przepisami prawa. Natomiast fundusz używający określenia „gotówkowy” ma większą swobodę zarówno co do przybranej formy, jak i prowadzonej polityki inwestycyjnej.

Przedmiotem lokat *funduszy mieszanych*, oprócz akcji, są papiery dłużne, waluty oraz depozyty bankowe. Przyjmuje się, że udział akcji w portfelu inwestycyjnym *funduszy zrównoważonych* powinien wahać się pomiędzy 40% a 60%, a w przypadku *funduszy stabilnego wzrostu* – nie przekraczać 40%. Struktura lokat wymienionych funduszy może ulegać pewnym zmianom w zależności od koniunktury panującej na rynku. W okresie hossy na giełdzie zarządzający zwiększają udział akcji w portfelu inwestycyjnym, zmniejszając go na rzecz papierów dłużnych w okresie bessy. W *funduszach aktywnej alokacji* udział akcji i obligacji w nie jest określony na stałym poziomie, lecz może się zmieniać w szerokim przedziale od 0% do 100%, w zależności od panującej koniunktury.

Fundusze akcyjne należą do funduszy o największym ryzyku inwestycyjnym. Wiodącym przedmiotem lokat tych funduszy, stanowiącym przeciętnie od 80% do 100%, są akcje oraz inne udziałowe papiery wartościowe (prawa do akcji, kwity depozytowe). W okresach wzrostów na rynku akcji fundusze te osiągają bardzo wysokie stopy zwrotu, jednak podczas załamania rynku ich tytuły uczestnictwa mogą znacznie obniżyć swoją wartość.

Na gruncie prowadzonej polityki inwestycyjnej można również zastosować **kryterium zasięgu geograficznego inwestycji**. Zgodnie z nim wyróżnia się *fundusze inwestycyjne krajowe*, a także *fundusze inwestujące za granicą*, zarówno w ujęciu regionalnym (np. na tzw. rynkach wschodzących), jak też w ujęciu globalnym, czy wreszcie fundusze bez określonego zasięgu geograficznego.

Ze względu na metody alokacji aktywów można wyróżnić kategorię **funduszy wyspecjalizowanych**, do których, oprócz wcześniej wspomnianych funduszy rynku pieniężnego i gotówkowych, funduszy sekurytyzacyjnych i funduszy aktywów niepublicznych, należałoby zaliczyć także *fundusze nieruchomości*, *fundusze funduszy*, komponujące swój portfel inwestycyjny z tytułów uczestnictwa innych funduszy, a także *fundusze branżowe* (np. sektora medycznego, technologicznego itp.), inwestujące w przedsiębiorstwa z konkretnych branż.

III. CHARAKTERYSTYKA JEDNOSTEK UCZESTNICTWA ORAZ CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH

3.1. SPOSÓB NABYCIA

Nabycie jednostek uczestnictwa

Jednostki uczestnictwa utworzonego funduszu (wpisanego do rejestru funduszy inwestycyjnych) **inwestor może nabyć w zasadzie w dowolnym momencie**. Teoretycznie uczestnikiem FIO lub SFIO można również zostać składając zapis na jednostki uczestnictwa dopiero tworzonego funduszu, jednakże ze względów praktycznych TFI zwykle nie oferują w szerszym zakresie nabycia jednostek uczestnictwa na tym etapie. Chęć skrócenia procesu tworzenia funduszu oraz zapewnienia, że zostanie zebrana kwota równa co najmniej 4 mln zł, niezbędna do utworzenia funduszu, powoduje, iż pierwsze wpłaty dokonywane są samodzielnie przez TFI lub podmioty z grupy kapitałowej TFI.

W przypadku FIO Ustawa restrykcyjnie podchodzi do jego otwartego charakteru, definiowanego ciągłością zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa oraz brakiem ograniczeń co do inwestorów, którzy mogą przystąpić do funduszu. Jednostki uczestnictwa powinny być zatem zbywane na żądanie inwestora z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na 7 dni. Standardem przyjętym na rynku jest zbywanie ich w każdym dniu roboczym.

Ustawa przewiduje nieliczne sytuacje, w których następuje okresowe zawieszenie zbywania jednostek uczestnictwa, a mianowicie gdy:

- ➔ statut funduszu określa wartość aktywów netto, po której przekroczeniu fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa, oraz warunki wznowienia zbywania jednostek uczestnictwa¹⁴,
- ➔ nie można dokonać wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn niezależnych od funduszu¹⁵,
- ➔ zwołane zostało zgromadzenie uczestników – zawieszenie w okresie od dnia poprzedzającego dzień zgromadzenia uczestników do dnia zgromadzenia uczestników,

¹⁴ Spotykane w przypadku funduszy inwestujących w lokaty, których podaż może być ograniczona, np. w notowane na giełdach akcje matych lub średnich spółek, lub akcje spółek z określonych branż, których ilość (wartość) znajdująca się w obrocie oraz płynność jest dość ograniczona. Brak możliwości zaprzestania zbierania wpłat powodowałby, że fundusz otrzymywałby środki, których nie byłby w stanie efektywnie zainwestować.

¹⁵ Samodzielnie fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa na dwa tygodnie. Przedłużenie zawieszenia na okres nie dłuższy niż 2 miesiące wymaga zgody KNF.

- ➔ KNF, kierując się interesem uczestników funduszu, w drodze decyzji administracyjnej nakażała funduszowi czasowe zawieszenie zbywania jednostek uczestnictwa.

W przypadku SFIO zasady zbywania jednostek uczestnictwa są analogiczne do FIO, jednakże zasada otwartości doznaje pewnych ograniczeń, ponieważ statut funduszu może wskazywać podmioty uprawnione do uczestnictwa w funduszu lub określać warunki, które muszą spełniać uczestnicy.

Jednostki uczestnictwa funduszu na terytorium Polski mogą być zbywane bezpośrednio przez fundusz lub za pośrednictwem:

- ➔ TFI będącego organem tego funduszu lub zarządzających tym funduszem i prowadzących jego sprawy: spółki zarządzającej (w przypadku FIO) albo zarządzającego z UE (w przypadku SFIO),
- ➔ innego TFI, które wykonuje działalność pośrednictwa w zbywaniu jednostek uczestnictwa,
- ➔ firmy inwestycyjnej, banku z siedzibą w Polsce lub polskiego oddziału banku z innego państwa UE, uprawnionych do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych,
- ➔ podmiotu z siedzibą lub miejscem zamieszkania w Polsce, posiadającego zezwolenie KNF na pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa (bez możliwości przyjmowania wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa).

Fundusz lub podmiot pośredniczący w zbywaniu jednostek powinien bezpłatnie udostępniać **kluczowe informacje dla inwestorów**, w sposób umożliwiający zapoznanie się z nimi przed nabyciem jednostek uczestnictwa. Ten zwięzły dokument, sporządzany w ściśle określonym formacie¹⁶, zawiera minimalny zakres informacji o funduszu, z którymi należy się zapoznać, aby dokonać świadomej inwestycji, dotyczących m.in. polityki inwestycyjnej funduszu, jego dotychczasowych wyników oraz kosztów i ryzyk związanych z inwestycją.

