

**PRAWA UCZESTNIKA
FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO
I SPOSÓB ICH REALIZACJI**



PRAWA UCZESTNIKA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO I SPOSÓB ICH REALIZACJI

Stan prawny na dzień 1 września 2004 roku

Witold Pochmara
Artur Zapała

Publikacja została wydana nakładem
Komisji Papierów Wartościowych i Giełd

© Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa
fax (22) 33 26 793
www.kpwig.gov.pl

Warszawa 2004, wydanie II zaktualizowane

ISBN 83-86897-11-2

Druk: OFFSET DRUK i MEDIA Sp. z o.o.

Spis treści

<i>Przedmowa</i>	7
<i>Rozdział 1</i>	
<i>Czym są fundusze inwestycyjne i jak do nich przystąpić</i>	11
1. Uwagi wstępne	11
2. Czym jest fundusz inwestycyjny	16
3. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych	17
4. Podmioty działające na zlecenie towarzystwa lub funduszu	18
5. Rodzaje funduszy inwestycyjnych	23
6. Przystąpienie do funduszu inwestycyjnego	34
<i>Rozdział 2</i>	
<i>Statut jako podstawowy dokument regulujący prawa i obowiązki uczestnika funduszu inwestycyjnego</i>	37
1. Charakter statutu	37
2. Treść statutu	39
<i>Rozdział 3</i>	
<i>Charakterystyka jednostek uczestnictwa i związanych z nimi uprawnień</i>	61
1. Czym są jednostki uczestnictwa	61
2. Uprawnienia związane z posiadaniem jednostek uczestnictwa	64
<i>Rozdział 4</i>	
<i>Charakterystyka certyfikatów inwestycyjnych i związanych z nimi uprawnień</i>	72
1. Charakter certyfikatów inwestycyjnych	72
2. Kompetencje rady inwestorów funduszu inwestycyjnego zamkniętego	81
3. Kompetencje zgromadzenia inwestorów funduszu inwestycyjnego zamkniętego	86
4. Uprawnienia dla posiadaczy certyfikatów inwestycyjnych wynikające z systemu rekompensat	89
<i>Rozdział 5</i>	
<i>Odpowiedzialność towarzystwa funduszy inwestycyjnych wobec uczestników</i>	92
1. Odpowiedzialność za działania własne funduszu	93
2. Odpowiedzialność za działania podmiotów, którym towarzystwo powierzyło wykonywanie niektórych obowiązków	95

3. Podstawa wyłączenia odpowiedzialności towarzystwa	96
4. Szczególne zasady odpowiedzialności w przypadku zlecenia zarządzania portfelem funduszu inwestycyjnego (outsourcing)	97
5. Zasady odpowiedzialności podmiotów pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa.	100
6. Odpowiedzialność za wyniki funduszu inwestycyjnego	100
7. Wymogi kapitałowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych	107
8. Zasady postępowania uczestników w sytuacji stwierdzenia naruszenia ich praw	109

Rozdział 6

<i>Rola depozytariusza</i>	114
1. Depozytariusz w systemie ochrony praw uczestników funduszu inwestycyjnego	114
2. Podmioty, które mogą pełnić funkcję depozytariusza	116
3. Wybór depozytariusza	118
4. Obowiązki depozytariusza	119
5. Wyłączenie aktywów funduszu z egzekucji, z masy upadłości lub postępowania naprawczego	136
6. Odpowiedzialność depozytariusza	136

Rozdział 7

<i>Niektóre przykłady działań na szkodę uczestników funduszy inwestycyjnych. Rola nadzoru wewnętrznego</i>	140
1. Niektóre rodzaje oszustw jakie mogą wystąpić w związku z działalnością funduszy inwestycyjnych	140
2. Złe zarządzanie operacjami funduszu	154
3. Najczęstsze formalne błędy w działaniu towarzystw funduszy inwestycyjnych, depozytariuszy i dystrybutorów	157
4. Zapobieganie nieprawidłowościom – funkcjonowanie nadzoru wewnętrznego w podmiotach zarządzających funduszami	158

Rozdział 8

<i>Rola Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w procesie ochrony praw inwestorów – zasady nadzoru Komisji nad funduszami inwestycyjnymi</i>	162
1. Zadania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd	162
2. Formy nadzoru Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nad działalnością w zakresie funduszy inwestycyjnych	163
3. Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych	174
4. Postępowanie kontrolne i wyjaśniające	180
5. Prowadzenie postępowań administracyjnych wobec nadzorowanych podmiotów	183
6. Znaczenie nadzoru sprawowanego przez Komisję dla uczestników funduszy inwestycyjnych	187

Rozdział 9

<i>Szczególne zasady nadzoru nad funduszami zagranicznymi oraz zagranicznymi podmiotami zarządzającymi funduszami</i>	190
1. Zbywanie tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej	191
2. Tworzenie oddziałów i wykonywanie działalności przez spółki zarządzające funduszami zagranicznymi	200

Przedmowa

Praca, wydana w kilka miesięcy po uchwaleniu nowej Ustawy o funduszach inwestycyjnych, jest niezwykle pomocnym narzędziem dla inwestora. Inwestora, który znalazł się w zupełnie nowym dla siebie otoczeniu zarówno prawnym jak i rynkowym spowodowanym nowymi regulacjami Ustawy o Funduszach Inwestycyjnych oraz przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Autorzy tej pracy, wybitni praktycy o długoletnim doświadczeniu na rynku funduszy inwestycyjnych, w sposób fachowy przeprowadzają inwestora poprzez meandry aktualnych regulacji prawnych.

Wydanie II niniejszej pracy jest uaktualnieniem związanym z zupełnie nową sytuacją, jaka powstała po uchwaleniu przez Sejm nowej Ustawy o Funduszach Inwestycyjnych w czerwcu 2004 roku. Nowa ustawa - nie nowelizacja poprzednio obowiązującej, wskazuje na ogrom wprowadzanych zmian. Głównym celem Ustawy było dostosowanie polskiego prawa do regulacji europejskich w obszarze funduszy inwestycyjnych. Ustawodawstwo europejskie w tym zakresie to zespół Dyrektyw zwany w skrócie UCITS III. UCITS, skrót od *Undertaking Collective Investments in Transferable Securities* - czyli *Przedsięwzięcia w Zakresie Wspólnego Inwestowania w Zbywalne Papiery Wartościowe*, innymi słowy obszar działania funduszy inwestycyjnych. Ten zbiór Dyrektyw to: Dyrektywa 85/611/EEC z 20.12.1985r. zmieniona dyrektywami 2001/107 i 108/WE z 21.01.2002r.

Te wyżej wymienione regulacje zawierają przepisy mające wprowadzić harmonizację i pewną standaryzację przyjętych rozwiązań prawnych w krajach Unii Europejskiej w zakresie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Harmonizacja w tym obszarze jest o tyle konieczna, gdyż w krajach Unii przepisy dotyczące wspomnianego zakresu rozwijały się niezależnie i praktycznie w każdym kraju członkowskim przybrały inne, choć w wielu zakresach zbliżone regulacje. Przystąpienie do Unii nowych Państw nie polepszyło sytuacji w zakresie spójności regulacji. Kompromis UCITS jest jedyną drogą do tego by inwestor mógł łatwiej orientować się na rynku funduszy.

Od początku istnienia funduszy inwestycyjnych w naszym kraju były one poddane bardzo wysokim rygorom dotyczącym bezpieczeństwa inwestora oraz nadzoru operacji. Bardzo prosta, klarowna i bezpieczna konstrukcja prawna funduszu i firmy zarządzającej pozwalała na rozwój branży i zdobycie zaufania klientów. Należy zwrócić uwagę na fakt, że w całej historii działań funduszy inwestycyjnych w Polsce branża ta jest i była wolna od wstrząsów afer i podejrzeń. Bardzo silny nadzór i kontrola, szereg restrykcji, uchroniły branżę przed utratą reputacji. To, co było dobre a nawet zbawienne w okresie powstawania sektora, w sytuacji konfrontacji z krajami europejskimi gdzie fundusze inwestycyjne funkcjonowały o wiele dziesięcioleci dłużej, nie dawało szans na swobodne konkurowanie. Warunki działania funduszy polskich powinny podlegać podobnym przepisom jak w krajach europejskich by polskie fundusze mogły konkurować lub by w konkurencji nie były skazane na przegraną.

Regulacje z obszaru dostosowania do konkurowania na równych prawach to rozszerzenie przedmiotu działalności Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych na zarządzanie nie tylko funduszami, ale i aktywami (w tym doradztwo), podobnie jak ma to miejsce w krajach Unii Europejskiej. Taka dywersyfikacja działania pozwoli na poprawę sytuacji polskich firm. Dodatkowa możliwość dywersyfikacji powstaje poprzez możliwość dystrybuowania funduszy trzecich przez TFI.

Nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych w znacznym stopniu zmienia warunki działania na tym rynku, zmienia również prawa in-

westora. Inwestor może liczyć na niniejszą publikację wprowadzającą go w nową sytuację i będącą przewodnikiem po jego prawach. Doświadczenie zawodowe autorów jest gwarancją, że przedstawiona w pracy wiedza będzie niezwykle przydatna dla praktyków jak również interesująca dla wszystkich, którzy tajniki tego rynku chcą zgłębić.

dr Marek Łukaszewski

Prezes Zarządu Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych
w Polsce

Warszawa, wrzesień 2004 r.

Rozdział 1

Czym są fundusze inwestycyjne i jak do nich przystąpić

1. Uwagi wstępne

Każdy, kto chce dokonywać inwestycji na rynku kapitałowym, ma do wyboru kilka możliwości. Po pierwsze – może udać się do domu maklerskiego i podpisawszy stosowne umowy otworzyć rachunek papierów wartościowych oraz rachunek pieniężny. Po tym pozostaje już tylko śledzić bieżące komunikaty dotyczące rynku, obserwować kursy papierów wartościowych, czytywać analizy i komentarze drukowane w prasie fachowej. Dodatkowo można skorzystać z doradztwa domu maklerskiego i polegać na opiniach zatrudnionych w nim analityków. Możliwość powyższa ma, jak wszystko, swoje wady i zalety. Do niewątpliwych zalet (dla osób ceniących samodzielność) należy to, że sami możemy decydować o swoich inwestycjach i sami ponosimy w pełni odpowiedzialność za podjęte decyzje inwestycyjne (wszak uzyskane na podstawie umowy o doradzanie analizy lub komentarze i opinie przeczytane w prasie, są tylko opiniami i nikt nie może mieć pretensji do ich autorów z powodu tego, że do nich się zastosował). Do wad zaliczyć należy niepewność, jaka wiąże się z samodzielnym podejmowaniem decyzji, konieczność czasochłonnego, bieżącego śledzenia wydarzeń rynkowych (nie da się podejmować trafnych decyzji inwestycyjnych będąc niejako „w próżni informacyjnej”) oraz koszty dokonywa-

nych transakcji i koszty usług dodatkowych jak np. doradztwa inwestycyjnego.

Drugą możliwością uczestniczenia w rynku kapitałowym jest podpisanie z domem maklerskim umowy o zarządzanie. W wyniku realizacji tej umowy dom maklerski, a konkretnie zatrudnieni w tym domu maklerskim doradcy inwestycyjni, będą za nas (w naszym imieniu i na nasz rachunek) podejmować decyzje inwestycyjne, w ramach powierzonych im środków. Niewątpliwą zaletą rozwiązania powyższego jest fakt, że podpisanie umowy o zarządzanie zdejmuje z nas ciężar „nadażania za rynkiem”, czyli bieżącego śledzenia wieści dotyczących notowań giełdowych, wydarzeń w spółkach, itp. Wszystko to wykonają za nas doradcy inwestycyjni. Ponadto, w zależności od osobistych skłonności do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego, można jego poziom określić w umowie, wskazując z góry czy inwestycja ma być raczej bezpieczna (czyli z reguły dająca mniejszy, ale pewny dochód) czy też bardziej agresywna (ale za to rokująca większe nadzieje co do spodziewanych zysków). Jednakże jest pewien mankament, powodujący, że to rozwiązanie nie nadaje się dla wszystkich zainteresowanych. Mankamentem tym jest minimalna wartość środków, jakie trzeba powierzyć domowi maklerskiemu w zarządzanie. Z uwagi na ponoszone koszty i opłacalność przedsięwzięcia, kwota ta oscyluje w granicach kilkudziesięciu tysięcy złotych, co będzie z pewnością utrudnieniem dla inwestorów o nieco skromniejszych zasobach finansowych.

Trzecią wreszcie możliwością jest uczestnictwo w wybranym funduszu inwestycyjnym. Rozwiązanie wydaje się posiadać liczne zalety, a przy tym łagodzi większość spośród wskazanych wyżej mankamentów pozostałych form uczestniczenia w rynku kapitałowym. Spróbujmy wykażać zatem jakie argumenty przemawiają za wyborem tej właśnie formy uczestniczenia w rynku kapitałowym:

ŁATWOŚĆ DOSTOSOWANIA DO POTRZEB:

- dokonując wyboru funduszu inwestycyjnego jednocześnie dokonujemy wyboru określonej polityki inwestycyjnej, co oznacza dużą elastyczność tej formy inwestowania w stosunku do indywidualnego poziomu skłonności do ponoszenia ryzyka,

NISKIE KOSZTY INWESTYCJI:

- ponieważ w funduszu inwestycyjnym uczestniczy z reguły bardzo dużo podmiotów, koszty funkcjonowania funduszu są niższe, bowiem rozkładają się na większą liczbę osób,

DOSTĘPNOŚĆ BEZ WZGLĘDU NA STOPIEŃ ZAMOŻNOŚCI:

- minimalna wysokość wpłat do funduszu jest z reguły określona na bardzo niskim poziomie, co oznacza praktycznie nieograniczoną dostępność tej formy inwestowania,

INDYWIDUALIZACJA OFERTY:

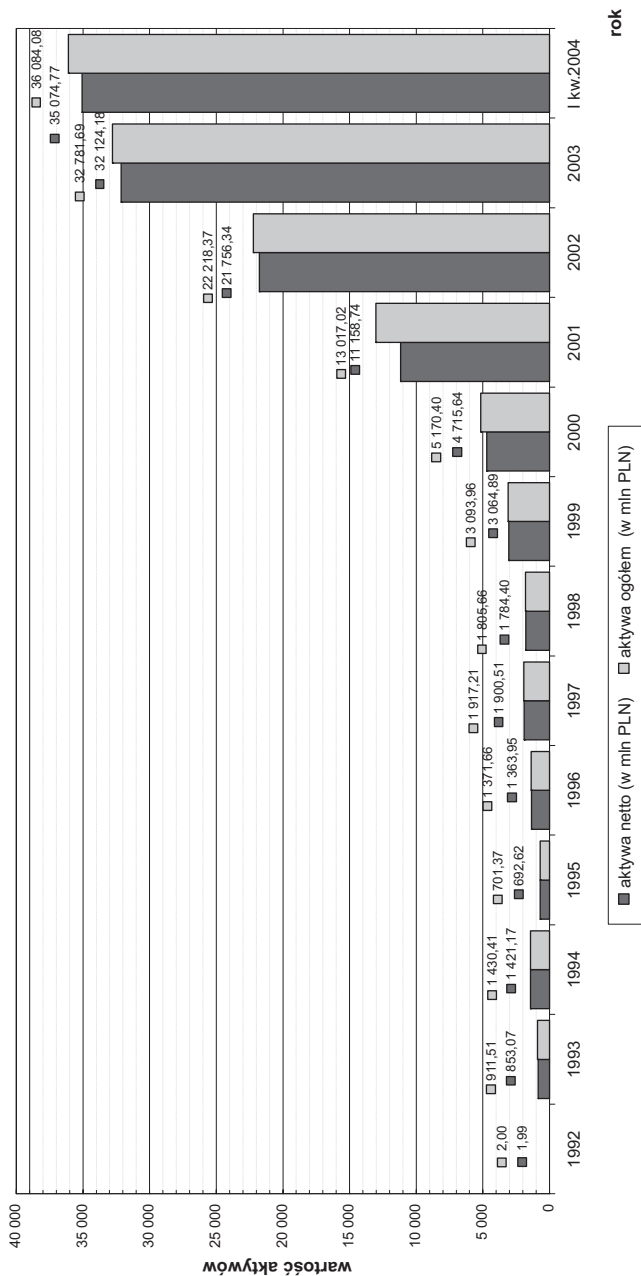
- elastyczność zapisów statutowych pozwala na specjalne traktowanie osób, które mogą ulokować w funduszu inwestycyjnym znaczne środki, np. poprzez zmniejszanie opłat obciążających tych uczestników.

Chociaż panuje powszechne przekonanie, że fundusze inwestycyjne są przeznaczone raczej dla osób mało aktywnych i o niewielkiej skłonności do ryzyka, jednakże uczestniczenie w funduszu inwestycyjnym, jako forma dokonywania inwestycji na rynku kapitałowym może zadowolić zarówno osoby o większym temperamencie inwestycyjnym, jak i te bardziej nastawione na spokojne inwestowanie. Dzieje się tak dlatego, że oferta funduszy inwestycyjnych jest dzisiaj tak szeroka, że może zadowolić każdego inwestora.

Na potwierdzenie powyższego przedstawiam wykres obrazujący stały wzrost nie tylko liczby funduszy inwestycyjnych, lecz także, co cieszy najbardziej, przyrost aktywów będących w zarządzaniu funduszy inwestycyjnych.

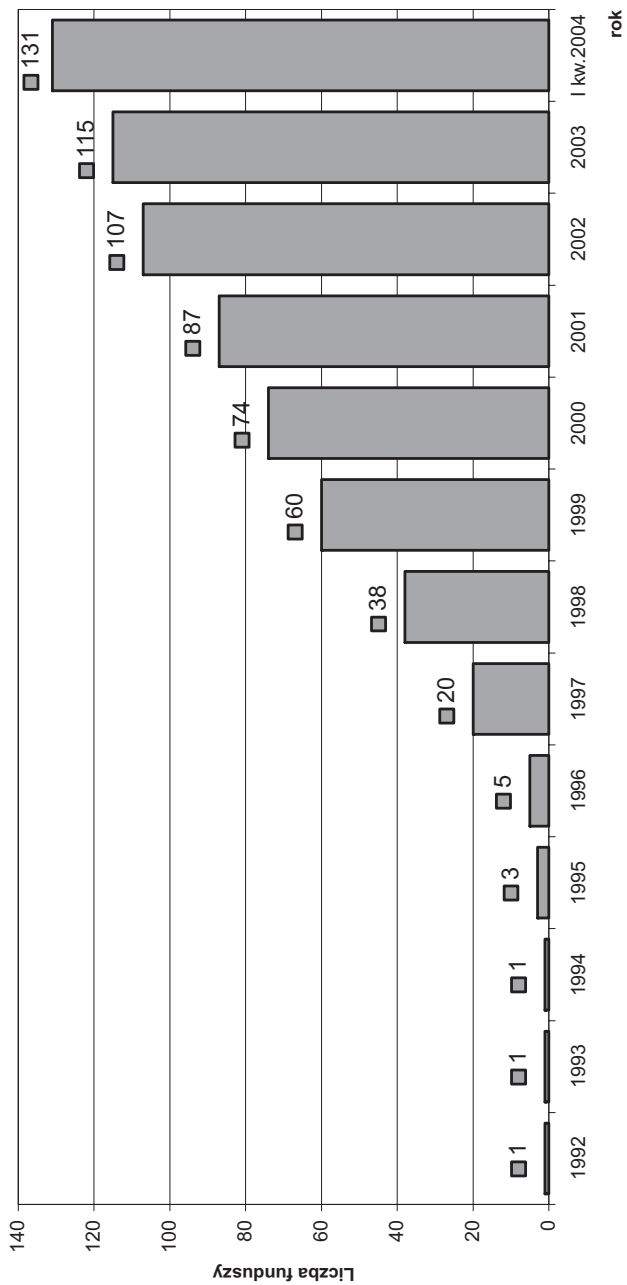
Funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych uregulowane jest przez przepisy ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546), dalej zwanej „ustawą”, oraz w aktach wykonawczych do niej. Pełny tekst ustawy i aktów wykonawczych, poza wskazanym publikatorem – Dziennikiem Ustaw – można odnaleźć na stronach internetowych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd – www.kpwig.gov.pl.

Aktywa ogółem oraz aktywa netto (w mln PLN) funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2004*



* Na wykresie uwzględniono dane jedynie tych funduszy, które sporządzały roczne sprawozdania finansowe oraz sprawozdania kwartalne w przypadku 2004 r.

Liczba funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2004*



* Liczba funduszy obejmuje jedynie te podmioty, które sporządzały roczne sprawozdania finansowe oraz sprawozdania kwartalne w przypadku 2004 r.

2. Czym jest fundusz inwestycyjny

Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną. Oznacza to, że może we własnym imieniu nabywać prawa i zaciągać zobowiązania. Jednakże fundusz inwestycyjny jest bardzo specyficzną osobą prawną, ponieważ w istocie rzeczy stanowi on jedynie masę majątkową utworzoną z wpłat uczestników i nabytych za te wpłaty aktywów. Jako organ zarządzający funduszem inwestycyjnym działa towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Jedynym przedmiotem działalności funduszu inwestycyjnego jest lokowanie pozyskanych od uczestników środków pieniężnych¹ w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

Adresem i siedzibą funduszu inwestycyjnego jest adres i siedziba towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ponadto wszelkich czynności w imieniu funduszu dokonują osoby upoważnione do reprezentowania towarzystwa.

Fundusz inwestycyjny w terminach wynikających z ustawy i statutu musi dokonywać wyceny aktywów funduszu oraz obliczać wartość aktywów netto funduszu, którą to wartość ustala się pomniejszając wartość aktywów funduszu o jego zobowiązania. Ustalenie wartości aktywów netto ma także znaczenie dla zbywania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, o czym będzie mowa niżej w części poświęconej omówieniu sposobów przystąpienia do funduszu.

Do utworzenia funduszu niezbędne jest zgodnie z ustawą nadanie mu statutu przez towarzystwo, zawarcie umowy z depozytariuszem o prowadzenie rejestru aktywów, wydanie zezwolenia przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (dalej zwaną „Komisją”), zebranie wpłat w wysokości i terminach określonych statutem oraz wpisanie

¹ Wpłaty od uczestników mogą być przyjmowane nie tylko w środkach pieniężnych lecz także w papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu jeżeli pozwala na to statut funduszu, lub w papierach wartościowych nie dopuszczonych do publicznego obrotu bądź w udziałach w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, gdy ustawa i statut tak stanowią.

funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych prowadzonego przez Sąd Okręgowy w Warszawie. Rejestr ten jest jawny, tj. każda osoba może go przeglądać bez konieczności wykazywania interesu prawnego lub faktycznego. Poprzez wpis do rejestru sądowego fundusz nabywa osobowość prawną i z tą chwilą może rozpocząć samodzielną działalność.

3. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych

Towarzystwo działa w formie spółki akcyjnej o zaostrzonych w stosunku do zwykłych spółek akcyjnych wymogach kapitałowych². Zaostrzenie to zagwarantować ma bezpieczne i stabilne zarządzanie funduszami inwestycyjnymi oraz zdolność do zadośćuczynienia ewentualnym roszczeniom uczestników funduszy zarządzanych przez towarzystwo.

Podobnie jak fundusze inwestycyjne towarzystwa funduszy inwestycyjnych mają ograniczony zakres działalności gospodarczej, bowiem podstawowym przedmiotem działalności towarzystwa jest tworzenie funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych. Dodatkowo za zezwoleniem Komisji towarzystwo może rozszerzyć swoją działalność o zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie, doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi, pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, pełnienie funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych. Ponadto ustawa wprowadza

² W przypadku typowej spółki akcyjnej minimalny kapitał zakładowy powinien wynosić 500 000 zł, podczas gdy w przypadku towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinien on wynosić 125 000 EURO. Są to wprawdzie zbliżone wielkości, jednakże w towarzystwach funduszy inwestycyjnych obowiązują dodatkowo reguły dotyczące utrzymywania wysokości kapitałów własnych na odpowiednim poziomie w stosunku do kosztów ponoszonych przez towarzystwo oraz zwiększania tej wysokości w przypadku wzrostu wartości aktywów funduszy inwestycyjnych i wartości aktywów zbiorczych portfeli papierów wartościowych.

szereg ograniczeń dla towarzystw funduszy inwestycyjnych w prowadzeniu działalności inwestycyjnej na własny rachunek. Uzasadnienia powyższych rozwiązań należy poszukiwać w chęci ograniczenia przez ustawodawcę ryzyka związanego z działalnością zarówno funduszu inwestycyjnego jak i towarzystwa. Chodzi o to, by do „naturalnego” dla funduszu ryzyka związanego z inwestowaniem na rynku papierów wartościowych nie dodawać ryzyka związanego z innym rodzajem działalności gospodarczej prowadzonej bądź to przez fundusz bądź to przez towarzystwo nim zarządzające. Kolejnym przejawem ustawowego ograniczania ryzyka uczestników funduszy inwestycyjnych jest opisana wyżej konstrukcja osobowości prawnej funduszu inwestycyjnego. Dzięki takiemu rozwiązaniu majątek powierzony przez uczestników do funduszu i aktywa nabyte w zamian pozostają cały czas odrębnym majątkiem funduszu, nie związanym z towarzystwem funduszy inwestycyjnych, dzięki czemu ryzyko upadłości czy wystąpienia innych negatywnych zdarzeń gospodarczych w stosunku do towarzystwa nie powoduje reperkusji w postaci pogorszenia sytuacji uczestników funduszu inwestycyjnego.

4. Podmioty działające na zlecenie towarzystwa lub funduszu

W procesie zarządzania i działalności funduszy inwestycyjnych występuje znacznie więcej podmiotów niż tylko sam fundusz i będące jego organem towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Czasami nawet można odnieść wrażenie, że w praktyce wyłączną rolę towarzystwa jest wykreowanie i marketing produktu pod nazwą fundusz inwestycyjny. Resztą, tj. zarządzaniem, sprzedażą, przechowywaniem aktywów i prowadzeniem rejestru uczestników, mogą zająć się inni. Wśród podmiotów odgrywających największą rolę w działalności funduszy inwestycyjnych należy wymienić:

- depozytariuszy,
- podmioty zarządzające funduszami inwestycyjnymi na zlecenie,
- podmioty prowadzące rejestry uczestników funduszy inwestycyjnych,
- podmioty prowadzące dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Depozytariusz

Depozytariuszem funduszu może być wyłącznie bank krajowy, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 000 000 zł, oddział instytucji kredytowej posiadający siedzibę na terytorium RP, jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 000 000 zł, albo Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. Depozytariusz sprawuje wobec funduszu funkcje powierniczo - kontrolne dbając nie tylko o to, aby aktywa funduszu przechowywane były w sposób bezpieczny lecz także o to, by działalność funduszu była zgodna z przepisami prawa i statutem.