Źródłem dodatkowych informacji, może być sporządzany zgodnie z przepisami prawa i udostępniany bezpłatnie **prospekt informacyjny** funduszu, roczne i półroczne **sprawozdania finansowe** funduszu (subfunduszu)¹⁷, a w przypadku SFIO również **informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego**. Jeżeli SFIO, zgodnie ze swoim statutem, może inwestować powyżej 50% aktywów w tytuły uczestnictwa jednego funduszu typu UCITS (tj. FIO, funduszu zagranicznego z UE, analogicznego funduszu spoza UE), powinien udostępniać również roczne i półroczne sprawozdania finansowe funduszu, w którego tytuły uczestnictwa inwestuje. Fundusze i pośrednicy mogą udostępniać również inne materiały marketingowe, ale jedynie pod warunkiem, że informacje te rzetelnie przedstawiają sytuację finansową funduszu oraz ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu, nie wprowadzają w błąd, a ponadto wskazują na istnie-

¹⁶ Patrz art. 220a Ustawy oraz rozporządzenie Komisji Europejskiej (UE) Nr 583/2010 z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które należy spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów lub prospektu emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej.

¹⁷ W przypadku funduszu z wydzielonymi subfunduszami sporządza się połączone sprawozdanie finansowe funduszu oraz odrębne sprawozdania jednostkowe subfunduszy.

nie prospektu informacyjnego i kluczowych informacji dla inwestorów oraz miejsce, w którym te dokumenty są dostępne.

Szczegółowo zasady składania zleceń nabycia jednostek uczestnictwa i dokonywania wpłat do funduszu określa prospekt informacyjny. W przypadku pierwszego nabycia jednostek uczestnictwa przez danego uczestnika, którego skutkiem będzie otwarcie dla niego rejestru¹⁸, konieczne jest złożenie funduszowi lub pośrednikowi odpowiedniego zlecenia (oświadczenia woli) oraz dokonanie wpłaty na właściwy rachunek funduszu¹⁹. Kolejne nabycia jednostek uczestnictwa zwykle nie wymagają już składania formalnych zleceń i mogą być dokonywane poprzez wpłatę na rachunek funduszu.

Co do zasady wpłaty do funduszu powinny być dokonywane w formie pieniężnej w polskich złotych. Statut funduszu może zezwalać na dokonywanie wpłat w zdematerializowanych papierach wartościowych (zapisanych na rachunkach papierów wartościowych), jednakże TFI nadając funduszowi statut w praktyce nie sięgają do tej opcji.

Jeżeli polityka inwestycyjna funduszu zakłada, że fundusz lokuje co najmniej 50% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub w instrumenty rynku pieniężnego denominowane w walucie obcej lub nabyte poza granicami Polski za walutę obcą, aktywa funduszu mogą być wyceniane w tej walucie obcej. Wówczas wpłaty do funduszu, jak i wypłaty, mogą być dokonywane w tej walucie obcej. W innych przypadkach, nawet jeżeli dokumenty ofertowe przewidują możliwość opłacenia jednostek uczestnictwa środkami pieniężnymi w obcej walucie, środki te będą musiały zostać odpowiednio przewalutowane, zanim wpłyną na rachunek funduszu.

Minimalna wartość pojedynczej wpłaty na jednostki uczestnictwa wynika z postanowień statutu funduszu. Ustawa przewiduje tylko, że pierwsza, jednorazowa wpłata osób fizycznych do SFIO stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne FIZ, a więc funduszu o potencjalnie większym stopniu ryzyka, nie może być niższa niż równowartość w złotych 40 tys. euro.

Nabycie certyfikatów inwestycyjnych

W obrocie pierwotnym, tj. w związku z emisją nowych certyfikatów inwestycyjnych, inwestor może złożyć ofertę ich nabycia **tylko w okresie przyjmowania zapisów**, w terminach określonych w dokumentach ofertowych. Certyfikaty inwestycyjne często emitowane są tylko w procesie tworzenia danego FIZ, a jeżeli nawet następują kolejne emisje, to zwykle w znacznych odstępach czasu.

Certyfikaty inwestycyjne publicznego FIZ mogą być oferowane wyłącznie za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, a podstawowym dokumentem ofertowym towarzyszącym ich emisji jest zwykle prospekt emisyjny zatwierdzony przez KNF. Certyfikaty inwestycyjne niepublicznego FIZ mogą być

¹⁸ Prospekty informacyjne posługują się różnymi pojęciami: rejestr, subrejestr, konto w rejestrze. Niezależnie od nazwy, rozwiązania te stanowią część rejestru uczestników funduszu, o którym mówi art. 6 ust. 1 pkt 1 Ustawy.

¹⁹ W przypadku funduszu z wydzielonymi subfunduszami wpłata powinna zostać dokonana na rachunek przypisany odpowiedniemu subfunduszowi.

oferowane bezpośrednio przez prowadzące zapisy TFI lub za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, banku z siedzibą na terytorium Polski lub polskiego oddziału banku z innego państwa UE, uprawnionych do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych. Podstawowym dokumentem ofertowym towarzyszącym propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych są w tym przypadku warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Celem nabycia certyfikatów inwestycyjnych objętych zapisem, należy dokonać na rachunek funduszu (w przypadku pierwszej emisji – na rachunek TFI) pełnej wpłaty, obejmującej zarówno cenę emisyjną certyfikatów, jak również należne opłaty manipulacyjne.

Statut niepublicznego FIZ może dopuszczać wydanie imiennego certyfikatu inwestycyjnego uczestnikowi, który nie opłacił w całości ceny emisyjnej certyfikatu, niemniej jednak uczestnik jest obowiązany do całkowitego opłacenia certyfikatu inwestycyjnego w terminach i w trybie przewidzianym w statucie funduszu. Należy przy tym pamiętać, iż fundusz może wykupywać tylko certyfikaty inwestycyjne w pełni opłacone.

Postanowienia statutów FIZ niejednokrotnie dopuszczają wpłaty na certyfikaty inwestycyjne nie tylko w formie pieniężnej, ale również w postaci określonych praw majątkowych, w szczególności papierów wartościowych, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, praw własności nieruchomości lub praw użytkowania wieczystego.

Wysokość wpłat, które fundusz musi zebrać w ramach prowadzonych zapisów, aby dana emisja certyfikatów inwestycyjnych doszła do skutku, jest określona w statucie funduszu. W przypadku pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych publicznego FIZ łączna wysokość wpłat nie może być niższa niż 4 mln zł.

Wartość pojedynczego zapisu na certyfikaty inwestycyjne wynika z postanowień statutu funduszu. Istotnym wszakże ograniczeniem dla osób fizycznych, zamierzających inwestować w certyfikaty inwestycyjne niepublicznego FIZ, jest wymóg, aby dokonały jednorazowo zapisu na certyfikaty o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 tys. euro. Powyższe ma niewątpliwie na celu zawężenie, za pomocą kryterium finansowego, kręgu inwestorów do osób zdolnych właściwie ocenić podwyższony stopień ryzyka wiążącego się z tego rodzaju inwestycją.

3.2. UPRAWNIENIA MAJĄTKOWE

Uprawnienia majątkowe związane z posiadaniem jednostki uczestnictwa

Jednostka uczestnictwa reprezentuje prawa majątkowe uczestnika funduszu określone Ustawą i statutem funduszu inwestycyjnego. Jednostki uczestnictwa funkcjonują w postaci zapisów w rejestrze uczestników funduszu, prowadzonym najczęściej w formie elektronicznej.

Liczbę przydzielonych uczestnikowi jednostek uczestnictwa określa się dzieląc wartość wpłaty do funduszu, pomniejszonej o potencjalne opłaty ponoszone na wejściu do funduszu, przez bieżącą wartość aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa (WANJU). Za dokonane wpłaty do

funduszu może być przydzielona ułamkowa liczba jednostek uczestnictwa, przy czym w rejestrze uczestników funduszu, w zależności od konwencji przyjętej przez dany fundusz, liczbę jednostek uczestnictwa przysługujących danemu uczestnikowi wykazuje się z dokładnością od 3 do 6 miejsc po przecinku.

Wykreowanie jednostek uczestnictwa następuje po dokonaniu wpłaty do funduszu przez przyszłego ich posiadacza, z chwilą dokonania odpowiedniego wpisu do rejestru uczestników.

Jednostki uczestnictwa tej samej kategorii przyznają uczestnikom jednakowe prawa majątkowe. Jednostki uczestnictwa różnych kategorii mogą różnić się związanych z nimi sposobem lub wysokością pobieranych opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa funduszu. Zróżnicowanie ze względu na opłaty obciążające aktywa funduszu skutkuje odrębnym ustaleniem wartości aktywów netto funduszu, przypadających na daną kategorię jednostek uczestnictwa.

Jednostki uczestnictwa są niezbywalne, w związku z czym zakończenie inwestycji w nie może nastąpić jedynie w drodze ich odkupienia przez fundusz na żądanie uczestnika, równoznaczniego z umorzeniem tych jednostek. Fundusz odkupuje jednostki uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie funduszu, nie rzadziej jednak niż raz na 7 dni, po bieżącej wartości aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa. Odkupienie jednostek uczestnictwa następuje z chwilą dokonania w rejestrze uczestników wpisu odnośnie liczby odkupionych jednostek uczestnictwa i kwoty należnej uczestnikowi z tytułu odkupienia tych jednostek.

Zlecenia odkupienia jednostek uczestnictwa należy składać w sposób określony w prospekcie informacyjnym, przy czym – oprócz złożenia zlecenia bezpośrednio funduszowi – możliwe jest dokonanie tego za pośrednictwem tych samych podmiotów, które zajmują się pośrednictwem w zbywaniu jednostek.

Po odkupieniu jednostek uczestnictwa fundusz niezwłocznie wypłaca należną uczestnikowi kwotę, w sposób określony w statucie funduszu.

Otwarty charakter FIO oraz SFIO zakłada, że w każdej chwili powinno być możliwe odkupienie jednostek uczestnictwa, w związku z czym TFI powinny należycie zarządzać płynnością funduszu. Jednakże możliwe są nadzwyczajne sytuacje, w których odkupywanie jednostek uczestnictwa może zostać zawieszona, a mianowicie:

- ➔ odkupienie lub zażądanie odkupu, w okresie 2 tygodni, jednostek uczestnictwa o wartości przekraczającej 10% wartości aktywów funduszu albo
- ➔ brak możliwości wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn niezależnych od funduszu.

Zawieszenie z powyższych powodów na 2 tygodnie może zostać dokonane samodzielnie przez fundusz, podczas gdy zawieszenie na okres do 2 miesięcy wymaga zgody KNF. Za zgodą KNF możliwe jest również wdrożenie na okres do 6 miesięcy specjalnego trybu wykupywania jednostek uczestnictwa, tj. odkupywania jednostek uczestnictwa w ratach, przy zastosowaniu proporcjonalnej redukcji lub przy dokonywaniu wypłat z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa.

W przypadku SFIO, którego statut wskazuje podmioty uprawnione do uczestnictwa w funduszu lub określa warunki, które muszą spełniać uczestnicy, możliwe jest nieco mniej rygorystyczne stosowanie powyższej zasady płynności, poprzez ustalenie w statucie funduszu warunków, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa lub terminu wypłaty kwoty z tytułu ich odkupienia.

Z posiadaniem jednostki uczestnictwa, zależnie od uregulowań statutu funduszu, może wiązać się również prawo uczestnika do otrzymania **do wypłaty dochodów funduszu inwestycyjnego**, czyli przychodów z lokat netto funduszu lub zrealizowanego zysku (straty) ze zbycia lokat.

Jednostki uczestnictwa mogą być przedmiotem **zastawu** w celu zabezpieczenia oznaczonej wierzytelności. Zastawnik (wierzyciel) na rzecz którego został ustanowiony zastaw, może dochodzić należnych mu kwot, z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami zastawcy (posiadaczka zastawionych jednostek uczestnictwa)²⁰, żądając umorzenia tych jednostek uczestnictwa i wypłaty kwoty pieniężnej równej wartości aktywów netto funduszu przypadających na obciążone zastawem jednostki uczestnictwa.

Ustanowienia **zastawu zwykłego** (tj. regulowanego przede wszystkim ustawą *Kodeks cywilny*) na jednostkach uczestnictwa wymaga zawarcia przez ich posiadacza i wierzyciela umowy zastawu²¹, a następnie złożenia funduszowi – przez posiadacza jednostek uczestnictwa lub wierzyciela – wniosku o dokonanie odpowiedniej wzmianki w rejestrze uczestników, przedstawienia funduszowi umowy zastawu oraz dokonania ww. wzmianki w rejestrze uczestników. Statut funduszu zwykle szczegółowo określa tryb ustanawiania zastawu, w tym sposób składania wniosku oraz termin na dokonanie wzmianki w rejestrze uczestników.

Przed datą wymagalności wierzytelności zabezpieczonej zastawem zastawca nie może bez zgody zastawnika zgłosić funduszowi żądania odkupienia zastawionych jednostek uczestnictwa. Po terminie wymagalności wierzytelności zastawca może zażądać od funduszu odkupienia tych jednostek uczestnictwa. Jednakże wypłata na jego rzecz środków pieniężnych z tytułu odkupienia jednostek może nastąpić tylko pod warunkiem przedstawienia pokwitowania wierzyciela, stwierdzającego wygaśnięcie wierzytelności zabezpieczonej zastawem.

Złożenie przez zastawnika żądania umorzenia jednostek uczestnictwa w celu realizacji zabezpieczenia, zasadniczo może nastąpić jedynie w ramach sądowego postępowania egzekucyjnego²².

²⁰ Zasada ta może doznawać ograniczenia, jeśli na mocy przepisów prawa innym dłużnikowi przysługuje pierwszeństwo szczególne.