Do obowiązków depozytariusza należy przede wszystkim prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, prowadzenie rachunków, na których zapisywane są aktywa funduszu (rachunków bankowych i rachunków papierów wartościowych), zawieranie z innymi podmiotami umów o prowadzenie rachunków funduszu (tzw. subdepozytariusze), zapewnienie zgodności procesu odkupywania jednostek uczestnictwa lub wykupywania certyfikatów inwestycyjnych z przepisami prawa i statutem funduszu, kontrola i nadzór nad terminowością rozliczania umów dotyczących aktywów funduszu oraz nad prawidłowością obliczania wartości aktywów netto i wartości jednostki uczestnictwa.

Ustawa wymaga by depozytariusz działał niezależnie od towarzystwa funduszy inwestycyjnych i w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego. Niekiedy depozytariusz ma obowiązek działania w charakterze rzecznika interesu uczestników i występować w ich imieniu z powodztwem do sądu przeciwko towarzystwu funduszy inwestycyjnych z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków związanych z zarządzaniem funduszem.

Depozytariusz pełni również bardzo ważną rolę w przypadku likwidacji funduszu inwestycyjnego, bowiem ustawa powierza mu funkcję likwidatora funduszu³, do zadań którego należy zbycie aktywów fundu-

³ W przypadku wystąpienia jednej z przesłanek likwidacji funduszu towarzystwo funduszy inwestycyjnych przestaje funkcjonować jako organ funduszu. Jedynym podmiotem uprawnionym do reprezentowania funduszu i zarządzania nim staje się likwidator czyli depozytariusz.

szu, ściągnięcie należności, zaspokojenie wierzycieli funduszu i wypłata uczestnikom środków pieniężnych proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

W celu zapewnienia pełnej niezależności depozytariusza, zwiększenia jego pozycji i wiarygodności, ustawa wprowadza ograniczenia dotyczące powiązań kapitałowych i personalnych pomiędzy depozytariuszem a towarzystwem funduszy inwestycyjnych oraz wprowadza wzruszalne domniemanie, zgodnie z którym jeżeli uczestnicy funduszu inwestycyjnego ponieśli szkody spowodowane nienależytym wykonaniem lub niewykonaniem obowiązków towarzystwa w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji, domniemywa się, że depozytariusz będący podmiotem z grupy kapitałowej towarzystwa, świadomie zaniechał wykonywania swoich obowiązków wynikających z ustawy i umowy.

Podmiot zarządzający funduszem inwestycyjnym na zlecenie

Zasadniczo zarządzanie funduszem inwestycyjnym należy do zadań towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W tym celu towarzystwo obowiązane jest zatrudniać co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych. Jednakże ustawa przewiduje możliwość zlecenia zarządzania portfelem funduszu lub jego częścią domowi maklerskiemu prowadzącemu działalność na podstawie przepisów ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, brokerowi zagranicznemu lub innemu wyspecjalizowanemu podmiotowi np. w zakresie zarządzania nieruchomościami. W przypadku, gdy towarzystwo zleci zarządzanie całością portfeli inwestycyjnych funduszy, wówczas nie ma obowiązku zatrudniania doradców inwestycyjnych. Istniejąca praktyka dowodzi, że towarzystwa chętnie korzystają z tej możliwości i zlecają zarządzanie funduszami podmiotom typu *asset management* działającymi w ramach tej samej grupy kapitałowej. Pozwala to na osiągnięcie pewnych oszczędności związanych z tym, że towarzystwo nie musi tworzyć całego kosztownego zaplecza niezbędnego do skutecznego zarządzania lecz może powierzyć zarządzanie za wynagrodzeniem podmiotowi, który zaplecze takie już posiada. Możliwy jest także inny kierunek rozwoju, mianowicie prze-

niesienie zarządzania portfelami klientów indywidualnych z domów maklerskich do towarzystw funduszy inwestycyjnych.

Zlecenie zarządzania innemu podmiotowi nie oznacza, że towarzystwo uwalnia się w ten sposób od odpowiedzialności z tytułu niewłaściwego zarządzania. Zgodnie z ustawą za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem umowy o zarządzanie wobec uczestników funduszu odpowiada solidarnie towarzystwo i podmiot zarządzający funduszem.

Podmiot prowadzący rejestr uczestników funduszy inwestycyjnych

Rejestr uczestników funduszy inwestycyjnych prowadzony jest przez każdy fundusz celem identyfikacji uczestników i ustalenia liczby jednostek uczestnictwa przysługujących każdemu z nich. Rejestr taki zawiera oprócz powyższym danych także informacje dotyczące:

- daty nabycia, liczby i ceny nabycia jednostek uczestnictwa,
- daty odkupienia, liczby odkupionych jednostek i wysokości kwoty wypłaconej uczestnikowi z tytułu odkupienia,
- daty wypłacenia uczestnikowi dochodów funduszu oraz wysokości wypłaty,
- pełnomocnictw udzielonych przez uczestnika,
- zastawu ustanowionego na jednostkach uczestnictwa.

Jak wynika z powyższego zestawienia informacji, które są zawarte w rejestrze uczestników, jest to dość skomplikowane narzędzie i jego prowadzenie wymaga dobrego oprogramowania oraz zatrudnienia osób specjalnie przeszkolonych w tym celu. Sytuację dodatkowo jeszcze komplikuje fakt, że częstokroć uczestnik może mieć więcej niż jeden rejestr w danym funduszu.

Wobec tego wykształciła się praktyka powierzenia przez fundusze prowadzenia rejestrów uczestników podmiotom wyspecjalizowanym w tym zakresie - agentom transferowym. Do zadań agenta transferowego w ramach prowadzenia rejestrów uczestników funduszy należy bieżąca aktualizacja sald rejestrów, przyjmowanie dyspozycji od uczestników skutkujących zmianami danych w rejestrze, np. teleadresowych lub dotyczących udzielonych pełnomocnictw. Agent transferowy, jako pod-

miot posiadający dane o wszystkich uczestnikach funduszy utrzymuje także z nimi kontakt w zakresie wynikającym ze statutów tj. przykładowo przekazuje im potwierdzenia nabyć jednostek uczestnictwa lub niekiedy nawet informuje o zmianach statutów lub innych istotnych dla uczestnika kwestiach.

Podmioty prowadzące dystrybucję jednostek uczestnictwa

Dystrybucja jednostek uczestnictwa może być prowadzona przez fundusz, domy maklerskie oraz inne podmioty, o ile posiadają zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Podmiotami tymi mogą być zarówno banki lub domy maklerskie jak i przedsiębiorstwa prowadzące działalność w innym zakresie (w praktyce obok banków najczęściej są to firmy działające w zakresie sprzedaży funduszy emerytalnych). W przypadku, gdy którykolwiek z podmiotów zajmujących się dystrybucją jednostek uczestnictwa korzysta w tej działalności z pośrednictwa osób fizycznych pozostających z nim w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze (tzw. agenci), wówczas należy pamiętać o tym, że osoby te nie mogą przyjmować wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa jak również dokonywać wypłat z tytułu umorzenia. Rozwiązanie to ma charakter ostrożnościowy i ma zapobiegać przypadkom zawłaszczenia powierzonych środków pieniężnych przez nieuczciwych pośredników. Jego zadaniem jest ochrona zarówno uczestników jak i samych towarzystw funduszy inwestycyjnych, które odpowiadają za działania dystrybutorów.

Dystrybucja jednostek uczestnictwa odbywa się zgodnie z procedurami opracowanymi przez towarzystwo we współpracy z agentem transferowym.

Obecnie poza tradycyjną sprzedażą prowadzoną w okienkach bankowych lub punktach obsługi klienta coraz większą rolę zaczyna odgrywać dystrybucja jednostek uczestnictwa za pomocą internetu oraz interaktywnych systemów rozpoznawania mowy (*call center*). Podmioty prowadzące dystrybucję w ten sposób obowiązane są posiadać odpowiednią infrastrukturę techniczną celem zapewnienia bezpieczeństwa, poufności i integralności przekazywanych danych.

5. Rodzaje funduszy inwestycyjnych

Mówiąc o rodzajach funduszy inwestycyjnych trzeba mieć na uwadze występowanie różnych płaszczyzn podziału. Pierwszą i chyba najważniejszą jest płaszczyzna dotycząca ustawowo wskazanych rodzajów, typów i szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z przepisami ustawy istnieje podział na:

- fundusze inwestycyjne otwarte,
- specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte,
- fundusze inwestycyjne zamknięte,

Poniżej przedstawiam krótką charakterystykę każdego rodzaju funduszu.

Fundusze inwestycyjne otwarte

Ten rodzaj funduszy charakteryzuje się największymi ograniczeniami inwestycyjnymi i jednocześnie największą dostępnością dla uczestników. Jak sama nazwa wskazuje, fundusz ten jest otwarty dla wszelkiego rodzaju uczestników i niedopuszczalne są jakiegokolwiek ograniczenia w tym względzie. Ta cecha funduszu determinuje jednocześnie restrykcyjną politykę inwestycyjną. Celem takiego unormowania jest możliwie największe zmniejszenie poziomu ryzyka inwestycyjnego. Fundusze te emitują jednostki uczestnictwa, które reprezentują jednakowe prawa majątkowe.

Warto wspomnieć na marginesie, że właśnie ten rodzaj funduszy jest skoordynowany z regulacjami Unii Europejskiej⁴.

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte

Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte podobnie jak fundusze otwarte, mają określoną restrykcyjną politykę inwestycyjną i emitują jednostki uczestnictwa. Jednakże cechą wyróżniającą tego typu fundusze jest możliwość ograniczenia ich otwartości. Statut funduszu

⁴ Dyrektywa Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EEC z dnia 20 grudnia 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS), zmieniona przez dyrektywę Nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. oraz dyrektywę 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r.

może bowiem stanowić, że uczestnikami funduszu mogą być wyłącznie podmioty wskazane w statucie lub spełniające warunki tam wskazane. W takim przypadku statut funduszu może określać warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, w tym w szczególności termin, w którym uczestnik powinien zgłosić zamiar odkupienia jednostek uczestnictwa, lub termin w którym nastąpi wypłata kwoty z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa. Rozwiązanie to pozwala na stworzenie funduszu inwestycyjnego adresowanego np. wyłącznie do osób o określonej zasobności portfela, lub też podmiotów z danej grupy kapitałowej, czy też wreszcie wyłącznie do osób prawnych. W przypadku funduszu, w którym zgodnie ze statutem uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne, jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej lub osoby fizyczne, które dokonają jednorazowej wpłaty do funduszu w wysokości równoważności w złotych co najmniej 40 000 EURO, fundusz może stosować zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Na koniec nie można nie wspomnieć o jeszcze jednej, jakże istotnej różnicy. W funduszu inwestycyjnym otwartym uczestnicy nie mają żadnego wpływu na działalność funduszu, tymczasem w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym uczestnicy mogą utworzyć organ funduszu działający pod nazwą rady inwestorów. Organ ten ma za zadanie kontrolę realizacji celu inwestycyjnego funduszu, polityki inwestycyjnej oraz stosowania ograniczeń inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne zamknięte

Fundusze inwestycyjne zamknięte mają znacznie większe możliwości inwestycyjne od funduszy typu otwartego. Mogą między innymi lokować w waluty, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, niektóre towary giełdowe w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych, wierzytelności, nieruchomości, prawo własności lub współwłasności statków morskich i inne. W funduszu tego typu jako organ działa rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów⁵. Ponadto fundusze

⁵ Omówienie kompetencji i zasad działania rady inwestorów i zgromadzenia inwestorów znajduje się w kolejnych rozdziałach książki.

zamknięte emitują certyfikaty inwestycyjne będące papierami wartościowymi. Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być dopuszczone do publicznego obrotu w celu wprowadzenia do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. lub na MTS-CeTO S.A bądź mogą być papierami wartościowymi niedopuszczonymi do publicznego obrotu.

5.1. Szczególne konstrukcje funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa

Fundusze tego typu nie są zasadniczo nowością na polskim rynku, jednakże po raz pierwszy ich działalność została poddana regulacjom ustawy. Fundusze tego typu (otwarte i specjalistyczne otwarte) mogą zbywać jednostki uczestnictwa, które różnią się między sobą związanym z nimi sposobem pobierania opłat manipulacyjnych, czyli opłat pobieranych w związku z nabywaniem i odkupywaniem jednostek uczestnictwa, lub opłat obciążających aktywa funduszu (na ogół opłaty dla towarzystwa za zarządzanie). Kategorie zbywanych przez fundusz jednostek uczestnictwa powinny być określone w statucie funduszu.

Fundusze inwestycyjne z wydzielonymi subfunduszami

Jest to nowy rodzaj funduszy inwestycyjnych, którego ustawowe ujęcie stanowi próbę przeniesienia na polski rynek funkcjonujących powszechnie w Europie i na świecie tak zwanych *umbrella funds*. Fundusz z wydzielonymi subfunduszami działa w ten sposób, że aktywa funduszu podzielone są na poszczególne subfundusze, nie posiadające osobowości prawnej, z których każdy może stosować inną politykę inwestycyjną. Zobowiązania związane z działalnością subfunduszu obciążają tylko tę część aktywów, która jest przypisana temu subfunduszowi, a egzekucja może być skierowana wyłącznie wobec aktywów tego subfunduszu, którego obciążają zobowiązania.

Fundusz z wydzielonymi subfunduszami może być utworzony zarówno jako fundusz otwarty, specjalistyczny otwarty oraz zamknięty.

Utworzenie nowego subfunduszu odbywa się zasadniczo poprzez zmianę statutu funduszu, jednakże zmiana ta nie jest konieczna, jeżeli tworzone są subfundusze, których utworzenie i funkcjonowanie zostało przewidziane i opisane w statucie funduszu.

Fundusze podstawowe i powiązane

Fundusze podstawowe i powiązane w założeniu miały odpowiadać znanym na świecie konstrukcjom *master - feeder* czy też *hub and spoke*. Istotą takich funduszy jest to, że fundusz podstawowy może zbywać jednostki uczestnictwa lub emitować certyfikaty inwestycyjne wyłącznie dla określonych w statucie tego funduszu innych funduszy inwestycyjnych utworzonych przez to samo towarzystwo, zwanych funduszami powiązanymi, te zaś z kolei mogą lokować swoje aktywa wyłącznie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszu podstawowego.

Fundusze podstawowe i fundusze powiązane mogą być funduszami różnego rodzaju, to znaczy, że fundusz podstawowy może na przykład być funduszem inwestycyjnym zamkniętym zaś fundusze powiązane mogą być funduszami inwestycyjnymi otwartymi.

Wprawdzie fundusze powiązane mają identyczne portfele inwestycyjne, jednakże mogą one różnić się przykładowo opłatami pobieranymi w związku z uczestnictwem w funduszu, wypłatami dochodów funduszu. Ponadto sytuacja, w której fundusz podstawowy jest funduszem inwestycyjnym zamkniętym, zaś fundusze powiązane są funduszami otwartymi, jest ciekawym przeniesieniem na uczestników funduszu otwartego możliwości inwestycyjnych, a co za tym idzie także i ryzyk, związanych z bardziej agresywną polityką inwestycyjną stosowaną przez fundusz zamknięty.

5.2. Szczególne typy funduszy inwestycyjnych

Fundusze rynku pieniężnego

W ostatnich latach możemy zaobserwować wzmożone zainteresowanie funduszami inwestycyjnymi, które częstokroć stają się atrakcyjną

alternatywą dla innych lokat, w szczególności dla lokat bankowych, jako, że przy relatywnie niewielkim ryzyku mogą one przynieść wyższe dochody. U podstaw stworzenia konstrukcji funduszy rynku pieniężnego legła chęć zaoferowania inwestorom, w tym niekiedy mającym znaczne ograniczenia co do możliwości dokonywania lokat, z uwagi właśnie na konieczność minimalizowania ryzyka spadku ich wartości, produktów, które poziomem bezpieczeństwa nie odbiegałyby od lokaty bankowej, zaś przewyższały ją przewidywaną stopą zwrotu.

W celu zrealizowania powyższych założeń, ustawa przewiduje, że funduszem rynku pieniężnego może być wyłącznie fundusz inwestycyjny otwarty, który lokuje aktywa wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego i krótkoterminowe depozyty bankowe płatne na każde żądanie. W ten sposób zapewnione zostaje bezpieczeństwo lokat, możliwość zrealizowania wyższych niż w przypadku lokaty bankowej zysków i zachowana zostaje płynność inwestycji tak istotna z punktu widzenia inwestora.

Fundusze portfelowe

Wprowadzenie konstrukcji funduszy portfelowych stanowi próbę przyjęcia na gruncie polskiego ustawodawstwa regulacji dotyczących znanych na świecie funduszy typu *exchange traded funds*. Fundusze takie mogą działać jako fundusze zamknięte dokonujące ciągłej emisji certyfikatów inwestycyjnych. Fundusz taki może odzwierciedlać skład portfela stanowiącego podstawę do ustalenia indeksu giełdowego (portfel indeksowy) lub stanowić portfel oparty na składzie określonym w statucie funduszu (portfel bazowy). W przypadku, gdy zgodnie ze statutem jeden certyfikat inwestycyjny odzwierciedla ściśle określony pakiet papierów wartościowych możliwe jest wykonywanie prawa głosu z tych papierów wartościowych przez uczestnika funduszu, jak również możliwe jest w przypadku umorzenia certyfikatu wydanie papierów wartościowych zamiast zapłaty kwoty umorzeniowej.

Fundusze sekurytyzacyjne

Sekurytyzacja polega na prawnym i organizacyjnym wyodrębnieniu wiarygodności w oparciu, o które zostaną wyemitowane papiery wartościowe

we. Oznacza to, że zaspokojenie roszczeń inwestorów w zakresie nabytych przez nich papierów wartościowych będzie następować z wpływów z tytułu zaspokajania wierzytelności. Wyodrębnienie wierzytelności z majątku wierzyciela ma ten pozytywny skutek, że w zależności od ich jakości mogą one uzyskać lepszy rating niż uzyskałby sam wierzyciel.

W procesie sekurytyzacji podstawową rolę odgrywają dwa podmioty. Inicjator sekurytyzacji, czyli wierzyciel, oraz podmiot emisyjny, czyli podmiot, który w oparciu o nabyte od inicjatora wierzytelności dokonuje emisji papierów wartościowych. Fundusz sekurytyzacyjny pełniłby zatem rolę podmiotu emisyjnego. Zasadniczo, nie wdając się w szczegółowe i przekraczające ramy niniejszego opracowania rozważania na temat funkcjonowania funduszu sekurytyzacyjnego należy zauważyć, że istnieją dwie metody przeprowadzenia za jego pośrednictwem sekurytyzacji. Pierwsza – oparta na sprzedaży wierzytelności, druga zaś, oparta na umowie o subpartycypację, w której inicjator sekurytyzacji nie dokonuje sprzedaży wierzytelności na rzecz podmiotu emisyjnego, a jedynie zobowiązuje się przekazywać na jego rzecz wszelkie świadczenia otrzymane z tytułu realizowania sekurytyzowanych wierzytelności.

Fundusz sekurytyzacyjny może być utworzony jako fundusz standaryzowany, który dokonuje lokat w wydzielone, jednolite rodzajowo pule wierzytelności lub jako fundusz niestandaryzowany, który może lokować w dowolnie zdywersyfikowany portfel wierzytelności.

Fundusze aktywów niepublicznych

Fundusze aktywów niepublicznych są funduszami o potencjalnie podwyższonym ryzyku, gdyż co najmniej 80% wartości ich aktywów powinno być lokowane w aktywa inne niż papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu i instrumenty rynku pieniężnego. Konstrukcja ta stanowi próbę ujęcia działalności funduszy działających w sektorze *private equity/venture capital* w ramy prawne funduszu inwestycyjnego zamkniętego, lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego stosującego ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego, dzięki czemu tego typu fundusze mogą stać się atrakcyjnym przedmiotem lokat na przykład dla funduszy emerytalnych, które

w innym wypadku, z uwagi na obowiązujące je ograniczenia inwestycyjne, nie mogłyby dokonywać lokat w tym obszarze.

5.3. Podział funduszy inwestycyjnych według przedmiotu lokat

Inne niż przedstawione wyżej płaszczyzny podziału koncentrują się raczej wokół charakteru funduszu determinowanego przez rodzaje lokat danego funduszu określone w statucie. Konstruuując typologię funduszy inwestycyjnych w oparciu o tę zasadę warto sięgnąć do klasyfikacji opracowanej przez Europejską Federację Funduszy Inwestycyjnych i Towarzystw Inwestycyjnych (Federation Europeenne des Fonds et Societes d'Investissement „FEFSI”) przyjętą przez FEFSI na posiedzeniu Rady Dyrektorów FEFSI w Wiedniu 23 września 1998 r.⁶ Zgodnie z tą klasyfikacją fundusze można podzielić wzięwszy pod uwagę dwa kryteria podstawowe, a mianowicie rodzaj rynku na jakim działa dany fundusz oraz geograficzny obszar działania funduszu. Z uwagi na kryterium rynku (które traktowane jest jako kryterium podstawowe) fundusze można podzielić na⁷:

- fundusze rynku walutowego,
- fundusze o ustalonym przychodzie,
- fundusze giełdowe,
- fundusze zrównoważone⁸.

⁶ Celem FEFSI jest promowanie funduszy inwestycyjnych, zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów, dbanie o stałe zwiększanie standardów etycznych w zarządzaniu funduszami. FEFSI realizując powyższe cele ściśle współpracuje z organami Unii Europejskiej na różnych szczeblach. Więcej informacji na temat działalności FEFSI można znaleźć na stronach www.fefsi.org.

⁷ Na polskim rynku papierów wartościowych częściej stosowana jest inna terminologia. Fundusze dzielone są raczej na fundusze rynku pieniężnego, fundusze obligacyjne, fundusze akcyjne i tylko określenie „fundusz zrównoważone” używane jest zarówno przez FEFSI jak i przez krajowych ekspertów. Taki właśnie podział funduszy możemy znaleźć na stronach internetowych Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce - www.stfi.com.pl.

⁸ Niekiedy podział ten bywa jeszcze rozszerzany i wyróżnia się fundusze wzrostu, które inwestują głównie w akcje w celu jak największego wzrostu wartości

Fundusze rynku walutowego

Fundusze tego typu cechuje niemal wyłącznie zaangażowanie w instrumenty rynku pieniężnego, tj. krótkoterminowe (do jednego roku) dłużne papiery wartościowe, bony skarbowe, obligacje Skarbu Państwa, itp. Z punktu widzenia uczestnika fundusze te cechuje duże bezpieczeństwo lokat, porównywalne do bezpieczeństwa lokat bankowych. Są one zatem atrakcyjną formą lokat dla tych podmiotów, które nie chcą ponosić dużego ryzyka inwestycyjnego lub też ponosić go nie mogą, bowiem właściwe przepisy zakazują im tego. Na gruncie przepisów ustawy funduszom tego typu odpowiadał będzie fundusz rynku pieniężnego.

Fundusze o ustalonym przychodzie

Fundusze tego typu lokują głównie w obligacje, przy czym nie muszą to być wyłącznie obligacje Skarbu Państwa lecz także obligacje podmiotów prowadzących działalność gospodarczą (tzw. obligacje korporacyjne) lub obligacje emitowane przez gminy (tzw. obligacje municypalne). Z uwagi na to, że obligacje korporacyjne oraz municypalne są z reguły atrakcyjnie oprocentowane uczestnictwo w tego rodzaju funduszu może wiązać się z osiągnięciem większych zysków, co jednakże idzie w parze z podniesieniem ryzyka takiej inwestycji, a to wskutek możliwości wystąpienia niewypłacalności emitentów obligacji korporacyjnych lub municypalnych. W funduszach tego typu dopuszcza się niewielkie, nie przekraczające 10% aktywów funduszu, zaangażowanie w akcje.

Fundusze giełdowe

Fundusze giełdowe inwestują na rynku akcji, przez co w dużej mierze ich wyniki są odbiciem ogólnej sytuacji na rynku akcji. Przyjmuje się, że minimalne zaangażowanie tego typu funduszy w akcje nie powinno wynosić mniej niż 65% wartości aktywów funduszu. W sytuacji

aktywów funduszu, fundusze wzrostu i dochodu z kapitału, które dodatkowo jeszcze nastawione są na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu także z bieżącego dochodu i inne.

hossy wyniki takich funduszy rosną, co jednakże może ulec radykalnej zmianie w przypadku postępującego spadku cen i kursów na rynku akcji. Ta cecha funduszy akcyjnych czyni je instrumentem inwestycyjnym pozwalającym na osiągnięcie zarówno największych zysków, jak i największych strat.

Fundusze zrównoważone

Mówiąc obrazowo fundusze tego rodzaju znajdują się gdzieś w połowie drogi pomiędzy funduszami akcyjnymi a funduszami pieniężnymi czy obligacyjnymi. Oznacza to w praktyce że dokonują one lokat zarówno w akcje, jak i obligacje oraz instrumenty rynku pieniężnego. Takie rozproszenie lokat funduszu pomiędzy różne instrumenty (proporcje udziału poszczególnych lokat w aktywach funduszu określa statut) wpływa na bezpieczeństwo tych lokat ponieważ ewentualne straty na inwestycjach w określone instrumenty finansowe (np. w akcje) mogą być zrównoważone przez udział w portfelu funduszu instrumentów innego typu (np. rynku pieniężnego).

Przyjmując za kryterium podziału geograficzny obszar działania danego funduszu inwestycyjnego zgodnie z klasyfikacją FEFSI fundusze inwestycyjne można podzielić na:

- krajowe (inwestujące na terenie danego kraju),
- eurolandowe (inwestujące w instrumenty finansowe denominowane w EURO),
- europejskie (inwestujące w instrumenty finansowe emitowane przez emitentów z siedzibą na terenie któregoś z państw europejskich),
- globalne (inwestujące bez żadnych ograniczeń co do geograficznego położenia rynków i waluty, w jakiej denominowane są instrumenty finansowe nabywane do portfela inwestycyjnego funduszu).