²¹ W przypadku zastawu zwykłego umowa powinna zostać zawarta z tzw. datą pewną, co zwykle oznacza konieczność urzędowego poświadczenia daty lub zamieszczenia na dokumencie umowy wzmianki przez organ państwowy lub jednostki samorządu terytorialnego albo przez notariusza. Więcej przypadków, w których datę czynności prawnej uznaje się za datę pewną przewiduje art. 81 Kodeksu cywilnego.

²² Wypłata bezpośrednio przez fundusz na rachunek zastawnika odpowiedniej kwoty z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa możliwa jest, jeżeli zastaw został ustanowiony zgodnie z przepisami ustawy z dnia 2 kwietnia 2004 r. o *niektórych zabezpieczeniach finansowych*. Ustawa ta znajduje zastosowanie tylko wówczas, gdy ustanawiającym lub przyjmującym zabezpieczenie finansowe jest wskazana w art. 2 tej ustawy instytucja finansowa, instytucja międzynarodowa lub organ władzy publicznej.

Powyższe zasady stosuje się również odpowiednio do **zastawu rejestrowego** oraz **zastawu skarbowego**, z odrębnościami przewidzianymi odpowiednio przez ustawę z dnia 6 grudnia 1996 r. o *zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów* oraz ustawę z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Ordynacja podatkowa*. W szczególności w przypadku zastawu rejestrowego konieczne jest wpisanie zastawu do rejestru zastawów. Natomiast w przypadku zastawu skarbowego²³ konieczny jest wpis do rejestru zastawów skarbowych, co może nastąpić w oparciu o wydaną i doręczoną decyzję właściwego organu podatkowego ustalającą wysokość zobowiązania podatkowego albo deklarację (zeznanie) podatnika, w przypadku gdy do powstania zobowiązania nie jest konieczne wydanie decyzji przez organ podatkowy.

Pomimo że jednostki uczestnictwa są niezbywalne, możliwa jest jednak **zmiana ich posiadacza w ramach tzw. sukcesji uniwersalnej, czyli przede wszystkim w drodze dziedziczenia**. Ponadto, Ustawa przewiduje wyjątek względem Kodeksu cywilnego zakładającego, że rozrządzenie majątkiem na wypadek śmierci może nastąpić jedynie przez testament, ponieważ dopuszcza możliwość złożenia przez uczestnika pisemnej dyspozycji, wskazującej osobę uprawnioną do otrzymania kwoty z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa zapisanych **w indywidualnym rejestrze** tego uczestnika, do wartości nie wyższej niż przypadająca na ostatni miesiąc przed śmiercią uczestnika funduszu dwudziestokrotność przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia²⁴. Jednostki uczestnictwa objęte powyższą dyspozycją nie wchodzi do spadku po uczestniku.

Uprawnienia majątkowe związane z posiadaniem certyfikatu inwestycyjnego

Certyfikat inwestycyjny reprezentuje prawa majątkowe uczestnika funduszu określone Ustawą i statutem funduszu. Certyfikat inwestycyjny, inaczej aniżeli jednostka uczestnictwa, **jest papierem wartościowym**. Może być papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, z tym że certyfikaty inwestycyjne publicznego FIZ mogą być wystawiane wyłącznie na okaziciela.

Certyfikat inwestycyjny, zależnie od postanowień statutu funduszu, może posiadać formę dokumentu, bądź też występować w formie niematerialnej. W odróżnieniu od jednostki uczestnictwa certyfikat inwestycyjny jest niepodzielny.

Prawa majątkowe związane z posiadaniem certyfikatu inwestycyjnego powstają:

- 1) w chwili zapisania certyfikatu na rachunku papierów wartościowych uczestnika albo na właściwym rachunku zbiorczym, albo
- 2) przez wręczenie dokumentu, albo
- 3) w chwili wpisania certyfikatu do ewidencji uczestników funduszu.

²³ Zastaw ten służy Skarbowi Państwa i jednostkom samorządu terytorialnego do zabezpieczenia zobowiązań podatkowych powstających poprzez doręczenie podatnikowi decyzji organu podatkowego, ustalającej wysokość tego zobowiązania lub do zabezpieczenia zobowiązań z tytułu zaległości podatkowych oraz odsetek za zwłokę od tych zaległości. Poszczególne rzeczy lub prawa mogą być przedmiotem zastawu rejestrowego, jeżeli ich wartość w dniu ustanowienia zastawu przekracza minimalną kwotę, określoną przepisami prawa – zgodnie z obwieszczeniem Ministra Finansów z dnia 13 sierpnia 2015 r. w sprawie wysokości kwoty wymienionej w art. 41 § 1 ustawy – *Ordynacja podatkowa*, wartość tej kwoty po waloryzacji wynosiła w 2016 r. 12 400 zł.

²⁴ Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw bez wypłat nagród z zysku, ogłaszane przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego.

Certyfikaty inwestycyjne na okaziciela danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe²⁵. Certyfikatом inwestycyjnym imiennym różnych serii statut funduszu może przyznać różne uprawnienia. W szczególności takie certyfikaty mogą różnić się sposobem lub wysokością pobieranych opłat obciążających aktywa funduszu, wysokością udziału w dochodach funduszu, wysokością udziału w aktywach netto funduszu w przypadku jego likwidacji.

Dzięki statusowi papieru wartościowego **certyfikat inwestycyjny może być zbyty na rzecz osób trzecich**. W stosunku do posiadanych certyfikatów inwestycyjnych uczestnik FIZ może realizować swe uprawnienia właścicielskie w dowolny sposób, z zastrzeżeniem, iż zbycie czy też ustanowienie zastawu może podlegać ograniczeniom przewidzianym w statucie funduszu, np. może być uzależnione od zgody zgromadzenia inwestorów.

Uczestnik publicznego FIZ ma dodatkowo możliwość zbycia posiadanych certyfikatów inwestycyjnych na rynku regulowanym, na którym są notowane certyfikaty inwestycyjne funduszu²⁶.

Certyfikaty inwestycyjne umarza się wyłącznie w przypadkach przewidzianych w Ustawie. Przede wszystkim **certyfikaty inwestycyjne są umarzone z chwilą wykupienia ich przez fundusz, o ile taki wykup został przewidziany w statucie funduszu**²⁷. Wówczas do zasadniczych uprawnień uczestnika funduszu należeć będzie prawo przedstawienia posiadanego certyfikatu inwestycyjnego do wykupu przez fundusz w terminie i trybie wynikającym z postanowień statutu. Jeżeli statut funduszu nie przewiduje wykupów certyfikatów inwestycyjnych, ich umorzenie będzie mogło nastąpić dopiero wskutek likwidacji funduszu.

Statut funduszu może również przyznawać posiadaczom certyfikatów prawo do **wypłaty dochodów** bądź – w przypadku funduszu aktywów niepublicznych – prawo do **wypłaty przychodów ze zbycia lokat**, osiąganych przez fundusz. Dochodami funduszu inwestycyjnego są przychody z lokat netto funduszu lub zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat. Przychody ze zbycia lokat funduszu wypłacane są po ich pomniejszeniu o koszty działania funduszu, związane bezpośrednio ze zbyciem lokatami oraz o odpowiednią część kosztów działania całego funduszu.

Certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem **zastawu**, zarówno zwykłego, jak i rejestrowego lub skarbowego. W przeciwieństwie do jednostek uczestnictwa, Ustawa nie przewiduje szczególnych odmienności w stosunku do zasad przewidzianych przez przepisy prawa, na podstawie których ww. zastawy są ustanawiane, przy czym, podobnie jak w przypadku zbycia certyfikatów inwestycyjnych, uprawnienie uczestnika do ustanowienia zastawu na certyfikacie inwestycyjnym imiennym może podlegać ograniczeniom przewidzianym w statucie funduszu, np. może być uzależnione od zgody zgromadzenia inwestorów.

²⁵ Z wyjątkami możliwymi w przypadku funduszu sekurytyzacyjnego (art. 121, 189 i 190 Ustawy).

²⁶ Należy wszakże mieć na uwadze niską płynność takich certyfikatów inwestycyjnych oraz fakt, iż notowania giełdowe mogą znacząco odbiegać od wyceny certyfikatów inwestycyjnych dokonywanej przez fundusz zgodnie z przepisami o rachunkowości funduszy inwestycyjnych.

²⁷ Certyfikaty inwestycyjne mogą zostać umorzone także w sytuacji niedokonania kolejnej wpłaty na certyfikaty inwestycyjne, wydane uczestnikowi przed opłaceniem w całości ich ceny emisyjnej (art. 137 ust. 6 Ustawy).

Ustanowienie **zastawu zwykłego** wymaga zawarcia przez uprawnionego z certyfikatów inwestycyjnych i wierzyciela umowy zastawu, zaś **zastawu rejestrowego** – zawarcia umowy²⁸ oraz ujawnienia tego zastawu w rejestrze zastawów. W przypadku zastawu zwykłego, certyfikat inwestycyjny w formie dokumentu powinien dodatkowo zostać wydany wierzycielowi, podczas gdy w przypadku zastawu rejestrowego taki certyfikat może pozostać w posiadaniu zastawcy (uczestnika funduszu) lub osoby trzeciej wskazanej w umowie o ustanowienie zastawu rejestrowego, jeżeli wyraziła ona na to zgodę. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych wykazanych w ewidencji uczestników, w ewidencji tej powinno zostać ujawnione również ustanowienie zastawu na certyfikatach inwestycyjnych, z uwagi na wpływ jaki wywiera na prawa posiadacza certyfikatów inwestycyjnych.

3.3. POZOSTAŁE UPRAWNIENIA

Pozostałe uprawnienia uczestnika FIO oraz SFIO

Konstrukcja funduszy otwartych zakłada rozproszenie jednostek uczestnictwa wśród licznych uczestników, zwykle nieposiadających profesjonalnej wiedzy o inwestowaniu oraz znaczną zmienność składu uczestników, a w konsekwencji ograniczony ich wpływ na funkcjonowanie funduszu. Pomimo to, z posiadaniem jednostki uczestnictwa wiążą się również pewne uprawnienia o charakterze korporacyjnym, a mianowicie **uprawnienie do uczestnictwa w zgromadzeniu uczestników funduszu, a w przypadku SFIO również w radzie inwestorów funduszu.**

Zgromadzenie uczestników zwołuje się w celu wyrażenia przez nie zgody na:

- 1) przejęcie zarządzania funduszem przez inne TFI (z wyjątkiem przejęcia wskutek utraty zezwolenia na wykonywanie działalności przez dotychczasowe TFI),
- 2) przejęcie zarządzania funduszem i prowadzenia jego spraw przez uprawniony podmiot z siedzibą w państwie UE innym niż Polska.

Zgromadzenie uczestników FIO zwołuje się również w celu wyrażenia przez nie zgody na:

- 1) rozpoczęcie prowadzenia przez fundusz (subfundusz) działalności jako fundusz (subfundusz) powiązany,
- 2) zmianę funduszu podstawowego,
- 3) zaprzestanie prowadzenia działalności jako fundusz (subfundusz) powiązany,
- 4) połączenie krajowe i transgraniczne funduszy (subfunduszy).

Z powyższego widać, iż zakres uprawnień zgromadzenia uczestników jest stosunkowo niewielki, jednakże dotyczy istotnych zagadnień. Udział w zgromadzeniu uczestników pozwala uczestnikowi funduszu na wyrażenie opinii, czy godzi się ze zmianą podmiotu zarządzającego funduszem i ponoszącego odpowiedzialność za to zarządzanie lub ze zmianą formuły, w której działa fundusz, a więc w kwestiach, które przy dokonywaniu inwestycji w fundusz powinny być uznawane za kluczowe i tym samym poddawane dogłębnej analizie.

²⁸ W przypadku zastawu zwykłego umowa powinna zostać zawarta z tzw. datą pewną, a w przypadku zastawu rejestrowego w formie pisemnej pod rygorem nieważności.

Zgromadzenie uczestników odbywa się w miejscu siedziby funduszu, czyli w miejscu siedziby TFI, będącego organem funduszu, albo w innym, określonym w statucie funduszu, miejscu na terytorium Polski. Uczestnik może wziąć udział w zgromadzeniu uczestników osobiście lub przez pełnomocnika, przy czym pełnomocnictwo powinno być udzielone w formie pisemnej pod rygorem nieważności. Zgromadzenie uczestników jest ważne, jeżeli wezmą w nim udział uczestnicy posiadający co najmniej 50% jednostek uczestnictwa funduszu lub subfunduszu, według stanu na dwa dni robocze przed dniem zgromadzenia uczestników.

Tryb działania zgromadzenia uczestników oraz podejmowania uchwał określa statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez to zgromadzenie. Każda cała jednostka uczestnictwa daje na zgromadzeniu uczestników prawo do oddania jednego głosu, a uchwały o wyrażeniu zgód, wskazanych powyżej, zapadają większością 2/3 głosów uczestników obecnych lub reprezentowanych na zgromadzeniu uczestników.

Uchwała zgromadzenia uczestników sprzeczna z Ustawą może być zaskarżona w okresie miesiąca od dnia powzięcia uchwały, w drodze wytoczonego przeciwko funduszowi powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały. Prawo do wytoczenia powództwa przysługuje:

- ➔ uczestnikowi, który głosował przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądał zaprotokołowania sprzeciwu,
- ➔ uczestnikowi bezzasadnie niedopuszczonemu do udziału w zgromadzeniu uczestników,
- ➔ uczestnikom, którzy nie byli obecni na zgromadzeniu uczestników, jedynie w przypadku wadliwego zwołania zgromadzenia uczestników.