Oczywiście na podstawie przedstawionej wyżej klasyfikacji FEFSI można dokonywać dalszej typizacji funduszy inwestycyjnych, wyróżniając przykładowo fundusze inwestujące wyłącznie w obligacje korporacyjne denominowane w euro, fundusze giełdowe inwestujące wyłącznie w akcje emitentów z sektora telekomunikacyjnego, bądź z określone-

go państwa lub grupy państw, i tym podobne. Z drugiej strony należy mieć na uwadze, że zaproponowana przez FEFSI klasyfikacja nie ma charakteru wyczerpującego. Pomija ona przykładowo fundusze inwestujące w nieruchomości⁹ czy też fundusze typu *private equity*¹⁰, lub też fundusze, których cechą charakterystyczną jest stosowana strategia, np. fundusze arbitrażowe¹¹ lub *hedgingowe*¹².

Ponadto można w klasyfikacji funduszy przyjąć jeszcze inne kryteria, na przykład:

1) Sposób zarządzania

- fundusze aktywnego zarządzania – bazujące na opiniach analityków, dokonujące w ramach określonych statutem lokat wyborów pod kątem zwiększonej efektywności zarządzania,
- fundusze aktywnej alokacji aktywów – są to fundusze aktywnego zarządzania charakteryzujące się dodatkowo elastyczną polityką in-

⁹ Fundusze tego typu są bardzo popularne w Niemczech, gdzie powstało wiele otwartych funduszy nieruchomości, choć nieruchomości nie muszą stanowić przeważającej większości lokat tych funduszy, bowiem prawo niemieckie pozwala na utrzymywanie do 49% aktywów funduszu w bardzo płynnych środkach dla zabezpieczenia wypłat z tytułu umarżanych jednostek uczestnictwa.

¹⁰ Na temat funduszy *private equity* patrz: A. Góra, A. Zapała, *Możliwość pozyłkiwania kapitału przez fundusze venture capital* Biuletyn Miesięczny kwiecień 2001 r. – www.e-msp.pl, i wskazana tam literatura.

¹¹ Arbitraż to strategia inwestycyjna polegająca na wykorzystaniu nieefektywności w kształtowaniu się cen instrumentów finansowych. Przykładowo w przypadku akcji lub ich indeksu nieefektywność pojawi się w momencie, gdy kontrakty terminowe, dla których podstawą są te akcje lub indeks, notowane poniżej ich wartości teoretycznej, a ta z kolei ustalana jest w oparciu o ceny akcji lub akcji wchodzących w skład indeksu. Jest to tylko jeden z przykładów możliwości arbitrażu. Sytuacje nieefektywności oraz strategie arbitrażowe mogą być różne.

¹² *Hedging* jest strategią mającą na celu zredukowanie niekorzystnego wpływu czynników takich jak spadek cen, zmiana stóp procentowych, zmienność kursów walut, itp. na wartość aktywów funduszu. Przykładem transakcji *hedgingowych* może być zajmowanie krótkich pozycji (sprzedaż) na kontraktach terminowych, w przypadku gdy w portfelu funduszu znajdują się akcje będące podstawą kontraktów lub pozycji długich (kupno) w przypadku, gdy w przyszłości fundusz zamierzałby nabyć akcje będące podstawą kontraktu. W takim wypadku fundusz zabezpiecza się przed niekorzystnym dla niego kształtowaniem się cen akcji w przyszłości.

- westycyjną, pozwalającą na dokonywanie inwestycji przykładowo na przemian w akcje i obligacje, w zależności od sytuacji rynkowej,
- fundusze zarządzane pasywnie – dążą one zwykle do odzwierciedlenia jakiegoś wybranego indeksu rynkowego,
- 2) Wysokość i sposób pobierania opłaty manipulacyjnej
- fundusze typu load – pobierające opłaty manipulacyjne w wysokości określonej w statucie, przy czym opłaty te mogą być pobierane zarówno przy nabywaniu jednostek uczestnictwa jak przy ich umarzaniu,
 - fundusze typu no-load – nie pobierające opłaty manipulacyjnej.

Na zakończenie omawiania tej płaszczyzny podziału funduszy inwestycyjnych warto zwrócić uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze – o charakterze funduszu nie rozstrzyga jego nazwa, a sam podział ma charakter umowny i nie doczekał się jak dotąd regulacji w przepisach prawa (wyjątkiem jest fundusz rynku pieniężnego). Najistotniejsze i jedynie miarodajne są w tym przypadku zapisy statutu wskazujące rodzaje lokat dokonywanych przez fundusz i maksymalne lub minimalne poziomy zaangażowania funduszu w poszczególne rodzaje lokat (tzw. zasady dywersyfikacji). Po drugie – uważna lektura statutów działających obecnie funduszy inwestycyjnych wskazuje na występowanie tendencji do maksymalnie ogólnego i elastycznego określania zasad dotyczących dywersyfikacji lokat funduszy. Tendencja ta bierze się z doświadczenia zarządzających, którzy wiedzą, że w warunkach dużej zmienności opłacalności lokat w określone kategorie aktywów, fundusz inwestycyjny nastawiony przykładowo wyłącznie na inwestycje w akcje, w okresie tzw. bessy nie będzie przynosił dochodów jego uczestnikom. Chcą zatem uniknąć takiej sytuacji, w której zarządzający funduszem stanie się praktycznie bezsilny wobec zdarzeń zachodzących na rynku papierów wartościowych, statuty funduszy stanowią często, że w przypadku czasowej nieopłacalności w określone w statucie podstawowe kategorie lokat fundusz będzie dokonywał inwestycji w inne, wskazane w statucie kategorie lokat (np. opisany wyżej fundusz akcyjny będzie dokonywał lokat w obligacje i instrumenty rynku pieniężnego). W ten sposób być

może uda się wypracować większe zyski, ale jednocześnie praktycznie niemożliwe będzie jednoznaczne określenie charakteru funduszu.

6. Przystąpienie do funduszu inwestycyjnego

1) zbywającego jednostki uczestnictwa

W celu przystąpienia do funduszu inwestycyjnego zbywającego jednostki uczestnictwa należy udać się do jednego z podmiotów prowadzących dystrybucję. W podmiocie tym należy wypełnić zlecenie nabycia. Można także skorzystać z możliwości oferowanej przez niektórych dystrybutorów i dokonać nabycia jednostek uczestnictwa za pośrednictwem internetu. Częstokroć już w pierwszym zleceniu określamy sposób dokonywania wypłat związanych z umorzeniem jednostek uczestnictwa, tj. możemy wskazać, czy środki pieniężne mają być przelane na rachunek bankowy (niekoniecznie należący do osoby dokonującej umorzenia) czy też przykładowo będą przedstawiane u dystrybutora do wypłaty gotówką. W zleceniu tym możemy także wskazać pełnomocników i określić zakres ich umocowania oraz adres do korespondencji. Po wypełnieniu zlecenia należy dokonać wpłaty środków pieniężnych w sposób określony w statucie funduszu. Najczęściej środki pieniężne wpłacane są na tak zwany „rachunek nabyć funduszu” prowadzony przez depozytariusza. Następnie dystrybutor przekazuje zlecenie nabycia do agenta transferowego, który sprawdza, czy na rachunek nabyć funduszu wpłynęły środki pieniężne w wysokości określonej w zleceniu nabycia.

Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są zbywane i odkupywane po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w danym dniu wyceny. Dodatkowo przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa mogą być pobierane opłaty manipulacyjne. Zbycie jednostek uczestnictwa nie może nastąpić później niż w ciągu siedmiu dni od dokonania wpłaty. Termin zbycia określa statut funduszu. Momentem zbycia jednostek uczestnictwa jest moment wpisania do rejestru uczestników funduszu liczby jednostek uczestnictwa nabytych za

dokonaną wpłatę. W praktyce wpis do rejestru następuje po otrzymaniu przez agenta transferowego zlecenia i potwierdzenia dokonania wpłaty.

Z chwilą wpisu do rejestru uczestników funduszu liczby jednostek uczestnictwa nabytych za dokonaną wpłatę osoba wpłacająca staje się uczestnikiem funduszu.

Po nabyciu przez uczestnika jednostek uczestnictwa fundusz sporządza i doręcza w sposób określony w statucie potwierdzenie nabycia jednostek uczestnictwa, w którym wskazuje się dane uczestnika, oznaczenie funduszu zbywającego jednostki, liczbę i wartość nabytych jednostek oraz datę ich nabycia. Doręczenie potwierdzenia powinno nastąpić niezwłocznie po nabyciu jednostek uczestnictwa, chyba że uczestnik wyraził pisemną zgodę na doręczanie potwierdzeń w innym terminie lub ich osobisty odbiór.

2) emitującego dopuszczone do publicznego obrotu certyfikaty inwestycyjne

W przypadku przystąpienia do funduszu inwestycyjnego emitującego dopuszczone do publicznego obrotu certyfikaty inwestycyjne istnieją zasadniczo dwie możliwości, bowiem nabycie dopuszczonych do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych podlega regułom wspólnym dla wszystkich niemal papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Pierwszą możliwością jest nabycie certyfikatów w ramach obrotu pierwotnego czyli w drodze zapisów w ofercie publicznej (zapisów należy dokonywać bezpośrednio w towarzystwie lub w domu maklerskim pełniącym funkcję oferującego lub subemitenta usługowego), drugą zaś – nabycie na rynku wtórnym (czyli na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. lub MTS-CeTO S.A.).¹³ W obu wypadkach

¹³ Pisałem, że co do zasady istnieją dwie możliwości, natomiast należy wskazać, że istnieje jeszcze kilka, mających jednakże charakter ekstraordynaryjny i wymagające niekiedy np. uzyskania zgody Komisji. Są to mianowicie przypadki wymienione w art. 89 ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – gdzie określa się dozwolone przypadki przenoszenia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu poza rynkiem regulowanym i warunki konieczne aby takie przeniesienie mogło mieć miejsce. Ze względu na uboczny charakter tych kwestii dla rozważanej problematyki nie omawiam ich szczegółowo porzeczając jedynie na wzmiankowanie.

osoby nabywające certyfikaty inwestycyjne stają się uczestnikami funduszu po zapisaniu certyfikatów inwestycyjnych na posiadanym przez nich rachunku papierów wartościowych.

3) emitującego niedopuszczone do publicznego obrotu certyfikaty inwestycyjne

W przypadku funduszy emitujących niedopuszczone do publicznego obrotu certyfikaty inwestycyjne nabycie tych certyfikatów następuje w sposób wskazany w warunkach emisji po wpłaceniu środków pieniężnych na konto funduszu. Certyfikaty niedopuszczone do publicznego obrotu mogą mieć formę dokumentu, wówczas konieczne jest wydanie ich nabywcy, bądź mogą mieć postać zdematerializowaną i wówczas konieczne jest dokonanie zapisu w ewidencji uczestników funduszu. Z chwilą dokonania zapisu w ewidencji powstają prawa z certyfikatów inwestycyjnych. Ewidencję taką może prowadzić towarzystwo, dom maklerski, bank, instytucja kredytowa lub KDPW S.A.

W przypadku tego rodzaju funduszy za uczestników uważa się osoby będące posiadaczami certyfikatów inwestycyjnych wydanych w formie dokumentu lub też osoby wskazane w ewidencji uczestników funduszu jako posiadacze certyfikatów inwestycyjnych.

Rozdział 2

Statut jako podstawowy dokument regulujący prawa i obowiązki uczestnika funduszu inwestycyjnego

1. Charakter statutu

Zgodnie z ustawą statut określa organizację i sposób działania funduszu inwestycyjnego. Statut sporządza się w formie aktu notarialnego. Brzmienie statutu funduszu inwestycyjnego podlega akceptacji Komisji przy udzielaniu zezwolenia na utworzenie funduszu. Zmiana statutu na ogół wymaga zgody Komisji, która odmawia udzielenia zgody na zmianę statutu jeżeli proponowana zmiana jest sprzeczna z prawem lub interesem uczestników funduszu. O zmianach statutu fundusz musi ogłosić w sposób w nim określony, co jest niezmiernie istotnie, jako że od dnia ogłoszenia liczy się termin wejścia w życie zmian statutu, który co do zasady wynosi trzy miesiące. Termin ten może ulec skróceniu po uzyskaniu zezwolenia Komisji, jeżeli skrócenie to nie naruszy interesu uczestników funduszu albo jeśli skrócenie jest pożądane z uwagi właśnie na interes uczestników funduszu.

Nie wymaga zgody Komisji zmiana statutu w zakresie użytych definicji i skrótów, adresu lub siedziby podmiotów wymienionych w statucie, sposobu udostępniania informacji o funduszu do publicznej wiadomości, prowadzenia programów systematycznego oszczędzania, udzielania pełnomocnictw, prowadzenia rejestru uczestników funduszu, skła-

dania dyspozycji za pośrednictwem elektronicznych nośników informacji, wybranych danych dotyczących kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych.

O dokonaniu powyższych zmian fundusz zawiadamia Komisję w terminie 3 dni roboczych od sporządzenia aktu notarialnego, zaś Komisja może w ciągu 14 dni zgłosić sprzeciw wobec wprowadzonych zmian, jeżeli są one sprzeczne z prawem lub interesem uczestników funduszu inwestycyjnego. O ile Komisja nie zgłosi sprzeciwu, zmiany statutu wchodzi w życie w terminie 7 dni od dnia dokonania ich ogłoszenia.

Należy zwrócić uwagę, że statut funduszu inwestycyjnego jest częścią prospektu informacyjnego funduszu zbywającego jednostki uczestnictwa i częścią prospektu emisyjnego funduszu emitującego certyfikaty inwestycyjne. W przypadku funduszy zbywających jednostki uczestnictwa ustawa nakłada obowiązek udostępnienia nabywcy prospektu informacyjnego. Podobnie przy nabywaniu certyfikatów inwestycyjnych w obrocie pierwotnym osobom zapisującym się na certyfikaty inwestycyjne udostępniany jest prospekt emisyjny. Wobec powyższego każdy potencjalny nabywca ma możliwość zapoznania się ze statutem funduszu i czynnikami ryzyka opisanymi w prospekcie informacyjnym lub emisyjnym. Jest to niezmiernie ważne, dlatego, że uważna lektura prospektów, pozwoli nam dokładnie ustalić rodzaj funduszu, obowiązujące w nim opłaty, stosowaną przez niego politykę inwestycyjną i tym podobne. Na tej podstawie możemy oceniać, czy fundusz ten odpowiada naszym potrzebom. W przeciwnym wypadku może się zdarzyć, że zostaniemy zaskoczeni bądź to jakimś rodzajem opłat, bądź innego rodzaju regulacją, której nie byliśmy świadomi w czasie przystępowania do funduszu, a która była opisana w statucie. Dlatego też niezmiernie ważne jest dokładne zapoznanie się z prospektami i statutem funduszu przed podjęciem decyzji co do udziału w konkretnym funduszu inwestycyjnym.

Po uważnej analizie postanowień statutu można dojść do wniosku, że unormowania w nim zawarte nie mają jednorodnego charakteru i dają się podzielić na trzy grupy:

- 1) postanowienia określające organizację i sposób działania funduszu,
- 2) postanowienia wskazujące prawa uczestnika funduszu,
- 3) postanowienia mające charakter kontraktowy, zbliżające statut do kategorii umowy pomiędzy uczestnikiem a funduszem¹⁴.

Dalszy przegląd treści statutu zostanie dokonany z uwzględnieniem zaproponowanego wyżej podziału.

2. Treść statutu

2.1. *Postanowienia określające organizację i sposób działania funduszu*

Do tej grupy postanowień statutu należy moim zdaniem zaliczyć:

- 1) Nazwę i rodzaj funduszu - ustawa wymaga aby oznaczenie „fundusz inwestycyjny” było używane wyłącznie przez fundusze utworzone zgodnie z jej przepisami, choć wyjątkiem w tym względzie są narodowe fundusze inwestycyjne oraz ubezpieczenia na życie związane z ubezpieczeniowym funduszem inwestycyjnym. Oznaczenie rodzaju funduszu powinno być zgodne z nomenklaturą ustawową, a ponadto nazwa funduszu powinna określać jego rodzaj, czyli posługiwać się pojęciami: fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty. Statut może pozwalać na stosowanie skrótu oznaczenia funduszu i tak będzie to odpowiednio: „fio”, „sfio”, „fiz”.
- 2) Oznaczenie firmy, siedziby i adresu towarzystwa - firma towarzystwa jako spółki akcyjnej może być obrana dowolnie, powinna jednak zawierać dodatek „spółka akcyjna”, a także musi zawierać dodatkowe oznaczenie „towarzystwo funduszy inwestycyjnych”. Jeśli

¹⁴ W książce A. Chłopeckiego i M. Dyla *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck 2003 r. autorzy przyznają dwie role statutowi funduszu. Pierwsza to opisywanie struktury funkcjonowania osoby prawnej, druga zaś to określenie praw i obowiązków uczestników funduszy oraz podmiotów mogących wywierać wpływ na działalność funduszu. Takie ujęcie jest zasadniczo zbieżne z podanym przeze mnie z tą różnicą, że ww autorzy nie dokonują wyodrębnienia części „kontraktowej” w statucie.

statut towarzystwa tak stanowi, wówczas zamiast tego oznaczenia może być używany skrót „tfi”. Oznaczenia powyższego, zarówno w pełnym brzmieniu jak i skrótu może używać wyłącznie towarzystwo utworzone i działające zgodnie z przepisami ustawy. Oznaczenie adresu i siedziby towarzystwa jest o tyle istotne, że jak już wspominałem, adres i siedziba towarzystwa jest zarazem adresem i siedzibą funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez to towarzystwo.

- 3) Organy funduszu i sposób jego reprezentacji – ponieważ fundusz to osoba prawna, reprezentowany jest przez swoje organy. Organem funduszu uprawnionym do reprezentacji jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, także osoba prawna, zorganizowana w formie spółki akcyjnej. Żeby zatem ostatecznie ustalić sposób reprezentacji funduszu inwestycyjnego należy zapoznać się z regułą reprezentacji w towarzystwie funduszy inwestycyjnych. W przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych jako organ działa także rada inwestorów zaś w funduszach inwestycyjnych zamkniętych jako organy mogą działać rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów.
- 4) Oznaczenie firmy, nazwy i adresu depozytariusza – z uwagi na istotną rolę depozytariusza, w tym w zakresie ochrony praw inwestorów, statut musi ujawniać podmiot pełniący tę funkcję. Ocena wiarygodności tego podmiotu stanowi istotny element oceny wiarygodności funduszu.
- 5) Oznaczenie firmy, siedziby i adresu podmiotu, któremu towarzystwo zleciło zarządzanie portfelem funduszu – oznaczenie podmiotu zarządzającego w statucie pozwala uczestnikom na analizę ryzyka danego funduszu na podstawie analizy dotychczasowej pracy doradców inwestycyjnych zatrudnionych w domu maklerskim, któremu towarzystwo powierzyło zarządzanie funduszem lub na podstawie oceny dotychczasowych dokonań innego podmiotu, któremu towarzystwo powierzyło zarządzanie funduszem.
- 6) Czas trwania funduszu jeśli jest ograniczony – ustawa nie zawiera w tym względzie żadnych wymogów. Oznaczenie czasu trwania funduszu pozostawiono do swobodnego uznania towarzystwa. Upływ czasu na jaki fundusz został utworzony stanowi przesłankę likwidacji i rozwiązania funduszu inwestycyjnego.

- 7) Łączna wysokość wpłat do funduszu - określenie wysokości wpłat w statucie dotyczy wpłat dokonywanych na etapie tworzenia funduszu jeszcze przed zarejestrowaniem funduszu inwestycyjnego przez sąd. Ustawa wymaga, aby zebrane zostały wpłaty co najmniej w wysokości 4 000 000 zł. Jest to jeden z warunków koniecznych do powstania funduszu inwestycyjnego. Wymóg taki nie występuje jedynie w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego, którego certyfikaty nie podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu, bowiem w takim wypadku minimalna wysokość wpłat może być określona na innym poziomie w statucie. Ponadto w przypadku funduszu z wydzielonymi subfunduszami istotne jest to, że wymóg zgromadzenia minimalnej wysokości 4 000 000 zł dotyczy całego funduszu łącznie niezależnie od liczby subfunduszy, które mają być utworzone.
- 8) Typy i rodzaje papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu, które mogą być przedmiotem wpłat - zasadą jest, że wpłaty do funduszu dokonywane są w formie pieniężnej. Jednakże ustawa dopuszcza wnoszenie wpłat do funduszu także w papierach wartościowych. W przypadku dopuszczonych do publicznego obrotu papierów wartościowych wpłaty w tej formie może przyjmować każdy rodzaj funduszu, pod warunkiem, że możliwość ta dopuszczona jest przez statut funduszu. Papiery wartościowe wnoszone do funduszu w charakterze wpłat zapisywane są na wydzielonym rachunku papierów wartościowych towarzystwa prowadzonym przez depozytariusza, a w przypadku kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych na rachunku papierów wartościowych funduszu prowadzonym przez depozytariusza. W stosunku do wnoszenia wpłat w dopuszczonych do publicznego obrotu papierach wartościowych wyłączony został wymóg dokonywania transakcji na rynku regulowanym. Statut funduszu powinien określić jakie rodzaje papierów wartościowych mogą być wnoszone do funduszu przy czym można tego dokonać zarówno poprzez wskazanie konkretne (oznaczenie poszczególnych emitentów) jak i abstrakcyjne, poprzez oznaczenie pewnych cech (np. wskazanie że mogą to być wyłącznie papiery wartościowe wchodzące w skład indeksu WIG 20). Niezależnie od przyjętego sposobu ozna-

czenia rodzaju papierów sposób ten powinien być czytelny dla potencjalnego uczestnika funduszu. W celu przydzielenia uczestnikowi jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych za wpłaty dokonane w papierach wartościowych trzeba dokonać wyceny tych papierów. Może się zatem zdarzyć, że liczba przypadających do przydziału certyfikatów inwestycyjnych (problem ten nie występuje w przypadku jednostek uczestnictwa) nie będzie liczbą całkowitą w stosunku do wartości wniesionych papierów wartościowych. W takim przypadku statut powinien określać przyjęty sposób postępowania. Czy uczestnik zostanie wezwany do dopłaty, w jakim terminie i jakie będą skutki jej nie wniesienia, czy też zostanie dokonany zwrot nadwyżki w środkach pieniężnych.

- 9) Typy i rodzaje papierów wartościowych niedopuszczonych do publicznego obrotu i udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, które mogą być przedmiotem wpłat na objęcie certyfikatów inwestycyjnych – możliwość taka występuje w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W tym wypadku pozostają aktualne uwagi z poprzedniego punktu, z tą różnicą, że do przeniesienia własności niedopuszczonych do publicznego obrotu papierów wartościowych niezbędne będzie wydanie tych papierów w formie dokumentu, zaś w przypadku wniesienia udziałów w spółkach z o.o. zachowanie rygorów kodeksu spółek handlowych co do przenoszenia własności udziałów spółek z o.o.
- 10) Cel inwestycyjny funduszu albo subfunduszy – fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte mogą mieć wyłącznie jeden z wymienionych niżej celów inwestycyjnych:
- * ochrona realnej wartości aktywów funduszu,
 - * osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu,
 - * wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat.

W przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego towarzystwo może w statucie określić inne cele inwestycyjne.

Istotnym wymogiem jest, aby przy określeniu celu inwestycyjnego statut wyraźnie zastrzegł, że fundusz nie gwarantuje jego osiągnięcia.

Cel inwestycyjny funduszu jest nie tylko wskazówką dla uczestników lecz stanowi swego rodzaju wyznacznik polityki inwestycyjnej funduszu, gdyż ustawa wymaga, aby przy doborze lokat i metod inwestowania fundusz miał na względzie cel inwestycyjny.

- 11) Zasady polityki inwestycyjnej funduszu – są to jedne z najważniejszych postanowień każdego statutu. Ich właściwe zapisanie umożliwia uczestnikom właściwe zrozumienie istoty danego funduszu i związanego z inwestowaniem w nim ryzyka. Dlatego też niezmiernie ważne jest, aby każdy kto zamierza przystąpić do funduszu zapoznał się najpierw bardzo uważnie z zapisami statutu dotyczącymi polityki inwestycyjnej. Zasady polityki inwestycyjnej powinny szczegółowo określać sposoby osiągnięcia przez fundusz przyjętego celu inwestycyjnego. Oznacza to, że powinny ze sobą współgrać i nie do pomyślenia byłaby sytuacja, w której fundusz inwestycyjny wskazujący jako cel inwestycyjny ochronę realnej wartości aktywów funduszu stosował bardzo agresywną, obciążoną dużym ryzykiem, politykę inwestycyjną.

W celu określenia zasad polityki inwestycyjnej funduszu statut powinien wskazywać:

- * typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu – jest to uzależnione nie tylko od przyjętych założeń co do polityki inwestycyjnej funduszu lecz także od rodzaju funduszu.

Inne możliwości inwestowania mają fundusze otwarte, inne specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte stosujące politykę inwestycyjną funduszy inwestycyjnych zamkniętych, czy fundusze inwestycyjne zamknięte, których zakres lokat jest najszerszy¹⁵.

- * kryteria doboru lokat – w tym punkcie statut funduszu musi wskazać czym będzie się kierował zarządzający przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych odnośnie do zakupu danych katego-

¹⁵ Szczegółowe omówienie zarówno dopuszczalnych dla danych funduszy lokat jak i zasad dywersyfikacji wykracza poza ramy niniejszej książki. Zainteresowanych odsyłam przeto do przepisów ustawy.

rii lokat. Mogą to być najróżniejsze kryteria. Można wskazać przykładowo, że do portfela funduszu będą kupowane wyłącznie akcje wchodzące w skład określonego indeksu giełdowego, akcje firm z danej dziedziny gospodarki (sektora IT, budowlanego, itp.). Można także wskazać inne kryteria, niekoniecznie związane z przedmiotem działalności emitentów bądź ich geograficznym usytuowaniem.

* zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne – zasady dywersyfikacji określają poziom zaangażowania funduszu w poszczególne rodzaje lokat, ale także w papiery wartościowe jednego emitenta bądź w poszczególnych segmentach rynku. Można wskazać na dwie podstawowe reguły dotyczące określania zasad dywersyfikacji. Po pierwsze, fundusz musi wskazać i stosować zasady dywersyfikacji właściwe dla danego rodzaju funduszu, określone w ustawie. Ustawa reguluje poziom zaangażowania funduszu w papiery wartościowe wyemitowane przez jeden podmiot i wiarygodności wobec tego funduszu, w papiery wartościowe wyemitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski oraz jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych lub tytuły uczestnictwa zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Niekiedy określa także poziom zaangażowania w poszczególne papiery wartościowe, jak to czyni w przypadku listów zastawnych. Ponadto regulacji ustawowej poddany został poziom zaangażowania w waluty obce. Po drugie, fundusz może sam określić maksymalny poziom zaangażowania np. w poszczególne rodzaje papierów wartościowych lub instrumentów rynku pieniężnego, dzięki czemu można stwierdzić, czy mamy do czynienia z funduszem rynku pieniężnego, akcyjnym lub innym. Możemy mieć także do czynienia z dywersyfikacją geograficzną lub inną.

* dopuszczalna wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz – ta informacja jest bardzo ważna, ponieważ kredyty i pożyczki zaciągnięte przez fundusz niosą ze sobą ryzyko ich nie spłacenia, co przekłada się na ryzyko uczestników funduszu, którzy w przypadku likwidacji funduszu otrzymają środki pienięż-

ne dopiero po zaspokojeniu wierzycieli. W tym przypadku ustawa nie pozostawia funduszom zbyt wiele swobody, bowiem dla poszczególnych rodzajów funduszy określa maksymalną wysokość kredytów i pożyczek.

- 12) Zasady wypłacania dochodów funduszu uczestnikom funduszu bez konieczności odkupywania jednostek uczestnictwa lub zasady wypłacania dochodów w funduszach inwestycyjnych zamkniętych – rozwiązanie to funkcjonowało w tzw. funduszach dywidendowych i było realizowane w ten sposób, że uczestnicy funduszu proporcjonalnie do ilości posiadanych jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych otrzymywali środki pieniężne, stanowiące dochód funduszu wypracowany w określonym czasie. Uprawnienie to przysługiwało każdemu uczestnikowi i nie było uzależnione od spełnienia żadnych dodatkowych warunków.
- 13) Zasady dokonywania wypłaty przychodów w funduszu aktywów niepublicznych – statut może przewidywać, że uczestnikom funduszu wypłacane będą przychody ze zbycia lokat pomniejszone o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbytymi lokatami oraz o tę część kosztów funkcjonowania funduszu, która proporcjonalnie przypada na zbywane lokaty. Statut powinien określać w takim wypadku warunki oraz tryb dokonywania wypłaty, w tym kategorie przychodów podlegających wypłacie, sposób ustalenia kwot przypadających na każdego uczestnika, terminy dokonywania wypłat, zasady ustalania uczestników uprawnionych do otrzymania wypłaty, rodzaje kosztów odliczanych od przychodów przed ich wypłatą.
- 14) Rodzaje, maksymalna wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa – te postanowienia są kolejnymi, z którymi każda osoba przystępująca do funduszu powinna się zapoznać. Fundusz ze swoich aktywów musi pokrywać różne koszty działalności. Wysokość tych kosztów zmniejsza wartość jego aktywów a zatem przesądza w pewnym stopniu o atrakcyjności lokaty w dany fundusz, bowiem wpływa na wartość jednostki uczestnictwa. Najważniejszym kosztem obciążającym fundusz jest wynagrodzenie towarzystwa. Na ogół jest ono

ustalane jako procent od wartości aktywów funduszu lub od wzrostu tejże wartości w stosunku rocznym i nalicza się je co miesiąc. Innymi kosztami obciążającymi fundusz są przykładowo prowizje maklerskie i koszty prowadzenia rachunków bankowych i rachunków papierów wartościowych, wynagrodzenie depozytariusza oraz wynagrodzenie likwidatora, opłaty na rzecz agenta transferowego, podatki i inne opłaty administracyjne w tym za uzyskane zezwolenia, opłaty sądowe opłaty za usługowe prowadzenie ksiąg rachunkowych i audyt, koszty doradztwa prawnego, koszty reklamy, promocji, dystrybucji oraz koszty przygotowania i druku wymaganych prawem materiałów informacyjnych. Zwracam uwagę, że podany tu katalog kosztów nie jest katalogiem zamkniętym i w związku z tym każdy fundusz może kwestie kosztów różnie regulować. Często występującym w praktyce rozwiązaniem jest formuła tak zwanych kosztów limitowanych i Nielimitowanych. Koszty limitowane to takie, które do pewnego poziomu pokrywane są przez fundusz, a po jego przekroczeniu pokrywane są przez towarzystwo zarządzające tym funduszem. Koszty Nielimitowane zaś w całości obciążają fundusz.

- 15) Częstotliwość oraz sposób dokonywania wyceny aktywów funduszu, ustalania wartości aktywów netto funduszu oraz wartości aktywów netto funduszu przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny – wskazanie powyższych elementów ma ogromne znaczenie dla uczestników ponieważ pozwala na określenie jak często fundusz będzie wyceniał swoje aktywa (czyli ustalał ich rzeczywistą wartość) i jakimi metodami. W przypadku funduszu inwestycyjnego otwartego wycena musi być dokonywana nie rzadziej niż w każdym dniu zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, zaś zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa następuje z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na siedem dni. W praktyce fundusze otwarte zbywają jednostki uczestnictwa w każdym dniu roboczym, zatem wycena również dokonywana jest w każdym dniu roboczym. Podobna reguła występuje w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych. W przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych wycena akty-

wów dokonywana jest z częstotliwością określoną w statucie nie rzadziej jednak niż raz na trzy miesiące oraz na siedem dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji. Warto zauważyć, że przypadku wyceny aktywów dokonywanej przez fundusz inwestycyjny zamknięty, oprócz wspólnych dla wszystkich rodzajów funduszy zasad wyceny aktywów, obowiązują szczególne zasady dotyczące wyceny praw własności nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości oraz praw wieczystego użytkowania. Wycena tych aktywów musi być przeprowadzana przez zespół co najmniej trzech rzeczoznawców majątkowych posiadających uprawnienia do szacowania wartości nieruchomości. W takim wypadku statut funduszu musi określić szczegółowy tryb pracy zespołu rzeczoznawców. Zgodnie z przepisami fundusz inwestycyjny ma obowiązek ogłaszać w sposób określony w statucie wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny oraz cenę zbycia i odkupienia jednostki uczestnictwa. Ogłoszeń tych fundusz powinien dokonać niezwłocznie po ustaleniu wskazanych wyżej wartości.

- 16) Sposób ogłaszania zmian statutu – jak już pisałem wcześniej jest to bardzo ważne ponieważ od momentu ogłoszenia o zmianach statutu zaczyna biec termin do wejścia tych zmian w życie. Czas jaki upływa od momentu ogłoszenia treści zmian do momentu ich wejścia w życie jest dla uczestników funduszu czasem do namysłu, czy godzą się oni na zmiany, czy też ich wejście w życie czyni dalszą inwestycję w dany fundusz nieatrakcyjną. Wówczas można przed wejściem w życie zmian umorzyć jednostki uczestnictwa, względnie dokonać ich konwersji do innego funduszu zarządzanego przez to samo towarzystwo, i o ile statut na to pozwala, bądź sprzedać lub przedstawić do wykupu certyfikaty inwestycyjne. W przeciwieństwie do prospektu informacyjnego i jego skrótu, które muszą być ogłaszane na stronach internetowych wskazanych w statucie, przepisy ustawy nie określają sposobu ogłaszania o zmianach statutu funduszu inwestycyjnego pozostawiając tę kwestię do regulacji statutowej. Najczęściej zmiany statutu ogłaszane są także w dzienniku

o zasięgu ogólnopolskim, ale pojawiają się także rozwiązania polegające na jednoczesnym ogłaszaniu o zmianach statutu na stronach internetowych towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego danym funduszem oraz udostępnianiu informacji o tych zmianach i treści zmian w podmiotach prowadzących dystrybucję jednostek uczestnictwa. Konstrukcja oparta na ogłaszaniu o zmianach statutu wymaga od uczestników funduszy inwestycyjnych dokonywania aktów staranności polegających na śledzeniu czy w określonych w statucie środkach przekazu nie pojawiła się informacja o zmianach statutu, jednakże przyjęcie rozwiązania polegającego na konieczności wysyłania imiennych informacji na adres każdego z uczestników spowodowałoby znaczny wzrost kosztów obsługi funduszy związany z koniecznością zorganizowania i przeprowadzenia akcji wysyłki, zważywszy, że inwestowanie w funduszach ma obecnie charakter masowy.

- 17) Przyczyny rozwiązania funduszu inwestycyjnego – statut powinien określać przyczyny rozwiązania funduszu inwestycyjnego inne niż wskazane w ustawie. Wśród ustawowo określonych przyczyn rozwiązania funduszu inwestycyjnego wyróżniamy:
- upływ okresu, na który, zgodnie ze statutem, fundusz został utworzony,
 - nie przejęcie zarządzania funduszem przez inne towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w sytuacji, gdy zezwolenie na zarządzanie funduszami udzielone przez Komisję towarzystwu, które utworzyło fundusz i zarządzało nim zostało cofnięte lub wygasło¹⁶,
 - zaprzestanie wykonywania obowiązków przez depozytariusza i nie zawarcie innym depozytariuszem umowy o prowadzenie rejestru aktywów funduszu,

¹⁶ Zezwolenie może być cofnięte przez Komisję z powodu naruszania przez towarzystwo przepisów prawa, nie wypełniania warunków określonych w zezwoleniu, przekraczania zakresu zezwolenia lub naruszania interesów uczestników funduszy. Zezwolenie wygasa w przypadku ogłoszenia upadłości towarzystwa lub otwarcia jego likwidacji. W takim wypadku fundusz ulega rozwiązaniu, jeżeli w terminie 3 miesięcy od dnia wydania decyzji o cofnięciu zezwolenia lub od dnia wygaśnięcia zezwolenia inne towarzystwo nie przejmie zarządzania funduszem.

- spadek wartości aktywów netto funduszu inwestycyjnego poniżej 2 000 000 zł¹⁷,
- podjęcie przez radę inwestorów albo zgromadzenie inwestorów uchwały o rozwiązaniu funduszu.

Rozwiązanie funduszu następuje po przeprowadzeniu jego likwidacji. Z dniem rozpoczęcia likwidacji fundusz zaprzestaje zbywania i umarzania jednostek uczestnictwa lub emitowania certyfikatów inwestycyjnych. O wystąpieniu przyczyny rozwiązania funduszu towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub depozytariusz obowiązane są niezwłocznie ogłosić w sposób wskazany w statucie funduszu. O samej likwidacji wspominałem już w części poświęconej omówieniu zadań depozytariusza¹⁸.

2.2. Prawa uczestników funduszu

Ustawa wymaga aby statut wskazywał inne, niż wynikające z niej prawa przyznane uczestnikom w związku z posiadaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Szczegółowy opis tych praw znajduje się w rozdziałach poświęconych charakterystyce jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych.

2.3. Postanowienia mające charakter umowy pomiędzy uczestnikiem a funduszem inwestycyjnym

Moim zdaniem istnieje grupa postanowień w statutach funduszy, która nie dotyczy *stricte* spraw związanych z organizacją i sposobem działania funduszu inwestycyjnego rozumianych jako postanowień istot-

¹⁷ Jednakże w tym wypadku fundusz nie ulegnie rozwiązaniu, jeżeli Komisja udzieli zgody na połączenie funduszu inwestycyjnego z innym funduszem, przy czym możliwość połączenia dotyczy wyłącznie dwóch funduszy inwestycyjnych otwartych lub dwóch specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych.

¹⁸ W tym miejscu można tylko wskazać, że sposób przeprowadzania likwidacji funduszu inwestycyjnego uregulowany jest przez rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lipca 2001 r. W sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych (Dz.U. Nr 77, poz. 818).

nych z punktu widzenia bytu funduszu, takich bez zapisania których w statucie fundusz nie powstałby i nie mógł funkcjonować. Są to na ogół postanowienia dotyczące przyznania uczestnikom funduszu pewnych praw, nie wynikających wprost z jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Do tej grupy postanowień statutu zaliczyłbym:

- postanowienia dotyczące zasad wypłacania uczestnikom dodatkowych świadczeń - części wynagrodzenia towarzystwa,
- postanowienia dotyczące prowadzenia programów systematycznego inwestowania,
- postanowienia dotyczące prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych,
- postanowienia dotyczące prowadzenia indywidualnych kont emerytalnych,
- postanowienia dotyczące umów gwarancji,
- postanowienia dotyczące świadczeń wyrównawczych, w przypadku osiągnięcia przez funduszu w okresie rozliczeniowym wyniku gorszego niż *benchmark*,
- postanowienia dotyczące obniżek w opłatach manipulacyjnych,
- inne.

W przypadku postanowień wymienionych wyżej warto wskazać na pewną istotną cechę. Otóż na ogół jest tak, że statut reguluje te kwestie na pewnym poziomie ogólności, jasno np. określając warunki jakie trzeba spełnić aby zawrzeć określoną umowę lub skorzystać np. ze zmniejszonych opłat manipulacyjnych. Natomiast szczegóły są ustalane w umowie zawartej pomiędzy uczestnikiem i funduszem. Wobec tego mamy do czynienia z sytuacją, w której statut w pewnych kwestiach zawiera niejako ramowe postanowienia, które następnie precyzowane są, oczywiście w ramach naznaczonych przez statut, w umowach zawieranych indywidualnie z uczestnikiem. W ten sposób otwiera się przed nami sfera daleko posuniętej indywidualizacji produktu jakim jest fundusz inwestycyjny oraz możliwości negocjowania warunków i dopasowywania ich do potrzeb poszczególnych uczestników - obszar regulacji

praw uczestników znajdujący się poza statutem, choć czyniony w ramach jego postanowień. Wobec faktu, że powyższe postanowienia mogą się pojawić zarówno w odniesieniu do funduszy zbywających jednostki uczestnictwa jak i emitujących certyfikaty inwestycyjne omówię je w tym miejscu poświęcając się w dalszych rozdziałach omówieniu pozostałych uprawnień związanych z jednostkami uczestnictwa lub certyfikatami inwestycyjnymi, w tym głównie wynikającymi wprost z ustawy.

- 1) Postanowienia dotyczące zasad wypłacania uczestnikom funduszu dodatkowych świadczeń - części wynagrodzenia towarzystwa - w takich przypadkach statut stanowi najczęściej, że prawo do części wynagrodzenia przysługuje uczestnikom, którzy powierzyli funduszowi znaczne środki. Niekiedy także wprowadzane są dodatkowe kryteria jak przykładowo czas trwania inwestycji. Statut funduszu określa jaka wartość jednostek uczestnictwa zapisanych na rejestrze danego uczestnika traktowana jest jako znaczne środki. Z uczestnikiem, który zainwestował w fundusz środki w wysokości określonej w statucie, zawierana jest umowa określająca wysokość wypłacanych dochodów, terminy oraz sposób wypłaty. Na ogół wypłata dochodów następuje nie poprzez wypłatę środków pieniężnych lecz poprzez zapisanie na rejestrze uczestnika dodatkowych jednostek uczestnictwa. Oczywiście możliwa jest także sytuacja, w której wypłata dochodów funduszu następuje w środkach pieniężnych. Wypłata dochodów ma miejsce zazwyczaj nie ze środków funduszu, lecz ze środków z wynagrodzenia jakie towarzystwo funduszy inwestycyjnych otrzymuje z funduszu.
- 2) Postanowienia dotyczące prowadzenia programów systematycznego oszczędzania (programów inwestycyjnych, itp. - stosowana terminologia w tym względzie jest bardzo różnorodna) - postanowienia tego rodzaju stanowią na ogół, że w danym funduszu jednostki uczestnictwa mogą być nabywane także w ramach programów systematycznego oszczędzania, z czym wiąże się na ogół inny system pobierania opłat manipulacyjnych. Celem wprowadzenia tych programów jest realizowanie w ramach jednego funduszu szczególnego rodzaju potrzeb i dodatkowych celów uczestników. Jeśli chodzi o różnicowanie

opłat manipulacyjnych, to przykładowo pobierana jest jednorazowo zryczałtowana wysokość opłat za nabywanie jednostek w określonym czasie, lecz jest to opłata niższa niż byłaby suma opłat poniesionych przez uczestnika w zadeklarowanym okresie oszczędzania. Zawarta z uczestnikiem umowa określa jakie fundusze objęte są planem systematycznego oszczędzania i jakie są proporcje podziału dokonywanych wpłat pomiędzy te fundusze. Umowa określa także minimalny okres oszczędzania oraz częstotliwość z jaką uczestnik może dokonywać zmian wskazanych w niej funduszy. Plany systematycznego oszczędzania mogą mieć postać zarówno planów indywidualnych, jak i grupowych. Plany systematycznego oszczędzania mogą przybierać także postać tak zwanych programów rentierskich, w których po upływie określonego w umowie czasu uczestnikowi wypłacane są w umówionych okresach kwoty w umówionych wysokościach, pochodzące z umorzenia części jednostek uczestnictwa.

- 3) Postanowienia dotyczące prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych – postanowienia te są podobne do postanowień dotyczących programów systematycznego oszczędzania. Określają one na ogół sposób wnoszenia wpłat w ramach pracowniczych programów emerytalnych i obniżki w opłacie manipulacyjnej z tytułu nabywania lub umarzania jednostek uczestnictwa. Zgodnie z przepisami pracownicze programy emerytalne mogą być prowadzone w formie umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu emerytalnego. Utworzenie pracowniczego programu emerytalnego w tej formie wymaga zawarcia umowy z wybranym funduszem inwestycyjnym, przy czym możliwa jest sytuacja, w której składki pracowników będą wnoszone nie do jednego lecz do kilku funduszy w proporcjach określonych w umowie, pod warunkiem, że są to fundusze zarządzane przez to samo towarzystwo. Obecnie funkcjonują w tym względzie różne rozwiązania. Składki w ramach pracowniczych programów emerytalnych wnoszone są zarówno do funkcjonujących na ogólnych zasadach funduszy inwestycyjnych jak i do specjalnie utworzonych w tym celu (wówczas najczęściej fundusze takie są tworzone w formie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych).

- 4) Postanowienia dotyczące prowadzenia indywidualnych kont emerytalnych – konta takie mogą być prowadzone na podstawie ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych (Dz.U. Nr 116, poz. 1205). Celem gromadzenia oszczędności w ramach indywidualnych kont emerytalnych jest przechowywanie ich do czasu uzyskania uprawnień emerytalnych. Konto prowadzone jest na podstawie umowy, która określa wszystkie najważniejsze kwestie z nim związane, w szczególności koszty i opłaty obciążające uczestnika funduszu w związku z prowadzeniem konta oraz terminy i zasady dokonywania wpłat i wypłat. Należy zwrócić uwagę, że w takim przypadku oprócz opłat manipulacyjnych pobieranych z tytułu zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa, mogą być pobierane opłaty z tytułu prowadzenia konta. Ponadto ustawa o indywidualnych kontach emerytalnych dopuszcza możliwość obciążenia uczestnika funduszu dodatkową opłatą, w przypadku gdy ten wycofa swoje oszczędności z konta emerytalnego w ciągu 12 miesięcy od zawarcia umowy. W przypadku indywidualnych kont emerytalnych statut funduszu powinien określać zasady prowadzenia konta oraz tryb i warunki zawarcia i rozwiązania umowy.
- 5) Postanowienia dotyczące umów gwarancji – jak wcześniej już wspominałem, fundusz inwestycyjny nie może gwarantować osiągnięcia celu inwestycyjnego. Jednakże nie oznacza to, że fundusz nie może zawrzeć z innym podmiotem umowy, której treścią jest odkupienie przez ten podmiot w określonym czasie certyfikatów inwestycyjnych od uczestników po określonej cenie. Uczestnik mając w statucie podaną cenę bądź algorytm jej wyliczenia i znając wartość aktywów netto na certyfikat, a także oceniając cenę rynkową certyfikatu i jego płynność, może ocenić, czy bardziej opłacalne będzie czekanie do likwidacji funduszu (jeśli jest terminowy), sprzedanie certyfikatów inwestycyjnych na rynku wtórnym, czy też sprzedanie certyfikatów po cenie wynikającej z umowy gwarancji. W tym miejscu należy zaznaczyć, że z możliwości tej korzystają na ogół fundusze inwestycyjne zamknięte.
- 6) Postanowienia dotyczące świadczeń wyrównawczych, w przypadku osiągnięcia przez funduszu w okresie rozliczeniowym wyniku gor-

szego niż *benchmark* – niekiedy statut funduszu inwestycyjnego określiła, że fundusz będzie się starał osiągnąć wyniki inwestycyjne nie gorsze niż jakiś wskaźnik lub też, których wzrost będzie skorelowany z jakimś wskaźnikiem. Ten punkt odniesienia dla wyników inwestycyjnych funduszu nazywany jest *benchmarkiem*. Idąc dalej, statuty niektórych funduszy przewidują świadczenie wyrównawcze w sytuacji, gdy w przyjętym okresie rozliczeniowym (miesiąc, kwartał lub rok) wyniki funduszu będą odbiegać od przyjętego *benchmarku*. Świadczenie takie, podobnie jak świadczenie z tytułu wypłaty części wynagrodzenia wypłacane jest z wynagrodzenia towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego funduszem. Świadczenie to występuje zresztą w wielu odmianach. Niekiedy umowa opiewa na zabezpieczenie rentowności lokaty w jednostki uczestnictwa i wskazuje cenę jednostki uczestnictwa, jaka będzie stanowiła punkt odniesienia do rozliczeń lub wzór, zgodnie z którym wyliczona zostanie wysokość świadczenia dla uczestnika.

- 7) Postanowienia dotyczące obniżek w opłatach manipulacyjnych – z uwagi na konieczność zapewnienia wszystkim uczestnikom funduszy inwestycyjnych równych praw i jednakowego dostępu do informacji o funduszu, statut funduszu powinien wyczerpująco określać w jakich przypadkach może nastąpić obniżka opłat z tytułu zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa lub całkowite zaniechanie poboru tych opłat. Funkcjonujące rozwiązania na ogół stanowią, że obniżenie lub zaniechanie poboru opłat manipulacyjnych może mieć miejsce w przypadku prowadzenia akcji promocyjnych, o których rozpoczęciu i zakończeniu fundusz ogłosi w sposób określony w statucie, w przypadku prowadzenia pracowniczych programów emerytalnych, w przypadku uczestników, którzy powierzyli funduszowi w zarządzanie znaczne środki (kwestia określenia znaczących środków jest ujęta tak samo jak w przypadku wypłaty dochodów funduszu) i innych. Niekiedy opłaty obniżane są dla wszystkich spełniających warunki w sposób jednakowy (np. w przypadku prowadzenia akcji promocyjnych), niekiedy zaś wysokość obniżenia ustalana jest indywidualnie w umowie (jak to ma miejsce na ogół

w przypadku uczestników, którzy powierzyli w zarządzanie znaczne środki).

Wskazany wyżej i omówiony pokrótce katalog nie ma charakteru zamkniętego. Poszczególne fundusze mogą oferować jeszcze inne rozwiązania zmierzające do uatrakcyjnienia oferty i dopasowania jej do indywidualnych potrzeb uczestników. Z całą pewnością zasługuje na uwagę i wymaga podkreślenia, sygnalizowana już wcześniej możliwość regulacji pewnych postanowień dotyczących pewnych grup uczestników w aktach poza statutowych – najczęściej w formie odrębnych umów zawieranych z funduszem. Są to jednocześnie postanowienia, których istnienie nie jest niezbędne dla istnienia i funkcjonowania funduszu, co moim zdaniem uzasadnia zaproponowany wyżej podział postanowień statutu.

Na zakończenie rozważań nad treścią statutu warto raz jeszcze przypomnieć, że uważne zapoznanie się z treścią statutu pozwoli uniknąć wielu rozczarowań mogących powstać w przyszłości. Doświadczenie związane ze skargami uczestników na działalność funduszy pozwala na sformułowanie tezy, że wielu z tych skarg można by uniknąć, gdyby uczestnik dokładnie przeczytał statut przed przystąpieniem do funduszu. Na marginesie należy zauważyć, że statuty pisane są na ogół bardzo trudnym i specjalistycznym językiem stąd właściwa ich percepcja może być w znacznym stopniu utrudniona. Dlatego też każdemu potencjalnemu uczestnikowi funduszu można polecić lekturę prospektu informacyjnego lub prospektu emisyjnego, gdzie najważniejsze informacje o funduszu podane są na ogół w znacznie przystępniejszy sposób, co nie dziwi zważywszy, że statut jest jednak dokumentem mającym charakter konstytutywny dla funduszu, zaś prospekt informacyjny lub prospekt emisyjny mają charakter typowo ofertowy.

W całości lub w części poza statutem pozostają, ważne dla uczestnika funduszu, a określone w prospekcie informacyjnym lub emisyjnym postanowienia ofertowe określające w szczególności:

- 1) Termin i warunki dokonywania zapisów na jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, w tym sposób dokonywania wpłat na

nabycie jednostek uczestnictwa lub objęcie certyfikatów inwestycyjnych - w przypadku funduszy inwestycyjnych zbywających jednostki uczestnictwa przedmiotowe postanowienia dotyczą dokonywania zapisów w celu zebrania wpłat do funduszu w wysokości niezbędnej do jego zarejestrowania przez sąd. W przypadku funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne postanowienia te dotyczą zapisów na certyfikaty zarówno pierwszej jak i kolejnych emisji. Przyjmowanie zapisów może rozpocząć się nie wcześniej niż w następnym dniu po otrzymaniu przez towarzystwo decyzji Komisji o udzieleniu zezwolenia na utworzenie funduszu. Termin na przyjmowanie zapisów nie może w żadnym wypadku przekroczyć dwóch miesięcy. Wobec faktu, iż fundusz jeszcze nie istnieje wpłaty do niego przyjmowane są na wydzielony rachunek towarzystwa funduszy inwestycyjnych prowadzony przez depozytariusza. W przypadku kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych wpłaty dokonywane są na wydzielony rachunek funduszu prowadzony przez depozytariusza.