W przypadku wniesienia bezzasadnego powództwa sąd, na wniosek TFI, może zasądzić od uczestnika kwotę do dziesięciokrotnej wysokości kosztów sądowych oraz wynagrodzenia jednego adwokata lub radcy prawnego. Gdyby szkody poczynione wskutek powództwa przekraczały powyższą kwotę, TFI może dochodzić dalszego odszkodowania, przy czym musi wówczas wykazać wysokość szkody, związek przyczynowy pomiędzy szkodą a powództwem oraz winę sprawcy.

Rada inwestorów może funkcjonować w SFIO, o ile przewiduje to statut funduszu oraz o ile uczestnicy w niej co najmniej trzech:

- ➔ uczestników funduszu, z których każdy posiada jednostki uczestnictwa reprezentujące ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa w danym funduszu lub
- ➔ przedstawicieli uczestników funduszu, z których każdy ustanowiony został przez uczestników posiadających łącznie ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa funduszu.

Tryb działania rady inwestorów określa statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez radę. Każda jednostka uczestnictwa posiadana przez członka rady lub uczestników, którzy ustanowili przedstawiciela reprezentującego ich w radzie inwestorów, daje prawo do jednego głosu w radzie, a uchwały są podejmowane bezwzględną większością głosów oddanych.

Uprawnienia i obowiązki wynikające z członkostwa w radzie inwestorów w przypadku osób fizycznych wykonywane są osobiście, zaś w przypadku innych podmiotów – przez osoby upoważnione do reprezentacji tych podmiotów.

Zadaniem rady inwestorów jest kontrolowanie realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowania ograniczeń inwestycyjnych. Rada inwestorów może przeglądać księgi i dokumenty funduszu oraz żądać wyjaśnień od TFI lub zarządzającego z UE, przy czym z uwagi na zasady ochrony tajemnicy zawodowej, jak również interesów innych uczestników funduszu, księgi i dokumenty powinny być udostępniane w sposób uniemożliwiający identyfikację innych uczestników funduszu. Ponadto, obowiązek udostępnienia nie obejmuje rejestru uczestników funduszu.

Oprócz uprawnień kontrolnych, radzie inwestorów przysługuje również prawo do podjęcia decyzji o rozwiązaniu SFIO, przy czym nastąpi to tylko wówczas, gdy stosowana uchwała zostanie poparta przez uczestników posiadających łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby jednostek uczestnictwa funduszu.

Pozostałe uprawnienia uczestnika FIZ

Z posiadaniem certyfikatu inwestycyjnego wiążą się również uprawnienia o charakterze korporacyjnym, a mianowicie **uprawnienie do uczestnictwa w zgromadzeniu inwestorów funduszu lub w radzie inwestorów funduszu**.

Zgromadzenie inwestorów może podjąć uchwałę o rozwiązaniu funduszu inwestycyjnego, a ponadto wyraża zgodę na:

- 1) przejęcie zarządzania funduszem przez inne TFI (z wyjątkiem przejścia wskutek utraty zezwolenia na wykonywanie działalności przez dotychczasowe TFI),
- 2) przejęcie zarządzania funduszem i prowadzenia jego spraw przez zarządzającego z UE,
- 3) zmianę depozytariusza,
- 4) emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych,
- 5) zmiany statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych,
- 6) emisję obligacji,
- 7) przekształcenie certyfikatów inwestycyjnych imiennych w certyfikaty na okaziciela,
- 8) zmianę statutu funduszu w celu przekształcenia niepublicznego FIZ w publiczny FIZ.

Zgromadzenie inwestorów po upływie każdego roku obrotowego **rozpatruje i zatwierdza sprawozdanie finansowe funduszu**.

Statut funduszu może rozszerzyć uprawnienia zgromadzenia inwestorów, w tym w obszarze decyzji inwestycyjnych dotyczących aktywów funduszu. Jeżeli statut funduszu nie zawiera regulacji w tym zakresie, to uznaje się, że decyzja inwestycyjna dotycząca aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% ogólnej wartości aktywów funduszu, wymaga dla swojej ważności zgody zgromadzenia inwestorów. W przypadku niepublicznego FIZ możliwe jest przyznanie zgromadzeniu inwestorów uprawnienia rady inwestorów, tj. organu powołanego do kontroli realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz przestrzegania ograniczeń inwestycyjnych.

Zgromadzenie uczestników odbywa się w miejscu siedziby funduszu (tożsamym z miejscem siedziby TFI, będącego organem funduszu) albo w innym, określonym w statucie funduszu, miejscu

na terytorium Polski. Do udziału w zgromadzeniu uczestników uprawnieni są uczestnicy funduszu, którzy na co najmniej 7 dni przed dniem odbycia zgromadzenia inwestorów zasygnalizują, w sposób określony w Ustawie, TFI lub zarządzającemu z UE zamiar udziału w zgromadzeniu.

Zgromadzenie inwestorów zwołuje TFI lub zarządzający z UE, poprzez ogłoszenie dokonane w sposób określony w statucie na co najmniej 21 dni przed terminem zgromadzenia. W przypadku niepublicznego FIZ możliwe jest również przeprowadzenie zgromadzenia inwestorów bez jego formalnego zwoływania – ale tylko wówczas, jeżeli na zgromadzeniu reprezentowane są wszystkie certyfikaty inwestycyjne danego funduszu i nikt z obecnych nie zgłosił sprzeciwu co do odbycia zgromadzenia inwestorów lub porządku obrad. Zgromadzenie inwestorów może być również zwołane na wniosek uczestników funduszu, posiadających łącznie co najmniej 10% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Jeżeli TFI lub zarządzający z UE nie zrealizuje takiego wniosku w terminie 14 dni od jego złożenia, sąd rejestrowy²⁹ może upoważnić uczestników występujących z wnioskiem, do zwołania zgromadzenia na koszt TFI lub zarządzającego z UE.

Sposób i warunki zwołania zgromadzenia oraz podejmowania uchwał określa statut funduszu, przy czym zgodnie z Ustawą, uchwały o rozwiązaniu funduszu lub wyrażeniu zgód wskazanych na str. 33 w pkt 5–8, wymagają poparcia przez uczestników reprezentujących łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu. Certyfikat inwestycyjny daje na zgromadzeniu inwestorów prawo do jednego głosu, a jeśli zgodnie ze statutem funduszu jest uprzywilejowany w zakresie prawa głosu – nie więcej niż dwa głosy.

Zależnie od postanowień statutu funduszu, **rada inwestorów FIZ** może istnieć zamiast lub obok zgromadzenia inwestorów. Nieodzownym warunkiem ukonstytuowania się rady inwestorów jest wyrażenie zgody na udział w niej przez co najmniej trzech uczestników funduszu, z których każdy reprezentuje ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu. W przeciwieństwie do SFIO, Ustawa w zasadzie nie przewiduje możliwości członkostwa w radzie inwestorów osoby, która posiadając mniej niż 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych w danym funduszu, reprezentuje, na podstawie odpowiednich upoważnień, uczestników funduszu posiadających łącznie certyfikaty inwestycyjne w liczbie przekraczającej ten limit. Wybór wspólnych przedstawicieli do rady inwestorów jest możliwy jedynie w przypadku niepublicznego FIZ, którego rada inwestorów została wyposażona w kompetencje charakterystyczne dla zgromadzenia inwestorów, co może mieć miejsce tylko wówczas, gdy zapewniona jest reprezentatywność rady inwestorów (tzn. w jej skład wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu).