- 2) W przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego, liczbę certyfikatów inwestycyjnych na które przeprowadzone będą zapisy oraz zasady przydziału certyfikatów - określenie liczby certyfikatów ma znaczenie dla ustalenia czy emisja dojdzie do skutku. Dlatego też powszechnie stosowanym rozwiązaniem jest tak zwana emisja widełkowa, czyli taka, w której określona zostaje zarówno minimalna jak i maksymalna liczba oferowanych certyfikatów, przy czym dla dojścia emisji do skutku wystarczające jest złożenie zapisów na minimalną liczbę certyfikatów. Po dokonaniu wpłaty na certyfikaty emisja jest zamknięta.
- 3) Sposób i szczegółowe warunki zbywania jednostek uczestnictwa albo wydawania certyfikatów inwestycyjnych oraz odkupywania jednostek uczestnictwa albo wykupywania certyfikatów inwestycyjnych - w przypadku jednostek uczestnictwa statuty funduszy określają najczęściej dwa sposoby nabycia jednostek uczestnictwa. Pierwszy polega na wypełnieniu zlecenia i dokonaniu wpłaty. Drugi, nazywany „wpłatą bezpośrednią”, polega po prostu na dokonaniu przelewu na rachunek funduszu, z podaniem na przelewie imienia i nazwiska

uczestnika oraz numeru rejestru (co jest bardzo ważne zwłaszcza w przypadku uczestników posiadających więcej niż jeden rejestr). W przypadku wpłaty bezpośredniej nie jest konieczne dodatkowe wypełnianie zlecenia, ponieważ osoba wpłacająca zostanie zidentyfikowana dzięki danym zawartym w zleceniu i na jej rejestrze zostaną zapisane jednostki uczestnictwa nabyte za dokonaną wpłatę w liczbie wynikającej z podzielenia kwoty wpłaty przez wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa z dnia przydziału. Należy zauważyć, że statut funduszu może określać minimalną kwotę za jaką jednorazowo można nabyć jednostki uczestnictwa. Praktyka dowodzi, że fundusze chętnie korzystają z tej możliwości. Ponadto częstokroć statuty funduszy przewidują przyjmowanie wpłat także w walutach obcych. Na ogół z możliwości takiej korzystają fundusze, które inwestują na rynkach zagranicznych. W przypadku odkupywania jednostek uczestnictwa wymagane jest złożenie zlecenia, w którym określona zostanie liczba jednostek uczestnictwa podlegających umorzeniu lub kwota za jaką uczestnik chce dokonać umorzenia oraz wskazanie rejestru, z którego ma nastąpić umorzenie (co jest istotne dla osób posiadających kilka rejestrów w jednym funduszu). W zleceniu tym w tak zwanej „instrukcji płatniczej” można określić także w jaki sposób mają być wypłacone środki pieniężne pochodzące z umorzenia – na konto umarżającego lub osoby trzeciej bądź do rąk umarżającego lub jego pełnomocnika. Warto przypomnieć w tym miejscu, że właściwa dla funduszu otwartego, zasada swobodnego decydowania przez uczestnika o momencie umorzenia jednostek uczestnictwa, a co za tym idzie o momencie wypłaty środków pieniężnych¹⁹, ulega daleko idącej modyfikacji w przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Gdy statut stanowi, że uczestnikami funduszu mogą być wyłącznie osoby w nim wskazane lub spełniające określone warunki, wówczas statut może także określać warunki w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa

¹⁹ Między innymi, ta właśnie cecha funduszy inwestycyjnych otwartych sprawia, że coraz częściej stają się one atrakcyjną alternatywą dla lokat bankowych.

przez fundusz, w tym w szczególności termin, w którym uczestnik powinien zgłosić zamiar żądania odkupienia jednostek lub termin, w którym nastąpi wypłata kwoty z tytułu odkupienia. Zwracam uwagę, że w tym wypadku przesunięciu ulega jedynie termin wypłaty środków pieniężnych. Sam termin odkupienia pozostaje niezmienny w stosunku do reguły ogólnej. Termin na odkupienie jednostek uczestnictwa określa statut funduszu przy czym nie może on być dłuższy niż siedem dni od daty zgłoszenia żądania ich odkupienia. Odkupienie następuje po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w danym dniu wyceny. Cena ta jest pomniejszana o kwotę opłat manipulacyjnych z tytułu umorzenia jednostek, o ile statut przewiduje takową opłatę. Chwilą odkupienia jest chwila wpisania do rejestru uczestników liczby odkupionych jednostek uczestnictwa i kwoty należnej uczestnikowi z tego tytułu. W przypadku funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego dokonującego odkupienia na zasadach ogólnych, wypłata uczestnikowi środków pochodzących z odkupienia jednostek uczestnictwa ma nastąpić niezwłocznie po odkupieniu. W funduszach, które przyjmują wpłaty na jednostki uczestnictwa w walutach obcych możliwa jest z reguły także wypłata środków pochodzących z umorzenia w walucie, w której dokonana została wpłata.

W przypadku certyfikatów emisyjnych, po zamknięciu emisji, fundusz dokonuje przydziału certyfikatów, a następnie wydaje je, przy czym wydanie polega na zapisaniu odpowiedniej liczby certyfikatów na rachunku papierów wartościowych nabywcy. Wydanie certyfikatów niedopuszczonych do publicznego obrotu następuje bądź poprzez wydanie dokumentu certyfikatu bądź poprzez zapisanie odpowiedniej liczby certyfikatów nie mających formy dokumentu w ewidencji uczestników funduszu. W przypadku dopuszczonych do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych może na żądanie uczestnika wydać świadectwo depozytowe, określające liczbę zapisanych na rachunku

papierów wartościowych uczestnika certyfikatów inwestycyjnych. Możliwe jest także przeprowadzanie wykupywania certyfikatów inwestycyjnych. Statut funduszu powinien wszakże określać czy certyfikaty są wykupywane na żądanie uczestnika funduszu, czy też niezależnie od zgłoszenia takiego żądania. Certyfikaty wykupione przez fundusz są następnie umarzone, to znaczy nie jest możliwa ponowna ich sprzedaż. Od uczestników, którzy zażądali wykupienia certyfikatów inwestycyjnych fundusz odkupuje certyfikaty po cenie równej wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny, po ewentualnym pomniejszeniu o opłatę z tytułu odkupienia certyfikatów inwestycyjnych, o ile statut przewiduje taką opłatę. W przypadku dopuszczonych do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych, transakcja odkupienia obsługiwana jest przez KDPW S.A., wobec czego odkupienie następuje w chwili wykreślenia certyfikatu inwestycyjnego z rachunku papierów wartościowych uczestnika. Kwota przypadająca uczestnikowi z tytułu wykupu certyfikatów wypłacana jest niezwłocznie w sposób określony w statucie i zgodny z procedurami KDPW S.A.

Postępowanie reklamacyjne – sposoby i terminy rozpatrywania przez towarzystwo skarg uczestników.

Kwestie związane z tak zwanymi reklamacjami są niekiedy przedmiotem regulacji statutowych i chociaż nie są to regulacje nadmiernie rozbudowane, to z uwagi na swoje znaczenie dla dochodzenia i realizacji praw uczestnika, wymagają odrębnego omówienia.

Na wstępie należy zaznaczyć, że nie istnieją przepisy rangi ustawy czy rozporządzenia chociażby, które by dotyczyły reklamacji (czy też jak kto woli, w nomenklaturze dawniejszej – skarg i wniosków) składanych przez uczestników. Wobec powyższego uregulowań dotyczących tej instytucji poszukiwać należy wyłącznie na gruncie statutów funduszy, zdając sprawę z pewnej niezręczności sytuacji związanej z tym, że w razie rozpatrywania reklamacji uczestnika towarzystwo jest sędzią we własnej sprawie.

Po pierwsze w statutach mogą niekiedy znajdować się wzmianki dotyczące potwierdzeń nabycia lub zbycia jednostek uczestnictwa. W interesie uczestnika leży jak najszybsze zgłaszanie reklamacji dotyczących treści otrzymanego potwierdzenia ze złożonym zleceniem.

Ponadto statuty określają także gdzie należy zgłaszać reklamacje. Wśród podmiotów przyjmujących reklamacje wymienia się dystrybutorów oraz towarzystwo. Statut może także określać tryb składania reklamacji, precyzując, czy mają one być wnoszone pisemnie, ustnie czy np. przez telefon, faksem lub za pośrednictwem internetu. Z reguły statuty nie są nadmiernie rygorystyczne w tej kwestii, dopuszczając wiele sposobów składania reklamacji.

Wskazane w statutach terminy do rozpatrzenia reklamacji przez towarzystwo mają charakter instrukcyjny i z ich przekroczeniem nie wiążą się żadne konsekwencje natury prawnej. Oczywiście mam tu na myśli konsekwencje dotyczące sposobu rozpatrywania reklamacji, bowiem oczywiście może być tak, że Komisja w toku postępowania administracyjnego stwierdzi, że rozpatrzenie reklamacji w nierozsądnym terminie bądź nie rozpatrzenie jej w ogóle narusza w istotny sposób interes uczestnika, co może skutkować odpowiedzialnością administracyjną.

Rozdział 3

Charakterystyka jednostek uczestnictwa i związanych z nimi uprawnień

1. Czym są jednostki uczestnictwa

Jednostki uczestnictwa, zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, stanowią tytuł prawny uczestników funduszy do udziału w wartości aktywów netto funduszu. Można zatem stwierdzić, że jednostki uczestnictwa są prawem majątkowym. Jednostki uczestnictwa nie mają charakteru papieru wartościowego. Ciekawą cechą jednostek uczestnictwa jest ich podzielność, konsekwencja sposobu ustalania liczby przydzielanych jednostek uczestnictwa. Ponieważ nowe jednostki są zbywane po cenie wynikającej z podziału wartości aktywów netto funduszu na liczbę istniejących jednostek (tak zwana wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa), zatem liczba nabytych jednostek zostanie ustalona w wyniku podziału wpłacanej kwoty przez cenę. Uzyskana w wyniku tej operacji liczba nie musi być całkowita i na ogół jest tak, że na potwierdzeniu nabycia można odczytać, iż dany uczestnik za kwotę wpłaty np. 100 zł po odliczeniu opłaty manipulacyjnej w wysokości 1 zł nabył 9,861 jednostek uczestnictwa funduszu²⁰.

²⁰ Przytoczone przeze mnie wartości mają oczywiście charakter czysto przykładowy i nie mogą być podstawą do kalkulowania liczby przyznawanych w konkretnych funduszach inwestycyjnych jednostek uczestnictwa.

Jednostki uczestnictwa danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. Oznacza to, że fundusz nie może zbywać jednostek uprzywilejowanych np. co do wysokości udziału w kwocie likwidacyjnej lub co do liczby głosów na radzie inwestorów specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego.

Ustawa wyłącza możliwość zbywania jednostek uczestnictwa na rzecz osób trzecich. Wyjątkiem jest odkupienie jednostek przez fundusz na żądanie uczestnika. Z chwilą odkupienia jednostki są umarzone z mocy prawa. Oznacza to wyłączenie dokonywania jakichkolwiek czynności w stosunku do jednostek uczestnictwa, które mogłyby prowadzić do zmiany posiadania. Niemożliwa zatem jest nie tylko sprzedaż jednostek uczestnictwa osobom trzecim, ale także dokonanie zamiany lub darowizny.

Pomimo ustanowienia zakazu zbywania jednostek uczestnictwa, ustawa dopuszcza możliwość ich dziedziczenia, co oznacza zarówno możliwość zapisania jednostek uczestnictwa w testamencie, jak również uczynienie ich przedmiotem zapisu, a w braku powyższych rozporządzeń na wypadek śmierci, możliwość dziedziczenia ustawowego.

W razie śmierci uczestnika funduszu inwestycyjnego otwartego fundusz jest obowiązany odkupić jednostki uczestnictwa uczestnika do wartości nie przekraczającej kosztów urządzenia pogrzebu, zgodnie ze zwyczajami przyjętymi w danym środowisku i wypłacić je na żądanie osoby, która przedstawi rachunki stwierdzające wysokość poniesionych przez nią wydatków związanych z pogrzebem. W przypadku zaś, gdy uczestnik wskazał w umowie osobę, na rzecz której mają być wypłacone środki w razie jego śmierci, fundusz odkupuje jednostki uczestnictwa i wypłaca środki pieniężne do wysokości nie wyższej niż przypadające na ostatni miesiąc przed śmiercią uczestnika dwudziestokrotne przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw bez wypłaty nagród z zysku, ogłaszane przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego. Kwoty te nie wchodzą do masy spadkowej po uczestniku.

Kolejną, dopuszczoną przez ustawę, możliwością wykorzystania jednostek uczestnictwa jest użycie ich jako zabezpieczenia zobowiązań.

Ustawa stanowi bowiem, że jednostki uczestnictwa mogą być przedmiotem zastawu. Do ustanowienia zastawu na jednostkach uczestnictwa konieczne jest zawarcie umowy zastawu i przedstawienie jej towarzystwu funduszy inwestycyjnych. Zastaw staje się skuteczny z chwilą dokonania na wniosek zastawcy (czyli posiadacza jednostek uczestnictwa) odpowiedniego zapisu na rejestrze uczestników funduszu inwestycyjnego, którego jednostki uczestnictwa są przedmiotem zastawu.

Zaspokojenie zastawnika (czyli wierzyciela) jest możliwe wyłącznie poprzez odkupienie jednostek uczestnictwa funduszu na żądanie zgłoszone w postępowaniu egzekucyjnym. Wyjątkiem jest sytuacja, w której zastaw został ustanowiony zgodnie z przepisami ustawy z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz.U. Nr 91, poz. 871). Zastawca nie może żądać odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz bez zgody zastawnika dopóty, dopóki wierzytelność zabezpieczona zastawem nie stanie się wymagalna. Po dacie wymagalności wierzytelności zabezpieczonej zastawem zastawca może zgłosić żądanie odkupienia jednostek uczestnictwa, jednakże wypłata zastawcy środków pieniężnych z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa może nastąpić wyłącznie po okazaniu pokwitowania wierzyciela, w którym stwierdza on wygaśnięcie wierzytelności zabezpieczonej zastawem.

Jednostki uczestnictwa mogą być zarówno przedmiotem zwykłego zastawu na prawach ustanawianego zgodnie z przepisami kodeksu cywilnego, jak również zastawu rejestrowego ustanawianego w trybie ustawy z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. Nr. 149, poz. 703 z późn. zm.) lub zastawu skarbowego ustanawianego zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa (Dz.U. Nr 137, poz. 926, z późn. zm.).

Niekiedy statuty funduszy przewidują także możliwość dokonywania blokady jednostek uczestnictwa jako formy zabezpieczenia wierzytelności. Jest to rozwiązanie podobne, do tego jakie istnieje w stosunku do papierów wartościowych zapisanych na rachunku papierów wartościowych, gdzie możliwe jest dokonanie tzw. blokady autonomicznej. Na podstawie dyspozycji blokady fundusz dokonuje blokady jednostek uczestnictwa w liczbie określonej w zleceniu blokady oraz na wskazany

w tym zleceniu okres i w określonym w nim zakresie. Praktycznie oznacza to, że uczestnik przez pewien czas nie ma możliwości zbycia jednostek uczestnictwa. Dopuszczalne jest natomiast żądanie odkupienia jednostek uczestnictwa objętych blokadą przez posiadającego pełnomocnictwo do dokonania tej czynności wierzyciela uczestnika.

2. Uprawnienia związane z posiadaniem jednostek uczestnictwa

W przypadku jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych trudno jest mówić o jakichkolwiek uprawnieniach uczestnika wynikających bezpośrednio z faktu ich posiadania. Wydaje się raczej, że szereg uprawnień, jakie posiada uczestnik wynika z faktu po prostu uczestnictwa w funduszu. Spróbujmy zatem podsumować jakie są prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego otwartego, dokonując tym samym niejako podsumowania dotychczasowych rozważań, gdyż o większości z tych uprawnień była już mowa. Są to:

- 1) prawo do zażądania odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz,
- 2) o ile statut przewiduje taką możliwość, prawo do szczególnych zasad przenoszenia środków pieniężnych pomiędzy jednym funduszem a drugim w ramach funduszy zarządzanych przez to samo towarzystwo. Przenoszenie to odbywa się na zasadzie bezgotówkowej i jest nazywane konwersją. Konwersja istotą swoją najbardziej przypomina umowę zamiany, jednakże w istocie nie jest niczym innym jak automatycznym i dokonanym w krótkim czasie odkupieniem jednostek uczestnictwa w jednym funduszu i nabyciem jednostek uczestnictwa w innym za kwotę odpowiadającą wartości środków pieniężnych jakie uczestnik otrzymałby z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa,
- 3) o ile statut przewiduje taką możliwość, prawo do wypłacania dochodów funduszu inwestycyjnego bez odkupywania jednostek uczestnictwa,
- 4) prawo do zawarcia dodatkowych umów, przewidzianych statutem, dotyczących np. planów systematycznego inwestowania i innych,

- 5) prawo do udziału w aktywach funduszu w przypadku jego likwidacji,
- 6) prawo do otrzymania na żądanie rocznego i półrocznego sprawozdania finansowego funduszu oraz prospektu informacyjnego,
- 7) możliwość posiadania kilku rejestrów w jednym funduszu,
- 8) możliwość posiadania wspólnych rejestrów, w tym rejestrów małżeńskich,
- 9) inne prawa przyznane przepisami statutu.

Udział w radzie inwestorów specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego.

Inaczej rzecz się przedstawia jeśli chodzi o jednostki uczestnictwa specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych. Poza wymienionymi wyżej uprawnieniami istnieją uprawnienia ściśle związane z jednostką uczestnictwa, mianowicie prawo głosu w radzie inwestorów funduszu.

Statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może przewidywać utworzenie rady inwestorów jako organu funduszu o kompetencjach kontrolnych. Rada inwestorów może kontrolować realizację celu inwestycyjnego funduszu i realizację polityki inwestycyjnej oraz stosowanie ograniczeń inwestycyjnych. W tym celu rada może przeglądać księgi i dokumenty funduszu oraz żądać wyjaśnień od towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzających funduszem. Księgi i dokumenty funduszu powinny być udostępniane radzie inwestorów w taki sposób, aby uniemożliwić im identyfikację pozostałych uczestników. Jest to niezbędne z uwagi na ochronę dóbr osobistych uczestników takich jak dane osobowe i dane dotyczące wielkości ich inwestycji w fundusz. W celu jak najpełniejszej realizacji tej zasady obowiązek udostępniania wyłączony został w stosunku do rejestru uczestników funduszu.

Sporne jest co tak naprawdę oznacza sprawowanie czynności kontrolnych i jak daleko kontrola ta może sięgać. Istnieją w tym względzie dwa podstawowe stanowiska. Pierwsze zakłada, że kontrola, w przeciwieństwie do nadzoru, ma charakter następczy w stosunku do przedmiotu kontroli i incydentalny (nadzór zaś ma charakter bieżący i cią-

gły). Wobec tego rada inwestorów może kontrolować wyłącznie przeszłe dokonania funduszu czyli analizować wyłącznie decyzje już podjęte, inwestycje już dokonane, itd. Drugie stanowisko zakłada większą kompetencję do działania dla rady inwestorów, poszerzoną mianowicie o kontrolowanie także zamierzeń funduszu co do planowanych inwestycji. Pogląd taki opiera się na przekonaniu, że kontrola polityki inwestycyjnej i przestrzegania limitów inwestycyjnych powinna nie tylko wykrywać istniejące w tym względzie ewentualne nieprawidłowości, lecz także, a może przede wszystkim nawet, zapobiegać ich powstawaniu. Moim zdaniem, bardziej uzasadnione jest stanowisko pierwsze przyznające radzie kompetencje typowo kontrolne. Kontrola uprzednia prowadziłaby *de facto* do współdziałania rady inwestorów w zarządzaniu funduszem, bowiem zezwalałaby co najmniej na wyrażanie opinii odnośnie do planowanych inwestycji. Mielibyśmy zatem do czynienia z wypaczeniem idei rady inwestorów jako organu kontrolnego, bowiem jego kompetencje przesunęłyby się w stronę zarządzania. Sytuacja taka mogłaby prowadzić także do konfliktu interesów pomiędzy funduszem a uczestnikami, którzy posiadłszy wiedzę co do planowanych inwestycji funduszu, analiz dotyczących opłacalności tych inwestycji oraz oceny kondycji i perspektyw emitentów instrumentów finansowych, mogliby próbować wykorzystywać tę wiedzę do własnych celów, niekiedy ze szkodą dla funduszu czyli, w zasadzie, ze szkodą dla pozostałych uczestników.

W przypadku, gdy rada inwestorów stwierdzi występowanie nieprawidłowości w realizowaniu celu inwestycyjnego, polityki inwestycyjnej lub stosowaniu ograniczeń inwestycyjnych, wzywa towarzystwo zarządzające funduszem do usunięcia tych nieprawidłowości i zawiadamia o nich Komisję. Kompetencje Komisji w ramach sprawowanego przez nią nadzoru i kontroli omówione zostaną w dalszych rozdziałach książki.

Ustawa przyznaje radzie inwestorów jeszcze jedną, niezwykle istotną kompetencję, jaką jest możliwość podjęcia uchwały o rozwiązaniu funduszu. Z uwagi na wagę tej decyzji uchwała taka może być podjęta, jeżeli poparli ją uczestnicy reprezentujący łącznie co najmniej dwie trzecie ogólnej liczby jednostek uczestnictwa.

W związku z tym, zachodzi pytanie, czy statut może rozszerzyć dodatkowo kompetencje rady inwestorów. Z jednej bowiem strony przewiduje się wyłącznie kontrolne kompetencje rady, z drugiej jednak wyposaża się ten organ w potężne uprawnienie jakim jest podjęcie decyzji o rozwiązaniu funduszu, które nie ma nic wspólnego z kwestiami kontrolnymi. Chyba żeby upatrywać motywów działania rady inwestorów w stwierdzeniu w toku kontroli notorycznego nieprzestrzegania limitów inwestycyjnych, prowadzenia polityki inwestycyjnej sprzecznej ze statutem i ewidentnym braku szans na realizację założonego celu inwestycyjnego. Moim zdaniem, fakt istnienia takiego uprawnienia nie może przemawiać za dalszym rozszerzaniem kompetencji rady inwestorów, zasadą jest bowiem działanie kontrolne. Wprawdzie dodatkowo rada inwestorów może podjąć decyzję o rozwiązaniu funduszu, jednakże jest to wyjątek od ogólnej zasady i jako taki nie może być interpretowany rozszerzająco. Czym innym może być natomiast precyzowanie, trybu działania rady inwestorów oraz zasad i metod prowadzenia kontroli. Zgodnie z przepisami tryb działania rady określa statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez radę. Na tym tle rodzi się pytanie o wzajemny stosunek tych dwóch aktów, a zwłaszcza w kontekście potencjalnej sprzeczności postanowień. Możliwość wystąpienia sprzeczności pojawia się nie tylko z powodu tego, że dwa akty mają regulować tę samą sprawę, lecz głównie dlatego, że akty te są wydawane przez różne podmioty. Statut funduszu tworzy towarzystwo jako jego organ, zaś regulamin rady inwestorów uchwała sama rada. Moim zdaniem w wypadku sprzeczności postanowień tych dwóch aktów nadrzędne znaczenie ma statut funduszu, który jest dokumentem prawnie wiążącym dla stron i jest dokumentem podstawowym. Wszelkie inne akty, takie jak umowy zawarte na podstawie statutu lub regulaminy nie mogą być z nim sprzeczne, nawet w sytuacji gdy istnienie regulaminu zostało przewidziane w ustawie. Mówiąc obrazowo stosunek regulaminu do statutu jest taki, jak rozporządzenia wykonawczego do ustawy zawierającej delegację do jego wydania. Zwrócić także należy uwagę na częściowo różny zakres regulacji. Statut bowiem musi określić głównie kompetencje rady inwestorów w stosunku do funduszu, zaś regulamin pracy rady

inwestorów, jest aktem nakierowanym niejako wewnątrz, określającym tryb pracy, wzajemną komunikację członków rady i tym podobne.

Członkiem rady inwestorów specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może być:

- 1) uczestnik, który posiada jednostki uczestnictwa reprezentujące ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa w danym funduszu, lub
- 2) przedstawiciel uczestników funduszu, którzy nie indywidualnie wprowadzili, lecz łącznie reprezentują ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa funduszu.

Prawo wyboru wspólnego przedstawiciela przez uczestników nieposiadających jednostek uczestnictwa w liczbie pozwalającej na uczestnictwo w radzie inwestorów, może być przyznane przez statut. W takim wypadku uczestnicy, którzy mają zamiar dokonać wyboru wspólnego przedstawiciela muszą poinformować fundusz o tym zamiarze. Fundusz niezwłocznie po otrzymaniu tego zawiadomienia dokonuje sprawdzenia, czy uczestnicy posiadają uprawnienia do dokonania wyboru przedstawiciela (czyli czy łącznie posiadają ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa) i zawiadamia uczestników o spełnieniu bądź niespełnieniu wymagań statutowych. Zarówno uczestnik posiadający samodzielnie ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów jak i przedstawiciel uczestników, których dla wygody nazwijmy mniejszościowymi, muszą wyrazić zgodę na uczestnictwo w radzie inwestorów.

Ponieważ kryterium decydującym o możliwości udziału w radzie inwestorów jest stosunek posiadanej przez uczestnika liczby certyfikatów inwestycyjnych do ogólnej ich liczby, powstaje pytanie skąd uczestnik ma wiedzieć, że spełnia warunki niezbędne do uczestnictwa w radzie inwestorów, zwłaszcza wobec faktu, że liczba jednostek uczestnictwa podlegać może codziennym zmianom wskutek tego, że co dzień ktoś może umarzać jednostki uczestnictwa, a ktoś inny je nabywać. W przypadku przedstawiciela uczestników mniejszościowych inicjatywa w tym względzie leży po stronie uczestników, którzy jak wspomniałem wyżej muszą wystąpić do funduszu o potwierdzenie zdolności do wyboru przedstawiciela. W przypadku zaś poszczególnych uczestników to na

funduszu ciąży obowiązek powiadomienia ich o tym, że spełniają przesłanki do uzyskania członkostwa w radzie inwestorów. Fundusz zatem musi dokonywać sprawdzenia czy którykolwiek z uczestników dysponuje ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa. Po stwierdzeniu, że taki uczestnik istnieje, fundusz niezwłocznie zawiadamia uczestnika o tym fakcie. Rada inwestorów może rozpocząć działalność, gdy co najmniej trzy osoby spełniają warunki do uczestniczenia w jej pracach. Analogicznie na funduszu ciąży obowiązek sprawdzania, czy osoby wchodzące w skład rady inwestorów spełniają nadal przepisane prawem warunki. W przypadku, gdy członek rady inwestorów przestanie spełniać warunki niezbędne do uczestniczenia w pracach rady, fundusz niezwłocznie zawiadamia go o tym fakcie i z dniem zawiadomienia członkostwo w radzie uczestnika, którego liczba jednostek uczestnictwa uległa zmniejszeniu poniżej wymaganej wielkości, ustaje. Członkostwo w radzie ustaje także z chwilą złożenia przez członka rady rezygnacji.