Tryb działania rady inwestorów FIZ określa statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez radę. W przeciwieństwie do SFIO, uprawnienia i obowiązki wynikające z członkostwa w radzie inwestorów FIZ, uczestnik może wykonywać nie tylko osobiście, ale również za pośrednictwem jednego pełnomocnika.

²⁹ Sąd Okręgowy w Warszawie prowadzący rejestr funduszy inwestycyjnych.

Zasadniczo rada inwestorów jest organem kontrolnym, tworzonym w celu kontrolowania realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz przestrzegania ograniczeń inwestycyjnych. W tym celu członkowie rady inwestorów mogą przeglądać księgi i dokumenty funduszu oraz żądać wyjaśnień od TFI lub zarządzającego z UE. Możliwe jest również rozszerzenie uprawnień rady inwestorów, przy czym przyznanie wpływu na politykę inwestycyjną funduszu, np. poprzez prawo wiążącego dla TFI lub zarządzającego z UE sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych, dopuszczalne jest jeżeli zapewniona jest reprezentatywność rady inwestorów poprzez udział w niej uczestników posiadających łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

Statut funduszu musi przewidywać istnienie co najmniej jednego z powyższych organów, stosownie do decyzji TFI tworzącego fundusz. Z drugiej strony, w przypadku zamiaru przekazania innemu TFI zarządzania funduszem lub przekazania zarządzającemu z UE zarządzania i prowadzenia spraw funduszu, warunkiem koniecznym jest uzyskanie zgody zgromadzenia inwestorów, w związku z czym TFI zamierzające zrealizować powyższy zamiar, musi wcześniej podjąć działania w celu zmiany statutu funduszu i wprowadzenia możliwości zwołania zgromadzenia inwestorów.

Oceniając wpływ uczestników funduszu, realizowany za pośrednictwem zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów, należy mieć na uwadze, że jeżeli wymóg uzyskania zgody jednego z ww. organów na dokonanie przez fundusz czynności prawnej wynika nie z Ustawy, lecz wyłącznie z postanowień statutu funduszu, to czynność prawna dokonana bez takiej zgody jest ważna, a uczestnikom mogą przysługiwać jedynie roszczenia odszkodowawcze względem TFI lub zarządzającego z UE. Skutek w postaci nieważności przewidziany został wyłącznie wówczas, gdy wymóg zgody na dokonanie czynności prawnej wynika z Ustawy, przy czym w tym przypadku zgoda może być wyrażona nawet po dokonaniu czynności prawnej, nie później jednak niż w terminie 2 miesięcy od dnia dokonania tej czynności prawnej.

Ponadto, przyznane zgromadzeniu inwestorów lub radzie inwestorów szczególne uprawnienia, nie mogą naruszyć istoty konstrukcji funduszu inwestycyjnego, zakładającej, że najważniejszym organem funduszu zarządzającym nim, prowadzącym jego sprawy oraz reprezentującym go w interesie wszystkich uczestników funduszu oraz ponoszącym za te działania odpowiedzialność jest TFI, a w razie przekazania zarządzania – w pewnym zakresie również zarządzający z UE. Postanowienia statutu, które pozbawiłyby TFI lub zarządzającego z UE możliwości działania czy chociażby uzależniały taką możliwość od inicjatywy zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów należałoby uznać za niezgodne z przepisami Ustawy.

IV. PODSUMOWANIE

Celem inwestowania na rynku finansowym może być chęć ochrony wartości ulokowanych aktywów, zwiększenia wartości lokat lub uzyskiwania stałego dochodu z inwestycji. Wymienione cele można osiągnąć za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Ponadto, przy wykorzystaniu konstrukcji FIZ możliwe jest stworzenie funduszu ze znacznie bardziej kompleksowymi czy dopasowanymi do indywidualnych potrzeb inwestorów celami inwestycyjnymi. Poszczególne cele inwestycyjne wiążą się z różnym:

- ➔ wachlarzem lokat funduszu oraz stosowanych technik inwestycyjnych,
- ➔ stopniem ryzyka, na które będzie narażony inwestor,
- ➔ horyzontem czasowym inwestycji,
- ➔ oczekiwanym lub możliwym wpływem uczestnika na sposób działania funduszu.

Kluczową sprawą dla inwestora staje się zatem wybór odpowiedniego funduszu.

Inwestor powinien najpierw poszukać odpowiedzi na pytanie, jaki fundusz inwestycyjny jest dla niego odpowiedni z punktu widzenia jego osobistych potrzeb, możliwości finansowych („zamrożenie” kapitału) i wreszcie akceptowanego poziomu ryzyka, niezmiennie towarzyszącego tego typu inwestycjom.

Następnie konieczna będzie analiza dokumentów ofertowych funduszy koncentrująca się na takich aspektach działalności funduszy jak:

- ➔ cel i polityka inwestycyjna funduszu,
- ➔ czas trwania funduszu (zakładany cykl inwestycyjny),
- ➔ koszty związane z uczestnictwem w funduszu,
- ➔ historyczne wyniki finansowe funduszu.

Równie wiele uwagi inwestor powinien poświęcić ocenie stabilności i jakości kadry zarządzającej, reputacji TFI czy jakości komunikacji z inwestorami.

Pierwszoplanowym kryterium wyboru funduszu będzie zwykle cel inwestycyjny, polityka inwestycyjna oraz profil docelowego inwestora, jednakże oferta funduszy inwestycyjnych jest na tyle bogata, iż inwestor, który zdecydował już w jakim celu i w co powinien inwestować fundusz, któremu powierzyć swoje zasoby finansowe, może stanąć również przed decyzją co do najważniejszej dla niego formy funduszu. Dokonując ostatecznego wyboru funduszu inwestor powinien mieć zatem świadomość ram prawnych, w których ten fundusz będzie funkcjonował.

W ramach podsumowania w Tabeli 1 przedstawiamy wybrane zagadnienia formalno-prawne, na które w szczególności należy zwrócić uwagę przed podjęciem decyzji o nabyciu jednostek uczestnictwa FIO lub SFIO bądź certyfikatów inwestycyjnych FIZ.

Tabela 1.

Kryterium	FIO	SFIO	FIZ
tytuły uczestnictwa	jednostki uczestnictwa	jednostki uczestnictwa	certyfikaty inwestycyjne
liczba uczestników	zmienna	zmienna	z założenia stała
potencjalni uczestnicy	nieograniczony krąg	możliwość „profilowania uczestników”	osoby, do których skierowano propozycję nabycia certyfikatów
organy funduszu (oprócz TFI zarządzającego funduszem)	zgromadzenie uczestników	<ul style="list-style-type: none"> ➔ zgromadzenie uczestników, ➔ rada inwestorów (fakultatywnie) 	rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów
próg wejścia do funduszu (minimalna inwestycja w fundusz) – dostępność funduszu	z reguły niski, powszechna dostępność	<ul style="list-style-type: none"> ➔ zależny od przyjętej polityki inwestycyjnej (FIO/FIZ) oraz docelowej grupy inwestorów, ➔ nawet w razie przyjęcia przez fundusz polityki FIO od inwestora może być wymagana wpłata wyższa, aniżeli typowa wpłata w FIO 	<ul style="list-style-type: none"> ➔ publiczny FIZ – z reguły niski, powszechna dostępność, ➔ niepubliczny FIZ – ograniczona dostępność, osoba fizyczna musi jednorazowo wpłacić równowartość w złotych 40 tys. euro
częstotliwość wyceny aktywów	nie rzadziej niż raz na 7 dni – w praktyce każdego dnia roboczego		nie rzadziej niż raz na 3 miesiące
możliwość nabycia tytułów uczestnictwa	w każdym momencie – jednostki uczestnictwa kreowane dla uczestnika		<ul style="list-style-type: none"> ➔ w ramach emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych, ➔ na rynku wtórnym
możliwość zbycia tytułów uczestnictwa	odkupienie przez fundusz (umorzenie)		<ul style="list-style-type: none"> ➔ wykup przez fundusz (umorzenie), ➔ zbycie na rzecz osoby trzeciej
częstotliwość odkupywania tytułów uczestnictwa	nie rzadziej niż raz na 7 dni – w praktyce każdego dnia roboczego		możliwość wykupu i jego częstotliwość określa statut (w praktyce nie częściej niż 1–4 razy w roku)

ograniczenia odkupywania tytułów uczestnictwa ³⁰	brak takiej możliwości	w funduszu dedykowanym określonej grupie inwestorów możliwe jest wskazanie warunków zażądania odkupienia jednostki uczestnictwa lub terminu wypłaty kwot z tytułu odkupienia	możliwość redukcji żądań wykupu certyfikatów inwestycyjnych
obróć na rynku regulowanym lub ASO	nie		<ul style="list-style-type: none"> ➔ publiczny FIZ – tak, ➔ niepubliczny FIZ – nie
dodatkowe możliwości/ uprawnienia dla uczestników	<ul style="list-style-type: none"> ➔ programy systematycznego oszczędzania, ➔ indywidualne konta emerytalne (IKE), indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), pracownicze programy emerytalne, ➔ dodatkowe świadczenia pieniężne dla uczestników deklarujących znaczne wpłaty, ➔ ustanowienie dyspozycji na wypadek śmierci, ➔ wypłata dochodów. 		<ul style="list-style-type: none"> ➔ dodatkowe świadczenia pieniężne dla uczestników deklarujących znaczne wpłaty, ➔ wypłata dochodów, ➔ fundusz aktywów niepublicznych – wypłata przychodów ze zbycia lokat.

* Wskazane w tabeli rozwiązania, jak również warunki ich zastosowanie powinny co do zasady wynikać ze statutu danego funduszu inwestycyjnego.

Źródło: opracowanie własne.

³⁰ Nie obejmuje nadzwyczajnych przypadków, w których nastąpiło zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa (patrz art. 84 ust. 3–4, art. 87b ust. 3, art. 89 ust. 4–5, art. 169, art. 227b Ustawy).

SŁOWNIK POJĘĆ

Aktywa funduszu – mienie funduszu inwestycyjnego obejmujące środki z tytułu wpłat uczestników funduszu, prawa nabyte przez fundusz oraz pożytki z tych praw.

Alternatywny system obrotu (ASO) – organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany. Poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami.

Dokumenty ofertowe funduszu – w przypadku:

- a) FIO: prospekt informacyjny oraz kluczowe informacje dla inwestorów,
- b) SFIO: prospekt informacyjny, kluczowe informacje dla inwestorów, informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego,
- c) FIZ: zależnie od charakteru funduszu i trybu oferowania certyfikatów inwestycyjnych – prospekt emisyjny, memorandum informacyjne albo warunki emisji oraz informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego.

Dyrektywa UCITS – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z 13.07.2009 r. *ws. koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)*.

Dyrektywa ZAFI – dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. *ws. zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010*.

FIO – fundusz inwestycyjny otwarty.

Firma inwestycyjna – dom maklerski; bank krajowy; prowadzący na terytorium Polski działalność maklerską bank z państwa należącego do UE oraz podmiot z państwa należącego do Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju lub Światowej Organizacji Handlu, posiadający zezwolenie właściwego organu nadzoru tego państwa na wykonywanie działalności maklerskiej.

FIZ – fundusz inwestycyjny zamknięty.

Instrumenty rynku pieniężnego – papiery wartościowe lub prawa majątkowe inkorporujące wyłączenie wierzytelności pieniężne:

- a) o terminie realizacji praw nie dłuższym niż 397 dni liczonym od dnia ich wystawienia lub od dnia ich nabycia, lub
- b) które regularnie podlegają dostosowaniu do bieżących warunków panujących na rynku pieniężnym w okresach nie dłuższych niż 397 dni, lub

- c) których ryzyko inwestycyjne, w tym ryzyko kredytowe i ryzyko stopy procentowej, odpowiada ryzyku instrumentów finansowych, o których mowa w ww. lit. a lub b
- oraz co do których istnieje podaż i popyt umożliwiające ich nabywanie i zbywanie w sposób ciągły na warunkach rynkowych, przy czym przejściowa utrata przez nie płynności nie powoduje utraty statusu instrumentu rynku pieniężnego.

Inwestor – uczestnik (posiadacz jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych) lub potencjalny uczestnik funduszu inwestycyjnego (zamierzający nabyć jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne).

Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) – państwowy organ nadzoru, sprawujący nadzór nad sektorem bankowym, rynkiem kapitałowym, ubezpieczeniowym i emerytalnym, nad instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych oraz nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową. Celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku.

Rynek regulowany – działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu.

SFIO – specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty.

Spółka zarządzająca – podmiot z siedzibą w państwie członkowskim Unii Europejskiej innym niż Polska, który uzyskał zezwolenie właściwego organu w tym państwie na wykonywanie działalności w zakresie zarządzania funduszami prowadzącymi działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe (funduszami typu UCITS).

Towarowe instrumenty pochodne – prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych. Stosowane w celu czerpania zysków ze zmian na światowych rynkach cen towarów i surowców, np. ropy naftowej, złota itp.

Zarządzający z UE – podmiot z siedzibą w państwie członkowskim Unii Europejskiej innym niż Polska, który uzyskał zezwolenie właściwego organu w tym państwie na wykonywanie działalności zarządzania alternatywnym funduszem inwestycyjnym (funduszem innym niż fundusz typu UCITS).

Komisja Nadzoru Finansowego
Pl. Powstańców Warszawy 1
Skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1
Tel. (+48) 22 262 50 00
Fax (+48) 22 262 51 11
knf@knf.gov.pl
www.knf.gov.pl



ISBN 978-83-63380-59-5