Te same reguły obowiązują w przypadku przedstawiciela uczestników mniejszościowych, przy czym w takim wypadku badaniu podlega łączna liczba jednostek uczestnictwa posiadanych przez uczestników, którzy dokonali wyboru przedstawiciela.

W przypadku, gdy wskutek ustania członkostwa w radzie inwestorów mniej niż trzy osoby spełniają warunki niezbędne do uczestniczenia w pracach rady, rada inwestorów zawiesza działalność. Wznowienie działalności następuje ponownie po stwierdzeniu, że liczba osób uprawnionych wynosi co najmniej trzy.

O samym trybie pracy rady inwestorów, w tym o sposobach zwoływania posiedzeń i porządku prac ustawa nie rozstrzyga. Pozostaje w tym względzie polegać na regulacjach statutów i wspomnianych już wcześniej regulaminach rad inwestorów. Kwestią wymagającą rozstrzygnięcia jest to w jaki sposób wypowiada się rada i jak komunikuje się z funduszem. W praktyce przyjęło się, że organy typu kolegialnego wszelkie decyzje podejmują w formie uchwał. Podobne uregulowanie przewiduje ustawa, która wspomina o uchwałach rady, choć nie precyzuje kiedy i w jakich przypadkach uchwały muszą być podejmowane. Ustawa wskazuje natomiast, że uchwały podejmowane są bezwzględną większością

głosów oddanych, czyli w sytuacji, gdy za daną uchwałą głosować będzie co najmniej połowa plus jeden ogółu głosujących. Kwestią pozostającą do regulacji statutowej lub regulaminowej jest kwestia tak zwanego kworum, czyli niezbędnej dla skutecznego (prawomocnego) podejmowania uchwał liczby członków rady obecnych na jej posiedzeniu.

Niezmiernie istotną kwestią jest liczba posiadanych przez członków rady inwestorów głosów przy głosowaniu uchwał. W tym względzie ustawa również nie pozostawia żadnej dowolności ani dla statutu ani dla regulaminu rady. Każda jednostka posiadana przez uczestnika będącego członkiem rady daje prawo do jednego głosu w radzie. Rozwiązanie to w sposób oczywisty daje większy wpływ na decyzje rady uczestnikom, którzy zaangażowali w funduszu znaczne środki.

Ustawa wymaga natomiast aby uprawnienia i obowiązki uczestnika wynikające z członkostwa w radzie inwestorów wykonywane były przez uczestnika osobiście. Oznacza to, że wyłączona została możliwość uczestniczenia w posiedzeniach rady inwestorów przez pełnomocnika. Zgodnie bowiem z art. 95 ust. 1 kodeksu cywilnego czynności prawnej można dokonywać przez przedstawiciela z zastrzeżeniem wyjątków przewidzianych w ustawie albo wynikających z właściwości czynności prawnej. W omawianej sytuacji zachodzi właśnie przewidziany ustawą wyjątek²¹.

Członkami rady inwestorów mogą być jednakże nie tylko osoby fizyczne, lecz także osoby prawne i jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej (o ile oczywiście zgodnie ze statutem mogą być uczestnikami funduszu, bo należy pamiętać, że specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty ma prawo ograniczać swą ofertę wyłącznie do pewnych oznaczonych w statucie kręgów potencjalnych uczestników). W takim wypadku oczywistym jest, że podmioty te są reprezentowane na radzie przez osoby uprawnione do ich reprezentacji. Przy czym wydaje się, że w tym wypadku przez osoby uprawnione do reprezenta-

²¹ Nie jest to przypadek odosobniony w polskim prawie. Podobne rozwiązania funkcjonują w wielu ustawach, przykładowo w prawie spółdzielczym, zgodnie z którym członek spółdzielni może brać udział w walnym zgromadzeniu tylko osobiście, chyba że ustawa stanowi inaczej.

cji należy rozumieć nie tylko osoby uprawnione zgodnie z regułą reprezentacji ujawnioną np. w statucie lub umowie spółki, lecz także przez pełnomocników czy to szczególnych jak prokurenci, czy zwykłych, posiadających pełnomocnictwa udzielone, zgodnie z kodeksem cywilnym, przez osoby uprawnione do reprezentacji.

Rozdział 4

Charakterystyka certyfikatów inwestycyjnych i związanych z nimi uprawnień

Certyfikaty inwestycyjne są tytułami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych zamkniętych. Certyfikaty są papierami wartościowymi, jednakże zarówno ich cechy, jak i zakres związanych z nimi uprawnień może być różny w zależności od postanowień statutu danego funduszu, który je wyemitował.

Poniżej przedstawiona zostanie analiza charakteru certyfikatów inwestycyjnych i związanych z nimi uprawnień, na końcu zaś omówione zostaną kompetencje rady inwestorów i zgromadzenia inwestorów.

1. Charakter certyfikatów inwestycyjnych

Certyfikaty emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte mogą być papierami wartościowymi na okaziciela lub imiennymi, z tym że certyfikaty dopuszczone do publicznego obrotu mogą być wyłącznie na okaziciela. Uzasadnieniem takiego rozwiązania jest przeznaczenie tych certyfikatów. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych, które mają być przedmiotem publicznego obrotu towarzystwo, jeśli mamy do czynienia z pierwszą emisją, lub fundusz, jeśli chodzi o drugą i następne emisje, obowiązane są złożyć do Komisji wnioski o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu. Do wniosku załącza się prospekt

emisyjny, który opisuje fundusz, zarządzające nim towarzystwo, podmioty działające na ich zlecenie, dane dotyczące oferty (czyli liczba oferowanych certyfikatów, cena, czas trwania i miejsce przyjmowania zapisów) oraz wskazuje czynniki ryzyka związane z inwestycją w fundusz²². Po przeprowadzeniu zapisów, zebraniu środków pieniężnych, dokonaniu przydziału certyfikatów i zarejestrowaniu funduszu w sądzie fundusz obowiązany jest do złożenia wniosku o dopuszczenie certyfikatów do obrotu na rynku giełdowym (GPW S.A.) lub regulowanym rynku pozagiełdowym (MTS-CeTO S.A.). Ponieważ obrót papierami wartościowymi na rynkach regulowanych odbywa się w formie zdematerializowanej i jest anonimowy niemożliwe byłoby dokonywanie na nim obrotu certyfikatami imiennymi lub na zlecenie z uwagi na sposób przeniesienia praw z takich papierów wartościowych²³.

Certyfikaty inwestycyjne są niepodzielne. Wyklucza to możliwość kreowania i obracania ułamkowymi częściami certyfikatu (inaczej niż rzecz się ma w przypadku jednostek uczestnictwa). W konsekwencji prowadzi to do nie rozdrabniania praw wyrażonych w certyfikacie inwestycyjnym. Oczywiście certyfikaty mogą być przedmiotem współwłasności, do wykonywania której stosuje się przepisy kodeksu cywilnego, jednakże i wówczas sposób wykonywania lub zniesienia współwłasności nie może prowadzić do podziału certyfikatu na części.

Niepodzielność certyfikatu nie oznacza jednakże możliwości dokonania podziału certyfikatów przez fundusz²⁴. Warunkiem dokonania podziału certyfikatów jest przewidzenie tej możliwości w statucie funduszu i dokonanie podziału na równe części tak by całkowita wartość certyfikatów powstałych po podziale odpowiadała wartości certyfikatu przed podziałem. Taki podział wymaga odpowiednich zmian

²² Treść prospektu opisuje rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 11 sierpnia 2004 r. w sprawie szczegółowych warunków jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz skrót prospektu (Dz.U. Nr 186, poz. 1921).

²³ Przenoszenie praw z papierów wartościowych imiennych wymaga wydania dokumentu, zaś z papierów wartościowych na zlecenie wymaga wydania dokumentu opatrzonego nieprzerwanym szeregiem indosów.

²⁴ Tak A. Chłopecki i M. Dyl, op. cit.

w systemie ewidencyjnym prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.²⁵ i nie prowadzi do chaosu na rynku regulowanym w przeciwieństwie do sytuacji, w której podzielność certyfikatów umożliwiałyby niekontrolowane przez nikogo rozrośnięcie się wielkości emisji, co skutkowałoby także negatywnie na możliwość działania rady inwestorów z uwagi na kłopoty z ustaleniem ogólnej liczby certyfikatów i liczby certyfikatów posiadanych przez danego uczestnika.

Certyfikaty inwestycyjne, które nie podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu, mogą być wydawane uczestnikom przed całkowitym opłaceniem ceny emisyjnej, jeżeli przewiduje to statut funduszu. W takim wypadku uczestnik powinien dokonać kolejnych wpłat na opłacenie certyfikatów po otrzymaniu wezwania od funduszu. Wezwania to powinno być wystosowane przez fundusz listem poleconym, chyba że statut przewiduje inne sposoby dokonywania doręczeń oraz przesłanki uznania wezwania za doręczone. Nieopłacenie certyfikatu w terminie określonym w statucie powoduje konieczność zapłacenia przez uczestnika odsetek za opóźnienie lub odszkodowania. Statut może zwolnić uczestnika z powyższych konsekwencji, jeżeli jednak tego nie czyni może określić wysokość tego odszkodowania lub sposób jej ustalenia. Jeżeli uczestnik w terminie określonym w statucie funduszu, który jednakże nie może być dłuższy niż 6 miesięcy nie uiścił zaległej wpłaty wraz z odsetkami lub odszkodowaniem, należące do niego certyfikaty inwestycyjne są umarzone.

Certyfikaty inwestycyjne umarzone są wyłącznie w przypadkach przewidzianych w ustawie. Ponieważ fundusze zamknięte mogą nabywać własne certyfikaty inwestycyjne wyłącznie w celu ich umorzenia, ponadto umorzenie certyfikatów emitowanych przez fundusze zamknięte następuje także w przypadku likwidacji funduszu. Przesłanki likwidacji i rozwiązania funduszu zostały przedstawione w rozdziale poświęconym treści statutu funduszu inwestycyjnego. Umorzenie certyfikatów inwestycyjnych nastąpi z chwilą wykreślenia ich z rachunku papierów wartościowych uczestnika.

²⁵ Do zadań KDPW S.A. należy m.in. nadzorowanie wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych znajdujących się w obrocie.

Fundusz inwestycyjny zamknięty może wykupywać certyfikaty inwestycyjne jeżeli statut tak stanowi. Wykupowi mogą podlegać jedynie certyfikaty w pełni opłacone. Statut powinien określić szczegółowo przesłanki, warunki i tryb wykupywania certyfikatów inwestycyjnych. Rozstrzygnięć statutowych wymagać będzie zwłaszcza określenie częstotliwości dokonywania wykupu jak również wskazanie, czy wykup odbywać się będzie na żądanie uczestnika funduszu czy też możliwe jest wykupywanie certyfikatów bez zgłoszenia takiego żądania.

Podobnie jak to ma miejsce w przypadku jednostek uczestnictwa, certyfikaty inwestycyjne na okaziciela danego funduszu reprezentują jednakowe prawa majątkowe. Oznacza to zakaz wprowadzania uprzywilejowanej pozycji dla pewnych kręgów uczestników i dyskryminowania pozostałych w zakresie praw ucieleśnionych w certyfikacie. Należy zauważyć, że w przypadku certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela w funduszu z wydzielonymi subfunduszami, ustawa wymaga, aby certyfikaty związane z danym subfunduszem reprezentowały jednakowe prawa majątkowe, co oznacza, że możliwe jest różnicowanie praw z certyfikatów na okaziciela poszczególnych subfunduszy. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych możliwe jest natomiast przyznanie certyfikatom poszczególnych serii różnych uprawnień w zakresie sposobu pobierania opłat obciążających aktywa funduszu, wysokości udziału w dochodach funduszu lub wysokości udziału w aktywach netto w przypadku likwidacji funduszu. Ponadto statut może wprowadzić uprzywilejowanie certyfikatów inwestycyjnych imiennych w zakresie prawa głosu, z tym że jednemu certyfikатовi mogą być przyznane nie więcej niż dwa głosy.

Ponadto w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych poszczególne serie certyfikatów, w tym także certyfikatów na okaziciela, mogą reprezentować różne prawa w zakresie wysokości udziału w dochodach funduszu lub subfunduszu, wysokości udziału w aktywach netto funduszu albo subfunduszu, w przypadku ich likwidacji oraz we zakresie kolejności zaspokajania roszczeń z tytułu posiadania certyfikatów inwestycyjnych.

Skoro rozważana jest kwestia równości praw ucieleśnionych w certyfikacie inwestycyjnym należy kolejno odpowiedzieć na pytanie jakie

konkretnie prawa są w nim inkorporowane i dzięki temu można wyróżnić:

- 1) prawo do udziału w wartości aktywów netto pozostałych do podziału po przeprowadzeniu likwidacji funduszu,
- 2) prawo do części dochodów funduszu, w przypadku gdy statut przewiduje wypłatę tych dochodów,
- 3) prawo do przychodów funduszu, w przypadku gdy statut przewiduje ich wypłacanie,
- 4) prawo do udziału i głosowania na radzie inwestorów lub zgromadzeniu inwestorów²⁶,
- 5) prawo pierwszeństwa do objęcia nowych certyfikatów inwestycyjnych kolejnej emisji. Uprawnienie takie może przyznawać statut określając jednocześnie sposób, tryb i zasady wykonania prawa pierwszeństwa,
- 6) niekiedy statut może także przyznawać uczestnikom dodatkowe możliwości i uprawnienia, jak choćby związane z umową gwarancji odkupienia certyfikatów od uczestników przez podmiot wskazany przez funduszu w czasie i po cenie określonej w statucie.

Taki katalog praw inkorporowanych w certyfikacie inwestycyjnym czyni zeń zasadniczo papier wartościowy o charakterze dłużnym. Można jednakże stwierdzić, że wskutek występowania w nim także uprawnienia mającego charakter korporacyjny czyli prawa uczestniczenia w radzie inwestorów lub zgromadzeniu inwestorów, które to organy mogą posiadać dość znaczne uprawnienia, certyfikat inwestycyjny będzie papierem wartościowym o charakterze mieszanym tj. zarówno dłużnym jak i korporacyjnym.

²⁶ Choć np. M. Michalski i L. Sobolewski w swoim komentarzu twierdzą, że prawo do udziału w zgromadzeniu inwestorów nie jest prawem z certyfikatu inwestycyjnego, lecz przysługuje uczestnikowi z tytułu posiadania określonej liczby certyfikatów. Z naszego punktu widzenia ta okoliczność nie ma wielkiego znaczenia bowiem celem naszym jest wskazanie wszelkich uprawnień wiążących się z uczestnictwem w funduszu, uczestnictwem, które realizuje się właśnie poprzez posiadanie tytułu uczestnictwa. Szczegóły por. M. Michalski i L. Sobolewski *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*. CH. Beck, Warszawa 1999 r.

Nie należy zapominać także o tym, że podstawową cechą dopuszczonego do publicznego obrotu certyfikatu inwestycyjnego, jest możliwość zbycia na rynku regulowanym. Przy czym zasadne byłoby wspomnieć, że możliwość ta oznacza także przymus, zgodnie bowiem z art. 89 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi mogą być przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku regulowanym. Istnieje kilka wyjątków od powyższej zasady. Przykładowo poza rynkiem regulowanym mogą być przenoszone certyfikaty inwestycyjne gdy transakcji dokonują dwie osoby fizyczne, albo gdy do przeniesienia dochodzi w wyniku spadkobrania.

Certyfikaty inwestycyjne, podobnie jak inne papiery wartościowe, mogą być wykorzystywane do zabezpieczania wiarygodności. Różnorodność stosowanych zabezpieczeń jest w tym wypadku większa niż w przypadku jednostek uczestnictwa, gdzie jak pamiętamy możliwe jest ustanowienie zastawu. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych można wymienić co najmniej następujące sposoby ustanawiania zabezpieczeń:

- 1) zastaw zwykły,
- 2) zastaw skarbowy,
- 3) zastaw rejestrowy,
- 4) blokada tak zwana „autonomiczna”²⁷,
- 5) blokada wartości rachunku papierów wartościowych i rachunku pieniężnego²⁸.

²⁷ Jest to czysto techniczna czynność dokonywana przez dom maklerski polegająca na dokonaniu na rachunku papierów wartościowych blokady określonej liczby papierów wartościowych wraz z udzieleniem przez posiadacza rachunku pełnomocnictwa dla wierzyciela do sprzedaży zablokowanych papierów wartościowych i wypłaty uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych.

²⁸ Ten rodzaj zabezpieczenia stosowany jest często przy okazji udzielania kredytów przez banki. Polega to na zawarciu trójstronnej umowy przez posiadacza rachunku papierów wartościowych, bank i dom maklerski prowadzący ten rachunek. Zgodnie z umową wartość środków utrzymywanych na rachunku nie może spaść poniżej określonej w umowie wysokości. Odpowiedzialnym za monitorowanie wartości środków na rachunku jest dom maklerski, który o wystąpieniu spadku informuje bank, a ten może na podstawie udzielonego pełnomocnictwa dokonać sprzedaży papierów wartościowych i wypłaty środków pieniężnych. Ten sposób

Szczegółowe omówienie sposobów ustanawiania i realizacji wskazanych wyżej zabezpieczeń wykraczałoby poza ramy niniejszej książki. Można jedynie wskazać, że są one uregulowane przez właściwe przepisy zarówno dotyczące samej konstrukcji i rodzajów zabezpieczeń, jak i sposobu postępowania domów maklerskich prowadzących rachunki papierów wartościowych²⁹.

O tym, czy certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mają być dopuszczone do publicznego obrotu, czy też nie, rozstrzyga statut. Istnieje możliwość przekształcenia niepublicznego funduszu inwestycyjnego w fundusz publiczny. Jednakże ustawa wymaga wówczas aby dopuszczeniu do publicznego obrotu podlegały certyfikaty inwestycyjne wszystkich emisji.

Emisja certyfikatów inwestycyjnych, które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu, może nastąpić w dwojaki sposób. Po pierwsze poprzez skierowanie propozycji ich nabycia bez wykorzystania środków masowego przekazu do mniej niż 300 osób³⁰. Po drugie – poprzez proponowanie nabycia w sposób publiczny nawet (czyli także przy użyciu środków masowego przekazu do więcej niż 300 osób lub do nieoznaczonego adresata) certyfikatów, w przypadku, gdy wartość nominalna jednego certyfikatu jest nie mniejsza

zabezpieczania wierzytelności jest bardzo wygodny dla posiadacza rachunku z uwagi na dużą elastyczność. Posiadacz rachunku może bowiem sprzedawać i kupować papiery wartościowe, dbając jedynie o to, by nie wystąpił wypływ środków z rachunku lub ich wartość nie spadła poniżej wymaganego poziomu.

²⁹ Szczegółowy sposób postępowania domów maklerskich przy ustanawianiu i realizacji zabezpieczeń określa rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 września 2002 r. w sprawie trybu i warunków postępowania domów maklerskich i banków prowadzących działalność maklerską oraz banków prowadzących rachunki papierów wartościowych (Dz.U. Nr. 165 ,poz. 1354)

³⁰ Taki warunek jest konieczny z uwagi na zawartą w prawie o publicznym obrocie definicję publicznego obrotu papierami wartościowymi, zgodnie z którą publicznym obrotem jest proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja nabycia skierowana jest do więcej niż 300 osób, albo do nieoznaczonego adresata.

niz 40 000 EURO³¹. Niewątpliwie uzasadnienie do wprowadzenia takiej regulacji zasadza się na poglądzie, że podmioty, które gotowe są nabyć certyfikaty o tak wysokiej wartości nominalnej, są inwestorami dużymi, mającymi rozeznanie na rynku (tak zwani inwestorzy kwalifikowani) i nie wymagają takiego poziomu ochrony ze strony ustawodawcy jaki zwykle przypisany jest ofertom publicznym. Do proponowania nabycia niedopuszczonych do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych załącza się warunki emisji, które określają podstawowe dane dotyczące emitenta i oferty.

W zależności od postanowień statutu, certyfikaty inwestycyjne, które nie podlegają obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu mogą mieć formę dokumentu lub nie. Rozwiązanie powyższe podyktowane jest chęcią zapewnienia wygody, bezpieczeństwa i sprawności potencjalnego obrotu. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych w formie dokumentu do przeniesienia własności potrzebne jest wydanie dokumentu. Certyfikat inwestycyjny wydany w formie dokumentu powinien zawierać:

- 1) nazwę funduszu oraz wskazanie jego siedziby,
- 2) numer wpisu do rejestru funduszy,
- 3) datę rejestracji funduszu i datę emisji certyfikatu,
- 4) czas trwania funduszu, jeżeli zgodnie ze statutem jest ograniczony,
- 5) serię i numer certyfikatu,
- 6) oznaczenie czy certyfikat jest na okaziciela czy imienny,
- 7) wskazanie czy certyfikat inwestycyjny imienny jest uprzywilejowany co do głosu i w jaki sposób,
- 8) wskazanie ograniczeń zbywalności certyfikatu inwestycyjnego.

Każdy dokument certyfikatu powinien być opatrzony pieczęcią towarzystwa i podpisami członków jego zarządu. Podpisy te mogą być odtwarzane mechanicznie.

W przypadku certyfikatów inwestycyjnych nie mających formy dokumentu, prawa z nich powstają z chwilą dokonania odpowiedniego

³¹ Pod warunkiem, że fundusz zawiadomi Komisję o emisji nie później niż na siedem dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów.

zapisu w ewidencji uczestników funduszu prowadzonej przez podmiot wskazany w statucie funduszu³² i przysługują temu, kto w ewidencji wskazany jest jako posiadacz certyfikatu.

Ewidencja uczestników funduszu powinna zawierać dane identyfikujące uczestnika funduszu oraz w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych poszczególnych emisji należących do uczestnika liczbę, rodzaj i serię certyfikatów, liczbę głosów przypadających na certyfikat imienny, wskazanie ograniczeń zbywalności certyfikatu, datę i czas zawarcia transakcji.

Umowa zobowiązująca do przeniesienia praw z certyfikatów inwestycyjnych nieposiadających formy dokumenty przenosi te prawa z chwilą dokonania w ewidencji uczestników funduszu wpisu wskazującego nabywcę oraz liczbę, rodzaj i serię nabytych certyfikatów inwestycyjnych.

Statut może ograniczać zbycie lub zastawienie certyfikatów inwestycyjnych imiennych. Powyższe rozwiązanie zostało wprowadzone wskutek przyjęcia założenia, zgodnie z którym konstrukcja funduszu inwestycyjnego zamkniętego ma między innymi umożliwiać tworzenie funduszy typu *venture capital*, i wobec tego, zbliżyć sposób funkcjonowania funduszu do sposobu w jaki funkcjonuje spółka akcyjna. Osiąga się to między innymi poprzez odpowiednie ukształtowanie uprawnień zgromadzenia inwestorów. Wobec przyjęcia takiej formuły funduszu inwestycyjnego zamkniętego sięgnięto po niektóre rozwiązania funkcjonujące w spółkach akcyjnych, np. po ograniczenie zbywalności certyfikatu inwestycyjnego, z podobnym uzasadnieniem, jak w przypadku akcji, mianowicie takim, że z uwagi na rodzaj prowadzonej działalności uczestnikom funduszu może nie być wszystko jedno, kto do funduszu będzie przystępował (może powinny to być osoby posiadające jakieś cechy szczególne).

Należy zaznaczyć, że ograniczenie to w żadnym razie nie może mieć charakteru absolutnego i prowadzić do całkowitego wyłączenia zbywal-

³² Podmiotami tymi mogą być: dom maklerski, KDPW, towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz bank lub instytucja kredytowa.

ności. Dopuszczalne jest jedynie wskazanie, że zbycie lub zastawienie certyfikatu inwestycyjnego uzależnione jest od uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów. W takim wypadku statut winien precyzyjnie określać formę udzielenia zgody, a w przypadku, gdyby miała nastąpić odmowa udzielenia zgody, termin do wskazania przez radę inwestorów nabywcy, przy czym termin ten nie może być dłuższy niż 2 miesiące od dnia zgłoszenia zamiaru zbycia lub zastawienia certyfikatu. Statut winien określać także cenę lub sposób jej wyznaczenia oraz termin zapłaty ceny.

Statut może także ograniczyć zbycie certyfikatów inwestycyjnych imiennych w inny sposób, np. uzależnić od uzyskania zgody towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jednakże wówczas winien oznaczyć szczegółowo termin oraz tryb i warunki stosowania takiego ograniczenia.

W przypadku zastawu na certyfikatach inwestycyjnych imiennych statut może uzależnić ustanowienie zastawu od zgody zgromadzenia inwestorów.

W przypadku, gdy statut nie będzie zawierał któregokolwiek z postanowień wymienionych wyżej ograniczenie zbywalności lub możliwości zastawienia jest bezskuteczne.

Należy zwrócić uwagę, że statut nie musi określać przyczyn dla jakich organ uprawniony do udzielenia zgody może odmówić zgody. Oznaczać to będzie całkowitą dyskrecjonalność w ocenie. Punkt ciężkości położony jest raczej w stronę zapewnienia racjonalnych, także z punktu widzenia terminowości, procedur udzielania zgody. Jest to podyktowane chęcią wyeliminowania niepewności zbywającego co do możliwości zbycia certyfikatów.

2. Kompetencje rady inwestorów funduszu inwestycyjnego zamkniętego

Rada inwestorów jest jednym z organów, które mogą funkcjonować w funduszach inwestycyjnych zamkniętych.

Rada inwestorów jest organem o charakterze kontrolnym. W tym zakresie w pełni aktualne pozostają rozważania dotyczące sprecyzowania co

tak naprawdę oznacza bycie organem kontrolnym, poczynione na gruncie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego. W tym miejscu można jedynie powtórzyć tezę, iż do zadań rady jako organu funduszu należy dokonywana *ex post* kontrola realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz przestrzegania polityki inwestycyjnej. Nie zmienione także w stosunku do rady inwestorów w funduszu specjalistycznym otwartym pozostaje instrumentarium w jakie ustawa wyposaża radę inwestorów. Rada może żądać wyjaśnień od towarzystwa i jej członkowie mogą przeglądać księgi i dokumenty funduszu. Tryb działania rady inwestorów określa statut funduszu i regulamin przyjęty przez radę.

W przypadku, gdy kontrola przeprowadzana przez radę inwestorów wykaże nieprawidłowości w realizowaniu celu inwestycyjnego, polityki inwestycyjnej lub przestrzeganiu ograniczeń inwestycyjnych, wówczas rada wzywa towarzystwo do ich usunięcia i niezwłocznie zawiadamia o ich wykryciu Komisję.

Statut może rozszerzyć uprawnienia rady inwestorów. W szczególności statut może przyznawać radzie inwestorów wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, w tym prawo wiążącego dla towarzystwa sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych o ile w skład rady wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

Rada inwestorów ma także możliwość postanowienia o rozwiązaniu funduszu. Rada może podjąć w tym względzie uchwałę, przy czym do jej podjęcia wymagana jest większość dwóch trzecich ogólnej liczby certyfikatów. W tym miejscu należy zauważyć, że w przypadku funduszy aktywów niepublicznych, których certyfikaty inwestycyjne nie podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu lub których certyfikaty inwestycyjne mają cenę emisyjną nie mniejszą niż równowartość w złotych 40 000 EURO, statut może przewidywać, iż w przypadku podjęcia przez radę inwestorów uchwały o rozwiązaniu funduszu, towarzystwo zarządzające tym funduszem będzie uprawnione do pobrania opłaty dodatkowej celem pokrycia kosztów organizacji funduszu i utraconych zysków.

Reguła dotycząca uprawnienia do uczestnictwa w radzie inwestorów jest dość podobna do tej, jaka występuje w przypadku specjalistyczne-

go funduszu inwestycyjnego otwartego. Członkiem rady inwestorów może być wyłącznie uczestnik funduszu inwestycyjnego posiadający certyfikaty inwestycyjne w liczbie reprezentującej ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów w danym funduszu.

Rada inwestorów może rozpocząć działalność, gdy co najmniej trzech uczestników spełnia powyższy warunek. Rada zawiesza swoją działalność, gdy liczba uczestników spełniających ww warunek spadnie poniżej trzech, a wznawia działalność, gdy ponownie liczba ta wyniesie minimum trzech uczestników.

Członkostwo w radzie ustaje z dniem złożenia przez członka rady rezygnacji lub z dniem odwołania blokady certyfikatów inwestycyjnych.

Uprawnienia i obowiązki wynikające z członkostwa w radzie każdy uczestnik wykonuje osobiście, a w przypadku uczestników nie będącymi osobami fizycznymi, przez osoby upoważnione do reprezentacji.

Istnieją jednakże także poważne różnice pomiędzy specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym a funduszem zamkniętym jeśli chodzi o określenie kręgu uprawnionych do uczestniczenia w radzie inwestorów.

Po pierwsze w funduszu zamkniętym nie istnieje wspólna reprezentacja uczestników mniejszościowych, to znaczy uczestnicy posiadający mniej niż 5% ogólnej liczby wyemitowanych certyfikatów nie mogą łączyć się w grupę celem wybrania wspólnego reprezentanta do rady inwestorów.

Po drugie, w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym powołanie do życia rady inwestorów leży w zasadzie w gestii towarzystwa, bowiem to towarzystwo mając dostęp do rejestru uczestników funduszu stwierdza, czy w funduszu są uczestnicy posiadający co najmniej 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa, bądź czy liczbę tę posiadają łącznie członkowie grupy zebranej celem wyłonienia wspólnego reprezentanta.

Powyższa sytuacja nie może mieć miejsca w funduszu zamkniętym, którego certyfikaty są dopuszczone do publicznego obrotu. W funduszach tych nie prowadzi się rejestru uczestników, zatem towarzystwo nie wie, kim są uczestnicy funduszu. Certyfikaty inwestycyjne zapisywane są na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych zgod-

nie z przepisami ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi przez domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską i banki prowadzące rachunki papierów wartościowych. Dane dotyczące tych rachunków, ich posiadaczy i stanów są objęte tajemnicą zawodową i nie mogą być ujawniane osobom trzecim bez zgody zainteresowanego, a osobą trzecią będzie zawsze emitent zapisanych na rachunku papierów wartościowych – w naszym wypadku fundusz. Nawet, gdyby fundusz miał takie uprawnienie, to na przeszkodzie stanęłoby to, że każda osoba może mieć dowolną liczbę rachunków papierów wartościowych w dowolnej liczbie podmiotów, w efekcie fundusze musiałyby zasięgać informacji u wszystkich podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych. Z uwagi na fakt, że certyfikaty są przedmiotem obrotu wtórnego na rynku regulowanym, informacja ta musiałaby być często aktualizowana, ponieważ certyfikaty mogą często zmieniać właścicieli. Wobec powyższego ustalenie przez fundusz liczby certyfikatów posiadanych przez poszczególnych uczestników w poszczególnych dniach jest w praktyce niemożliwe.

Na szczęście, przeprowadzanie przez fundusz skomplikowanych operacji mających na celu ustalenie stanu posiadania poszczególnych uczestników jest też całkowicie zbędne. Jak pisałem na wstępie jedną z podstawowych różnic funduszy typu otwartego i zamkniętego jest to, że te ostatnie mają ustaloną wielkość emisji, wielkość, która nie może ulegać płynnym zmianom bez wiedzy towarzystwa z uwagi na zasadę niepodzielności certyfikatów. Wobec powyższego, każdy uczestnik dysponując wiedzą na temat wielkości emisji, a jest to wiedza powszechnie dostępna i publikowana w prasie codziennej, oraz znając stan swojego rachunku papierów wartościowych, może bez trudu ustalić, czy posiadana przez niego liczba certyfikatów inwestycyjnych uprawnia go do udziału w radzie inwestorów.

Ponieważ, jak stwierdzone zostało wyżej fundusz nie posiada instrumentów do dokonania ustaleń na temat stanu posiadania poszczególnych uczestników, wobec tego powstaje pytanie o możliwość dokonania przez fundusz weryfikacji uprawnień poszczególnych uczestników do udziału w radzie inwestorów.

Weryfikacja taka możliwa jest dzięki instytucji świadectwa depozytowego i blokadzie papierów wartościowych na rachunku posiadacza. W myśl przepisów członkiem rady inwestorów może być uczestnik, który wyraził pisemną zgodę na członkostwo i który dokonał blokady certyfikatów inwestycyjnych na rachunku papierów wartościowych w liczbie uprawniającej do uczestnictwa w pracach rady inwestorów.

Zgodnie przepisami regulującymi publiczny obrót papierami wartościowymi świadectwo depozytowe jest znakiem legitymacyjnym (to znaczy, że nie jest papierem wartościowym) potwierdzającym możliwość realizowania wszelkich uprawnień wynikających z papierów wartościowych wskazanych w jego treści przez osobę wskazaną w tym świadectwie, które nie są lub nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie tego, że papiery wartościowe pozostają zapisane na danym rachunku papierów wartościowych³³.

Świadectwo depozytowe wystawiane jest na żądanie posiadacza rachunku papierów wartościowych przez podmiot prowadzący ten rachunek oddzielnie dla każdego rodzaju papierów wartościowych. W treści świadectwa może zostać wskazana, na żądanie posiadacza rachunku papierów wartościowych, tylko część posiadanych przez niego papierów wartościowych. Prowadzi to do ciekawej konsekwencji. Mianowicie podmiot, który chce uczestniczyć w radzie inwestorów nie musi ujawniać w treści świadectwa depozytowego rzeczywistego stanu posiadania certyfikatów danego funduszu, a może poprzestać jedynie na objęciu świadectwem takiej ilości jaka jest niezbędna do uczestniczenia w radzie inwestorów. Ma to także tę konsekwencję, że każdy certyfikat inwestycyjny objęty świadectwem depozytowym daje prawo do jednego głosu w radzie inwestorów.

³³W przypadku spółek dopuszczonych do publicznego obrotu wyłącznie na podstawie zapisu na rachunku realizowane może być prawo do dywidendy lecz przykładowo uczestnictwo w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy wymaga posłużenia się świadectwem depozytowym, bowiem spółce trzeba udowodnić, że jest się akcjonariuszem. Analogiczna sytuacja zachodzi w przypadku uczestnictwa w radzie inwestorów.

Świadectwo depozytowe zawiera wskazanie podmiotu wystawiającego świadectwo, liczby papierów wartościowych nim objętych, rodzaj i kod papieru wartościowego, firmę, siedzibę i adres emitenta, imię i nazwisko, siedzibę i adres posiadacza rachunku papierów wartościowych, informację o istniejących ograniczeniach w przenoszeniu papierów wartościowych lub o ustanowionych na nich obciążeniach, datę i miejsce wystawienia świadectwa, cel wystawienia świadectwa i termin ważności.

Istotną kwestią związaną z wystawieniem świadectwa depozytowego jest to, że na papierach wartościowych objętych świadectwem dokonywana jest blokada, której skutkiem jest wyłączenie możliwości obrotu tymi papierami wartościowymi. Obowiązek dokonania blokady powstaje zawsze wtedy, gdy przy użyciu świadectwa depozytowego ma nastąpić realizacja uprawnień, które nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie faktu zapisania papierów wartościowych na rachunku papierów wartościowych uczestnika funduszu.

W przypadku niedopuszczonych do publicznego obrotu certyfikatów inwestycyjnych blokada certyfikatów inwestycyjnych musi być dokonana w ewidencji uczestników. W przypadku zaś, gdy certyfikaty takie mają formę dokumentu w celu uczestniczenia w radzie inwestorów niezbędne jest ich złożenie u depozytariusza funduszu.

3. Kompetencje zgromadzenia inwestorów funduszu inwestycyjnego zamkniętego

W funduszu inwestycyjnym zamkniętym obok albo zamiast rady inwestorów może działać zgromadzenie inwestorów.

Sposób legitymacji uprawnienia do udziału w zgromadzeniu kształtuje się różnie, w zależności od charakteru funduszu i wyemitowanych przez niego certyfikatów. W przypadku funduszu, którego certyfikaty inwestycyjne dopuszczone zostały do publicznego obrotu, uprawnionymi do udziału w zgromadzeniu inwestorów są uczestnicy, którzy nie później niż na siedem dni przed dniem odbycia zgromadzenia złożą towarzystwu świadectwo depozytowe, wydane zgodnie z przepisami

dotyczącymi publicznego obrotu. W przypadku funduszu, którego certyfikaty nie są dopuszczone do publicznego obrotu i mają formę dokumentu, uprawnionymi do udziału w zgromadzeniu są uczestnicy, którzy najpóźniej na siedem dni przed odbyciem zgromadzenia złożą towarzystwu zaświadczenie wydane przez depozytariusza o złożeniu certyfikatów w depozycie u depozytariusza. W przypadku funduszu, którego certyfikaty inwestycyjne nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu i nie mają formy dokumentu, uprawnionymi do uczestniczenia w zgromadzeniu są uczestnicy, którzy złożą towarzystwu zaświadczenie wydane przez podmiot prowadzący ewidencję uczestników funduszu albo, w przypadku, gdy ewidencję prowadzi towarzystwo, którzy zgłoszą towarzystwu zamiar uczestniczenia w zgromadzeniu. Na czas odbywania zgromadzenia inwestorów certyfikaty niemające formy dokumenty pozostają zablokowane na rachunku papierów wartościowych lub w ewidencji uczestników funduszu, zaś certyfikaty wydane w formie dokumentu nie mogą być wydane uczestnikowi przez depozytariusza.

Miejscem odbywania się zgromadzenia jest siedziba funduszu albo inne miejsce na terytorium Polski, o ile miejsce to zostało określone w statucie. Zwrócić tu należy uwagę, że siedzibą jest miejscowość, nie zaś konkretny adres. Wobec tego wynajęcie sali, poza budynkiem, w którym znajdują się pomieszczenia towarzystwa w celu odbycia tam posiedzenia zgromadzenia inwestorów, nie stanowi wyboru „innego miejsca”, który wymagałby wzmiankowania w statucie.

Zgromadzenie zwoływane jest przez towarzystwo zarządzające funduszem. Sposób i warunki zwołania zgromadzenia, określa statut funduszu. Ustawa wymaga jedynie aby ogłoszenie o zwołaniu zgromadzenia zostało dokonane co najmniej na 21 dni przed terminem zgromadzenia.

Możliwe jest także zwołanie zgromadzenia nie z inicjatywy towarzystwa, lecz na wniosek uczestników funduszu posiadających co najmniej 10% wyemitowanych przez fundusz certyfikatów inwestycyjnych. Żądanie w tym względzie uczestnicy powinni złożyć na piśmie zarządowi towarzystwa wraz z dowodem na to, iż reprezentują wystarczającą liczbę

bę certyfikatów inwestycyjnych do zgłoszenia takiego żądania. W przypadku, w którym zarząd towarzystwa w terminie 14 dni od dnia zgłoszenia nie zwoła zgromadzenia, są rejestrowy może upoważnić do zwołania zgromadzenia na koszt towarzystwa uczestników, którzy skierowali takie żądanie.

Kompetencje zgromadzenia inwestorów czynią zeń organ o charakterze typowo decyzyjnym. W każdym razie są to dużo szersze kompetencje od czysto kontrolnych uprawnień rady inwestorów. Zgromadzenie inwestorów może podjąć uchwałę o rozwiązaniu funduszu. Uchwała taka może być podjęta, jeżeli za jej przyjęciem głosowali uczestnicy posiadający łącznie dwie trzecie ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych. Zgromadzenie inwestorów ma także kompetencję do rozpatrzenia i zatwierdzenia rocznego sprawozdania finansowego funduszu. Zgromadzenie inwestorów w tej sprawie ma się odbyć w terminie 4 miesięcy po upływie każdego roku obrotowego. Tak na marginesie należy zauważyć, że w ten sposób wyznaczony został rytm minimalnych spotkań zgromadzenia. Mają się one odbywać raz w roku. Wracając do samego zatwierdzenia sprawozdania finansowego, to w uprawnieniu tym tkwi pewien szkopuł. Mianowicie ustawa milczy na temat sytuacji, w której zgromadzenie nie dokonuje zatwierdzenia, lecz bynajmniej nie ze względu na sprzeciw wobec treści sprawozdania, lecz ze względu na niestawienie się uczestników na zgromadzenie lub stawienie się w liczbie powodującej nie osiągnięcie określonego statutem kworum.

Ustawa przewiduje także pewne uprawnienie dla zgromadzenia inwestorów, które jednakże może być wyłączone lub zmodyfikowane statutem. Zgromadzenie inwestorów, o ile statut nie stanowi inaczej, wyraża zgodę na każdą decyzję inwestycyjną dotyczącą aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu. Możliwość ingerencji statutowej w to uprawnienie wydaje się usprawiedliwiona wielkością zaangażowania funduszu, w końcu 15% aktywów funduszu to ogromna kwota, jednakże zwoływanie zgromadzenia inwestorów w celu zatwierdzenia takich decyzji byłoby kosztowne, a może i niekiedy bezowocne nie z uwagi na brak zgody, lecz z uwagi na niedostateczną obecność uczestników na zgromadzeniu inwestorów.

Ponadto zgodnie z ustawą do kompetencji zgromadzenia inwestorów należy wyrażanie zgody w przedmiocie zmiany depozytariusza, emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych, zmiany statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia certyfikatów inwestycyjnych nowej emisji oraz emisji obligacji.

Sposób i warunki podejmowania uchwał przez zgromadzenie inwestorów określa statut towarzystwa, z tym że ustawa wymaga aby uchwały zgromadzenia zostały zaprotokołowane przez notariusza, pod rygorem ich nieważności. Ponadto w przypadku emisji obligacji uchwała będzie podjęta, jeżeli głosy za emisją obligacji oddali uczestnicy reprezentujący łącznie co najmniej $\frac{2}{3}$ ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu.

4. Uprawnienia dla posiadaczy certyfikatów inwestycyjnych wynikające z systemu rekompensat

Utworzenie systemu rekompensat dla inwestorów przewidziane jest w przepisach ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. System ten tworzony jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych z wpłat wnoszonych przez domu maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską i banki prowadzące rachunki papierów wartościowych.

Celem systemu rekompensat jest zapewnienie inwestorom wypłat środków pieniężnych zgromadzonych przez nich w domach maklerskich i bankach prowadzących rachunki papierów wartościowych oraz zrekompensowanie wartości utraconych papierów wartościowych i praw majątkowych. System rekompensat dokonuje wypłat w wysokości określonej ustawą w przypadku ogłoszenia upadłości domu maklerskiego lub w sytuacji, gdy nastąpiło prawomocne oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości z uwagi na to, iż majątek domu maklerskiego (mówiąc o domu maklerskim mam cały czas na myśli także bank prowadzący działalność maklerską i bank prowadzący rachunki papierów wartościowych) nie wystarcza nawet na pokrycie kosztów postępowania bądź w sytuacji, w której Komisja stwierdzi, że dom maklerski nie jest w stanie z powo-

dów ściśle związanych z sytuacją finansową, wykonać ciężących na nim zobowiązań wynikających z roszczeń inwestorów i nie jest możliwe ich wykonanie w najbliższym czasie.

Z powyższego wynika, że jedną z przesłanek do uruchomienia środków z systemu rekompensat jest rozpoznanie przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości domu maklerskiego. W takim wypadku inwestorzy tracą prawo do dysponowania zapisanymi na rachunkach pieniężnych środkami, bowiem z prawnego punktu widzenia, nie są oni posiadaczami tych środków, a jedynie mają roszczenie o wydanie ich w odpowiedniej wysokości. Można zatem powiedzieć, że pieniądze należące do inwestora, a zapisane na jego rachunku pieniężnym, przepadają w razie ogłoszenia upadłości, lub ujmując rzecz w języku prawniczym, wchodzi w skład masy upadłości.

Papiery wartościowe natomiast nie wchodzi w skład masy upadłości. Jednakże w takim wypadku system rekompensat chroni inwestorów na wypadek defraudacji, czyli niezgodnego z wolą uczestnika dokonania sprzedaży lub przedstawienia do wykupu certyfikatów inwestycyjnych.

Jak już wspomniałem system rekompensat nie zabezpiecza wypłaty równowartości utraconych kwot. Ustawa określa szczegółowo wysokość środków, które podlegają wypłacie, określając w tym względzie stopniowe, rozłożone w czasie dochodzenie do większej ochrony. I tak na początku, czyli w roku 2001 wypłata następowała do wysokości równowartości w złotych 1 000 EURO, w roku 2004 wypłata następuje do wysokości równowartości w złotych 3000 EURO - w 100% wartości środków objętych systemem rekompensat, oraz 90% nadwyżki ponad tę kwotę, z tymże górna granica środków objętych systemem rekompensat wynosi 7 000 EURO w 2004 r. Granica ta będzie ulegała stopniowemu zwiększeniu, aż do wysokości równowartości 22 000 EURO w 2008 r. Takie stopniowe dochodzenie do zwiększonej ochrony podyktowane jest koniecznością zapewnienia minimalnego wpływu obciążeń z tytułu wpłat do systemu rekompensat na sytuację finansową podmiotów, na których ciąży obowiązek dokonywania wpłat do systemu.

Ideą funkcjonowania systemu jest doprowadzenie do wypłacenia środków wysokości opisanej powyżej w krótkim, bo około trzymiesięcznym

czasie od ogłoszenia upadłości. Tymczasem odzyskanie środków w drodze postępowania upadłościowego jest nie dość, że wątpliwe, z uwagi na znikomy majątek upadłego, to jeszcze z reguły poprzedzone trwającym bardzo długo postępowaniem sądowym.

Wypłaty dla inwestorów w ramach systemu rekompensat są dokonywane przez syndyka masy upadłości po otrzymaniu środków pieniężnych z KDPW S.A.

Inwestorzy zachowują roszczenie do masy upadłości w wysokości przerastającej wysokość środków otrzymanych z systemu rekompensat, zaś na KDPW przechodzą z mocy prawa wierzytelności przysługujące inwestorowi wobec masy upadłości, w wysokości kwot wypłaconych rekompensat.

Jakkolwiek system rekompensat jawić się może instytucją niedoskonałą z uwagi na fakt, iż zapewnia wypłatę jedynie części środków zgromadzonych przez uczestników, należy go ocenić pozytywnie i zaznaczyć, że zapewnienie wypłaty całości zgromadzonych środków powodowałoby konieczność nadmiernego obciążania składkami do systemu pozostałych uczestników rynku, w tym także inwestorów, bo przecież jeżeli powodowałyby to zwiększone koszty w domach maklerskich, te ostatnie z pewnością podniosły by cenę swojej oferty, poprzez zwiększenie np. opłat za prowadzenie rachunków itp. Należy także zauważyć, że system rekompensat nie jest zjawiskiem specyficznym dla polskiego prawa lecz istnieje w prawie unii europejskiej³⁴ i ograniczenia wysokości wypłat są zgodne nie tylko z literą prawa lecz także funkcjonującą, wieloletnią praktyką.

³⁴ Dyrektywa Nr 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. dotycząca systemów rekompensat dla inwestorów.

Rozdział 5

Odpowiedzialność towarzystwa funduszy inwestycyjnych wobec uczestników

Może się zdarzyć, że uczestnik funduszu inwestycyjnego będzie miał poczucie, że fundusz działa źle, przysparzając uczestnikom strat. W takiej sytuacji uczestnik funduszu może sobie zadać pytania:

- 1) Kto ponosi odpowiedzialność za nieprawidłowości w działaniu funduszu?
- 2) Od kogo może dochodzić odszkodowania, jeśli fundusz działa nieprawidłowo i z tego powodu uczestnicy poniosą stratę?
- 3) Jakie działania funduszu mogą być przedmiotem roszczenia o odszkodowanie?
- 4) Czy zawsze, gdy uczestnicy funduszu poniosą stratę, istnieje podstawa do skutecznego dochodzenia odszkodowania?
- 5) Jakie czynności powinien podjąć uczestnik, żeby skutecznie dochodzić swoich praw?

Odpowiedzi na powyższe pytania wynikają przede wszystkim z treści art. 64 ustawy:

„1. Towarzystwo odpowiada wobec uczestników zbiorczego portfela papierów wartościowych³⁵ oraz uczestników funduszu za wszelkie szko-

³⁵ Przedmiotem działalności towarzystwa może być zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych. Zasady działania zbiorczego portfela papierów war-

dy spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków w zakresie zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych lub funduszem i jego reprezentacji, chyba że niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków jest spowodowane okolicznościami, za które towarzystwo odpowiedzialności nie ponosi.

2. Za szkody z tytułów, o których mowa w ust. 1, fundusz inwestycyjny nie ponosi odpowiedzialności.

3. Powierzenie wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej nie ogranicza odpowiedzialności towarzystwa.”

Przepis ten zawiera kilka bardzo ważnych dla uczestnika reguł, które jednak w celu ich pełnego zrozumienia wymagają kilku wyjaśnień i komentarzy.

1. Odpowiedzialność za działania własne funduszu

Pierwszą kwestią jest odpowiedzialności za szkody spowodowane działaniem własnym funduszu inwestycyjnego. Żeby zrozumieć ustawową regulację trzeba wrócić do tego jak działa fundusz inwestycyjny i jakie są relacje funduszu inwestycyjnego z jego organem, czyli z towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Jak powiedziano w rozdziale 1, przedmiotem działalności funduszu inwestycyjnego jest lokowanie środków pieniężnych w różnego rodzaju prawa majątkowe, w tym przede wszystkim w papiery wartościowe. Fundusz lokuje środki zebrane od inwestorów. Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną. Każda osoba prawna działa poprzez swoje organy.

W przypadku funduszu inwestycyjnego mamy jednak dość szczególne rozwiązanie, bowiem organem, który zarządza funduszem i reprezentuje go w stosunkach z innymi podmiotami nie jest np. zarząd składający się z osób fizycznych, lecz tym organem jest inna osoba prawna, a mianowicie towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych działa w formie spółki akcyjnej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

tościowych zostały uregulowane w dziale IX ustawy. Ponieważ zagadnienie to wykracza poza przedmiot niniejszej książki, nie będzie bliżej omawiane.

Towarzystwa w celu profesjonalnego zarządzania funduszem zatrudniają między innymi doradców inwestycyjnych, a więc osoby, które są profesjonalistami w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku papierów wartościowych. Towarzystwo zarządza funduszem odpłatnie. Aktywa funduszu inwestycyjnego są oddzielone od aktywów towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ponadto rejestr tych aktywów prowadzi odrębny podmiot – depozytariusz (patrz: rozdział 6). Tak więc fundusz inwestycyjny jest dość specyficznym podmiotem, który w zasadzie nie zatrudnia pracowników, zaś wszelkie czynności związane z zarządzaniem i reprezentacją wykonuje inny podmiot działający w formie spółki akcyjnej.

Po tym wyjaśnieniu zrozumiałą jest zapis przepisu art. 64 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych, zgodnie z którym, to towarzystwo odpowiada wobec uczestników za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swych obowiązków. Uczestnik może więc dochodzić odszkodowania od towarzystwa funduszy inwestycyjnych, pomimo że fundusz inwestycyjny jest osobą prawną i to z funduszem uczestnik zawarł umowę i do funduszu uczestnik wniósł swoje wpłaty. Mimo więc, że z towarzystwem funduszy inwestycyjnych uczestnika nie wiąże bezpośrednia więź prawna, podmiot ten ponosi odpowiedzialność wobec uczestnika za szkody związane z nienależytym zarządzaniem funduszem bądź jego reprezentacją.

Ratio legis takiego rozwiązania jest następujące: wypłacenie odszkodowania uczestnikowi przez fundusz w praktyce oznaczałoby, że uczestnik w jakiejś części wypłaca odszkodowanie sam sobie. Ponieważ funduszem inwestycyjnym zarządza towarzystwo funduszy inwestycyjnych, faktycznie wszelkie decyzje są podejmowane przez zarząd oraz inne upoważnione osoby (np. doradców inwestycyjnych) zatrudnionych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (na razie pomijam sytuację, w której towarzystwo powierzyło wykonywanie swoich czynności innemu podmiotowi). W związku z powyższym niezbędne było specjalne uregulowanie dotyczące odpowiedzialności za działania funduszu. Chodzi o to, żeby za szkodę jaką ponosi uczestnik w wyniku nieprawidłowego działania funduszu odpowiedzialności nie ponosił fundusz, a więc również jego pokrzywdzony uczestnik.

Przykład 1.

Fundusz inwestycyjny, zgodnie z ustawą jest zobowiązany do wyceny swoich aktywów, w tym aktywów ogółem, aktywów netto oraz aktywów netto na jednostkę uczestnictwa. Fundusz A dokonując wyceny popełnił błąd, polegający na tym, że nie została zaktualizowana wartość papieru wartościowego, znajdującego się w aktywach funduszu. Błąd ten spowodował zaniżenie wartości aktywów netto funduszu w dniu 2 sierpnia 2004 r., a tym samym wartości jednostki uczestnictwa. W dniu 2 sierpnia 2004 r. niektórzy uczestnicy funduszu umarziali zaś inni nabywali jednostki uczestnictwa funduszu X po cenie wynikającej z błędnej wyceny aktywów. Błąd ten został wykryty po tygodniu.

Zrekompensowanie tego błędu z aktywów funduszu musiałoby nastąpić kosztem wszystkich uczestników. Koszty takiego błędu nie prowadzą się tylko do przydzielenia osobom nabywającym właściwej liczby jednostek uczestnictwa oraz przekazanie prawidłowej kwoty uczestnikom, którzy jednostki uczestnictwa umorzyli. W takim przypadku mogą wchodzić również koszty związane z koniecznością poinformowania uczestników o błędzie i inne koszty administracyjne. Treść art. 64 ustawy o funduszach inwestycyjnych powoduje, że w przypadku tym koszty naprawienia błędu nie mogą obciążać aktywów funduszu, lecz muszą być poniesione z aktywów towarzystwa.

2. Odpowiedzialność za działania podmiotów, którym towarzystwo powierzyło wykonywanie niektórych obowiązków

Jak już wiemy z lektury poprzednich rozdziałów, nie wszystkie czynności związane z funkcjonowaniem funduszu muszą być wykonywane przez towarzystwo. Spółka ta korzysta bowiem z usług szeregu wyspecjalizowanych podmiotów, którym zleca wykonywanie niektórych obowiązków. Są to takie podmioty jak: agent transferowy, podmioty, którym towarzystwo może zlecić zarządzanie portfelem inwestycyjnym lub jego częścią, podmioty pośredniczące w zbywaniu i umarżaniu jednostek uczestnictwa.

Co się więc dzieje, gdy szkoda nie była spowodowana bezpośrednim działaniem lub zaniechaniem towarzystwa, lecz spowodował ją inny podmiot, któremu fundusz lub towarzystwo zleciło wykonywanie jakichś czynności? Np. jeżeli szkodę spowodował agent transferowy (czyli podmiot, który na zlecenie towarzystwa prowadzi rejestr uczestników funduszu).

W takiej sytuacji uczestnik również może dochodzić odszkodowania od towarzystwa, które powierzyło wykonywanie określonych obowiązków związanych z funkcjonowaniem funduszu innemu podmiotowi. Taka sytuacja jest bowiem przewidziana w ust. 3 art. 64 ustawy. Zgodnie z tym przepisem powierzenie wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej nie ogranicza odpowiedzialności towarzystwa. Należy bowiem przyjąć, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako profesjonalista, podejmując decyzję o wyborze podmiotu ma możliwość i obowiązek dokonania właściwego wyboru. Jednocześnie towarzystwo bierze na siebie ryzyko poniesienia odpowiedzialności w przypadku, gdy podmiot ten nie będzie działał właściwie. Oczywiście w takim przypadku towarzystwo ma zwykle również możliwość dochodzenia od tego podmiotu odszkodowania.

3. Podstawa wyłączenia odpowiedzialności towarzystwa

Czy towarzystwo może jednak obronić się przed odpowiedzialnością wobec uczestników za powstanie szkody? Owszem, może to zrobić, ale musi wykazać, że niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków, które skutkowało powstaniem szkody, spowodowane było okolicznościami, za które towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności. Jakie to mogą być zdarzenia? Np., wystąpienie szkody w związku z działaniem tzw. siły wyższej. Albo szkodę spowodowało działanie podmiotu, na które towarzystwo nie ma wpływu. Szkoda mogła też powstać w wyniku nieprawidłowego postępowania samego uczestnika.

Przykład 2.

Opierając się na poprzednim przykładzie, sytuacja jest o tyle odmienna, że inwestor (uczestnik funduszu) wypełniając zlecenie umorzenia podał złą

nazwę funduszu, którego jednostki chciał umorzyć. Złożył zlecenia umorzenia 100 jednostek uczestnictwa funduszu X zarządzanego A TFI S.A. Tymczasem inwestor ten nie posiadał jednostek uczestnictwa tego funduszu lecz posiadał 100 jednostek uczestnictwa funduszu Y i 150 jednostek uczestnictwa funduszu Z zarządzanego przez to samo towarzystwo. „Dystrybutor” przekazał zlecenie w terminie. Nie mogło być ono jednak zrealizowane, pomimo, że intencją uczestnika było umorzenie jednostek uczestnictwa w funduszu Y. Pomimo, że uczestnik poniósł szkodę, odpowiedzialność za nią nie obciąża towarzystwa, lecz samego inwestora.

4. Szczególne zasady odpowiedzialności w przypadku zlecenia zarządzania portfelem funduszu inwestycyjnego (outsourcing)

Istnieje szczególny przypadek, w którym uczestnik może dochodzić odszkodowania do wyboru: od towarzystwa lub od podmiotu, któremu towarzystwo powierzyło niektóre czynności. Dotyczy to sytuacji, gdy towarzystwo zleca zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią innemu podmiotowi. Ustawa w art. 46 ust. 1–3 dopuszcza taką możliwość³⁶.

³⁶ Towarzystwo może, zgodnie z ustawą, przekazać zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu, lub jego częścią następującym podmiotom:

- 1) podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską w zakresie wynikającym z ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi (a więc podmiotowi z siedzibą w Polsce),
- 2) podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską mającemu siedzibę w państwie należącym do Unii Europejskiej,
- 3) podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską z siedzibą w państwie należącym do OECD, innym niż Rzeczpospolita Polska lub inne państwo należące do Unii Europejskiej, ale pod warunkiem, że:
 - a) do portfela inwestycyjnego funduszu lub jego części będą nabywane papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego notowane na rynku zorganizowanym należącym do OECD,
 - b) podmiot prowadzący działalność maklerską podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym w tym państwie,

Na okoliczność, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych korzysta z usług podmiotu zewnętrznego w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego, ustawa również stanowi, że zawarcie takiej umowy nie zwalnia towarzystwa funduszy inwestycyjnych z odpowiedzialności wobec uczestników funduszu. Dodatkowo jednak za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem umowy towarzystwo odpowiada wobec uczestników funduszu solidarnie z podmiotem, któremu zleciło to zarządzanie.

Z zasady odpowiedzialności solidarnej wynika możliwość żądania całości lub części świadczenia od obu tych podmiotów łącznie lub od każdego z osobna. Prawo wyboru podmiotu wobec którego skieruje swoje roszczenie uczestnik przysługuje temu uczestnikowi³⁷.

Czym powinien kierować się uczestnik funduszu dokonując wyboru podmiotu, przeciwko któremu skieruje roszczenie?

Mogą tu wchodzić w grę różne argumenty. Najistotniejsze to sytuacja finansowa obu podmiotów oraz łatwość kontaktu z tymi podmiotami. W dotychczasowej praktyce umowy o zarządzanie portfelem inwestycyjnym były zawierane wyłącznie z polskimi podmiotami prowadzącymi działalność maklerską (*asset management*). W takim przypadku ocena ich sytuacji finansowej jest ułatwiona, bowiem zarówno towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jak i dom maklerski są zobowiązane

c) jest zapewniona, na zasadzie wzajemności, współpraca Komisji z tym organem nadzoru.

Ponadto w przypadku:

- 1) funduszu inwestycyjnego, który lokuje w nieruchomości towarzystwo zarządzające tym funduszem może na podstawie umowy zlecić czynności związane z zarządzaniem nieruchomościami oraz inne czynności związane z gospodarowaniem nieruchomościami wyspecjalizowanemu podmiotowi posiadającemu uprawnienia wynikające z ustawy o gospodarce nieruchomościami;
- 2) funduszu aktywów niepublicznych towarzystwo zarządzające tym funduszem może na podstawie umowy zlecić zarządzanie portfelem funduszu lub jego częścią wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym doświadczenie w tym zakresie, innym niż podmioty prowadzące działalność maklerską.

³⁷ Zasady dotyczące realizacji zobowiązań solidarnych uregulowane zostały w kodeksie cywilnym (Księga trzecia, tytuł II, Dział I. Zobowiązania solidarne).

publikować swoje roczne sprawozdania finansowe. Inwestor może więc porównać ich sytuację finansową, choć prawdą jest, że nie będzie dysponował w tym zakresie najbardziej aktualnymi danymi. Wprawdzie Komisja otrzymuje od towarzystw i od domów maklerskich miesięczne sprawozdania, które pokazują ich sytuację finansową, jednakże dane te nie mogą być udostępniane inwestorom. Są one przekazywane urzędowi w ramach sprawowanego nadzoru i objęte tajemnicą zawodową. Ze względu jednak na fakt, że zarówno towarzystwo funduszy inwestycyjnych jak i dom maklerski muszą spełniać określone wymogi kapitałowe wynikające z przepisów prawa, oba te podmioty powinny mieć możliwość wypłacenia odszkodowania. Również kontakt z tymi podmiotami, w tym osobisty nie nastęrcza większych problemów, tym bardziej, że bardzo często siedziba zarówno towarzystwa jak i *asset management* jest taka sama³⁸.

Inna sytuacja będzie, gdy towarzystwa zaczną wykorzystywać możliwości przekazania zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu podmiotom zagranicznym lub (w przypadku funduszu lokującego w nieruchomości lub funduszu aktywów niepublicznych) do innych wyspecjalizowanych podmiotów. W takich sytuacjach wybór właściwego podmiotu, przeciwko któremu kierowane jest roszczenie może być trudniejszy.

Podobnie jak towarzystwo funduszy inwestycyjnych, podmiot prowadzący działalność maklerską lub inny podmiot zarządzający na podstawie umowy portfelem funduszu, nie będzie odpowiadał za szkodę, jeżeli wykaże, że szkoda jest wynikiem okoliczności, za które podmiot ten nie odpowiada. Ciężar udowodnienia tego faktu spoczywa jednak na tym podmiocie.

³⁸Według stanu na dzień 31 sierpnia 2004 r. jedynie 2 towarzystwa przekazały zarządzanie portfelami inwestycyjnymi funduszy podmiotowi spoza własnej grupy kapitałowej.

5. Zasady odpowiedzialności podmiotów pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa

Zakres i tryb odpowiedzialności podmiotów pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa (dystrybutorów) nie jest jednakowy dla każdej kategorii tych podmiotów. Zasadniczo za szkodę poniesioną przez osobę nabywającą lub odkupującą jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego, w przypadku, gdy szkoda jest wynikiem okoliczności zawinionych przez dystrybutora, wobec uczestnika odpowiadają solidarnie towarzystwo i dystrybutor.

Inną sytuację mamy w przypadku, gdy czynności związane z dystrybucją jednostek uczestnictwa realizowane są za pośrednictwem banku krajowego lub instytucji kredytowej³⁹. Jeżeli któryś z tych podmiotów przyczynił się do powstania szkody, odpowiada ten podmiot, a nie towarzystwo. Rozwiązanie to podyktowane jest tym, że są to profesjonalne podmioty pozostające pod nadzorem państwa, w którym mają swoją siedzibę, więc towarzystwo zlecając im wykonywanie określonych czynności ma prawo oczekiwać, że będą one wykonywane prawidłowo. Jest to również korzystne dla uczestnika, ponieważ podmioty te są zobowiązane do spełniania wysokich wymogów kapitałowych, a co za tym idzie, mają możliwość należytego wywiązania się w przypadku ewentualnych roszczeń inwestorów.

6. Odpowiedzialność za wyniki funduszu inwestycyjnego

W rozdziale 7 zostaną przedstawione przykłady działania na szkodę uczestników, zarówno wynikające z nieprawidłowego działania towarzy-

³⁹ Pojęcie instytucji kredytowej w rozumieniu ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz. U. z r. 2002 Nr 72, poz. 665, z późn. zmianami). Zgodnie z tą ustawą instytucją kredytową jest podmiot mający swoją siedzibę za granicą Rzeczypospolitej Polskiej na terytorium jednego z państw członkowskich Unii Europejskiej, prowadzący we własnym imieniu i na własny rachunek, na podstawie zezwolenia właściwych władz nadzorczych, działalność polegającą na przyjmowaniu depozytów lub innych środków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym i udzielaniu kredytów lub na wydawaniu pieniądza elektronicznego.

stwa funduszy inwestycyjnych, jak też innych podmiotów, które mogą powodować powstanie po stronie uczestnika roszczenia o naprawienie szkody.

Nie każde działanie zarządzającego, w wyniku którego wartość jednostki uczestnictwa bądź wartość certyfikatu inwestycyjnego będzie się zmniejszać lub nie będzie rosła w takim tempie, jakiej oczekiwałby uczestnik, oznacza, że istnieje podstawa do żądania odszkodowania ze strony towarzystwa lub domu maklerskiego zarządzającego portfelem funduszu.

Spadek wartości jednostki uczestnictwa bądź certyfikatu może zależeć od czynników na które towarzystwo funduszy inwestycyjnych nawet pośrednio nie ma wpływu. Przede wszystkim inwestor przystępując do funduszu, dokonuje wyboru zarówno rodzaju funduszu jak też celu inwestycyjnego i polityki inwestycyjnej, opisanej w statucie funduszu oraz w prospekcie informacyjnym lub w prospekcie emisyjnym. Fakt zapoznania się ze statutem uczestnik potwierdza własnoręcznym podpisem. Jednocześnie każdy statut funduszu inwestycyjnego, zgodnie z wymogiem określonym w art. 19 ust. 2 ustawy zawiera zastrzeżenie, że fundusz nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego.

W zakresie polityki inwestycyjnej statut określa w szczególności rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu, kryteria doboru lokat, czy też zasady w dywersyfikacji lokat.

Oczywistym jest więc, że wybór określonej polityki inwestycyjnej ma podstawowy wpływ na efekty działania funduszu. Inwestor przed przystąpieniem do funduszu musi więc określić swoje preferencje i oczekiwania co do zwrotu, a jednocześnie ryzyko jakie jest gotów ponieść. Polityka inwestycyjna funduszu musi więc być dostosowana do indywidualnej sytuacji finansowej czy osobistej inwestora.

Inwestor, który preferuje przede wszystkim bezpieczeństwo wniesionych środków nie powinien wybierać funduszu agresywnego, lokującego np. głównie w akcje spółek giełdowych, lecz powinien raczej wybrać fundusz lokujący np. w papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa czy też przez Narodowy Bank Polski. Oczywiście przyjęcie takiej, bez-

piecznej strategii inwestycyjnej oznacza jednak, że w sytuacji, gdy akcje spółek giełdowych będą „rosły” uczestnik funduszu lokującego wyłącznie w papiery dłużne nie skorzysta z tego wzrostu, bowiem zarządzający nie może lokować aktywów funduszu w te papiery wartościowe, bądź może lokować tylko w bardzo ograniczonym zakresie (jeśli statut funduszu dopuszcza taką możliwość).

Z drugiej strony, przyjęcie przez inwestora strategii agresywnej, zakładającej wzrost wartości akcji, a co za tym idzie wybór funduszu agresywnego oznacza, że w sytuacji gdy te oczekiwania się nie sprawdzą, nie może zgłaszać pretensji do zarządzającego, że wartość jednostki uczestnictwa spadła.

Należy więc mieć na względzie, że zarządzający jest rozliczany z efektów inwestycyjnych funduszu, które powinny być porównane do pewnego wzorca służącego do oceny efektywności funduszu, odzwierciedlającego zachowanie się zmiennych rynkowych najlepiej oddających cel i politykę inwestycyjną funduszu (*benchmark*). Takim wzorcem - *benchmarkiem* może być np. określony indeks giełdowy (np. Warszawski Indeks Giełdowy - WIG), czy też inny wskaźnik (np. WIBID - *warsaw interbank bid rate* - który określa roczną stopę procentową jaka płacą banki za środki przyjęte w depozyt od innych banków). Statuty oraz prospekty informacyjne lub prospekty emisyjne niektórych funduszy odwołują się dość wyraźnie do *benchmarków*, inne są w tym zakresie mniej jednoznaczne.

Są też takie fundusze, które z założenia nie deklarują odwoływania się do jednego, określonego wzorca, lecz swój cel inwestycyjny chcą realizować dostosowując politykę inwestycyjną do bieżącej sytuacji rynkowej. Są to tzw. fundusze elastycznego inwestowania, czy też fundusze elastycznej alokacji. Oczywiście dokonując wyboru takiego funduszu inwestor zdaje się w pełni na wiedzę i umiejętności zarządzającego, w niewielkim tylko stopniu ograniczonego statutem funduszu oraz regulacjami ustawowymi (np. w zakresie ograniczeń zaangażowania aktywów funduszu w papiery jednego emitenta).

Inwestor dokonując wyboru funduszu, godzi się na określoną, opisaną w dokumentach politykę inwestycyjną. Jeżeli polityka ta jest reali-

zowana przez zarządzającego, inwestor nie może skutecznie dochodzić odszkodowania związanego z tym, że polityka ta okazała się w danym okresie nietrafna. Należy ponadto mieć na względzie, że fundusz inwestycyjny, przede wszystkim otwarty fundusz inwestycyjny jest narzędziem długoterminowego inwestowania i często przyjęta polityka inwestycyjna nieskuteczna w danym okresie, może okazać się bardzo trafną polityką w okresie dłuższym.

Odmienna jest sytuacja, gdy fundusz złamał zasady polityki inwestycyjnej określone w statucie np. zaangażował się w inne lokaty niż przewidziane w tym dokumencie lub w zakresie większym, niż przewidziane w statucie i z tego powodu osiągnął gorsze wyniki inwestycyjne. Należy jednak mieć na uwadze fakt, że w zasadzie taka sytuacja nie powinna mieć miejsca ze względu na sprawowany nadzór zarówno ze strony depozytariusza jak i Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, przynajmniej w takiej skali, która mogłaby mieć wymierny wpływ na wyniki osiągane przez Fundusz. Gdyby sytuacja taka miała miejsce, jest bardzo prawdopodobne, że Komisja wszczęłaby postępowanie administracyjne i w tym trybie ukarała Towarzystwo.

Gdyby taka kara została nałożona, zaś jej podstawą było nie tylko samo naruszenie limitów inwestycyjnych, ale wykazany byłby negatywny wpływ tych naruszeń na wyniki Funduszu, to takie stanowisko Komisji mogłoby być istotnym argumentem w sporze pomiędzy uczestnikiem a Towarzystwem.

Jeżeli jednak fundusz nie złamał zasad polityki inwestycyjnej, to czy uczestnik nie ma możliwości udowodnienia, że towarzystwo swoją działalnością wyrządziło uczestnikowi szkodę? Sprawa jest trudna, zaś odpowiedź nie może być jednoznaczna. Prześledźmy poniższy przykład.

Przykład 3

Fundusz B jest specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym aktywnej alokacji aktywów. Celem inwestycyjnym Funduszu B jest wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat. Fundusz nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego, choć zamierza dołożyć wszelkich starań dla jego realizacji.

Kryteria doboru lokat do Funduszu B są następujące:

- 1) papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,*
- 2) krótko i długoterminowe papiery dłużne emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.*

Poziom alokacji w.w aktywów będzie się wahał w przedziale od 0 do 100%. Dla ograniczenia ryzyka inwestycyjnego i przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego Funduszu, Fundusz B będzie lokował w instrumenty pochodne. Zgodnie ze statutem Funduszu, jego uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne, które wpłacą do Funduszu co najmniej 100 tys. zł.

Fundusz zainwestował większość swoich aktywów w zagraniczne papiery udziałowe, głównie w akcje notowane na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, licząc na oczekiwaną przez zarządzającego hośbę. Ta strategia nie przyniosła w ciągu ostatniego roku korzyści uczestnikom funduszu, bowiem wartość papierów wartościowych w które ulokował fundusz znacznie spadła, zaś wartość jednostki uczestnictwa zmniejszyła się o 30%.

W opisanym przykładzie mamy do czynienia z sytuacją, kiedy Funduszowi nie można zarzucić naruszenia ograniczeń inwestycyjnych. Z drugiej strony, choć statut Funduszu zezwalał na to, Fundusz mając możliwość prowadzenia elastycznej polityki inwestycyjnej, nie musiał zainwestować całości swoich aktywów w akcje spółek amerykańskich. W odróżnieniu od funduszy, które politykę inwestycyjną mają opisaną bardzo sztywno, mógł też (formalnie) wycofać się z inwestycji przynoszących straty, lecz nie zrobił tego. Poniósł straty. Czy możemy więc powiedzieć, że Fundusz działał nieprofesjonalnie?

Odpowiadając na to pytanie trzeba mieć na względzie następujące uwarunkowania:

- fundusz jest funduszem specjalistycznym otwartym, a nie funduszem otwartym, w związku z tym jest nastawiony na określonego inwestora;
- uczestnikami funduszu mogą być tylko osoby prawne, która muszą wpłacić dość znaczną kwotę; można więc zakładać, że uczestnikami

są wyłącznie podmioty mające możliwość oceny ryzyka, jakie wiąże się z inwestowaniem w akcje spółek giełdowych i akceptujące takie ryzyko;

- możliwość poniesienia strat została opisana w dokumentach wydawanych przez Fundusz, tj. w statucie i prospekcie informacyjnym Funduszu oraz w materiałach reklamowych.

Nawet jeżeli fundusz nie osiąga zakładanych celów inwestycyjnych lub jest najgorszym pod względem wyników w danym okresie funduszem w swojej kategorii, nie daje to wystarczających podstaw do żądania odszkodowania. Na wyniki funduszu składa się bowiem bardzo wiele czynników i zarządzający nie zawsze może je przewidzieć. Ustawa wymaga nawet, by statut funduszu inwestycyjnego zawierał zastrzeżenie, że fundusz nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego. Ponadto zawsze trzeba mieć na uwadze fakt, że lokowanie w długim okresie może być dopiero podstawą oceny zarządzającego.

Nie jest jednak wykluczone, że uczestnik w pewnych szczególnych sytuacjach mógłby odszkodowania skutecznie dochodzić. Jeżeli zarządzający działał nieprofesjonalnie, jeżeli nie dołożył należytej staranności, np. nabył papiery wprawdzie zgodnie z polityką inwestycyjną, ale takie, co do których było powszechnie wiadome, że ich emitent jest bankrutem lub jeżeli publikowane sprawozdania finansowe wskazywały na bardzo złą sytuację finansową.

Choć również w takim przypadku zarządzający może argumentować, że w zgodzie z polityką inwestycyjną podjął ryzyko, żeby ewentualnie osiągnąć wyższą stopę zwrotu, w przypadku, gdyby jego posunięcia okazały się trafne. Oczywiście analiza zasadności takiej inwestycji musiałaby uwzględniać rodzaj funduszu i jego politykę inwestycyjną – szczególnie w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych o polityce podwyższonego ryzyka (tzw. fundusze *venture capital*), podjęcie ryzyka mogło być wówczas uzasadnione. Natomiast w przypadku funduszy otwartych takie podejście raczej byłoby niedopuszczalne.

Ponadto dokumenty ofertowe oraz inne materiały publikowane przez towarzystwo, np. materiały o charakterze reklamowym powinny rzetelnie przedstawiać ryzyko związane z inwestycją w fundusz. W przy-

padku gdyby ryzyka te nie były dostatecznie wyraźnie opisane, uczestnik funduszu mógłby zasadnie podnosić, że został wprowadzony przez fundusz w błąd.

W opisanym wyżej przykładzie, sytuacja dotyczyła jednego określonego roku. Nie wiemy, jakie będą wyniki tego funduszu w latach następnych. Być może w długim okresie przyjęta strategia się sprawdzi i fundusz osiągnie najlepsze wyniki w swojej kategorii.

Należy mieć na uwadze, że umowa, jaką podpisuje uczestnik z towarzystwem nie jest umową o zrealizowanie określonego celu inwestycyjnego, lecz jest to umowa starannego działania. Jeżeli fundusz ma słabe wyniki inwestycyjne, lecz zarządzający potrafi wykazać (dokumentując podstawy swoich decyzji inwestycyjnych), że działał starannie, trudno byłoby zarzucić towarzystwu odpowiedzialność za straty poniesione przez uczestnika.

Niewątpliwie natomiast sytuacja uczestnika w sporze z towarzystwem byłaby mocniejsza, gdyby niekorzystna dla funduszu inwestycja była jednocześnie inwestycją niedozwoloną lub podjętą w sytuacji zaistnienia tzw. konfliktu interesów (patrz rozdział 7), co znalazłoby potwierdzenie np. w decyzji Komisji o nałożeniu kary na towarzystwo.

Podsumowując, żeby ocenić czy w danym przypadku można zarzucić towarzystwu nieprawidłową działalność trzeba wziąć pod uwagę następujące czynniki:

- 1) rodzaj funduszu (otwarty, specjalistyczny otwarty, czy zamknięty),
- 2) cel inwestycyjny i politykę inwestycyjną w tym zasady dywersyfikacji lokat,
- 3) sposób opisanego ryzyka związanego z inwestowaniem w fundusz w statucie i w dokumentach ofertowych (prospekt informacyjny, prospekt emisyjny lub warunki emisji) oraz w materiałach reklamowych,
- 4) należyta staranność przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych – w tym zakresie w interesie towarzystwa jest dokumentowanie procesów inwestycyjnych, żeby w razie sporów móc uzasadnić podejmowane decyzje, przy uwzględnieniu prawa zarządzającego do podejmowania ryzyka, czy też do popełnienia błędu w ocenie np. sytuacji finansowej spółki czy też sytuacji makroekonomicznej,
- 5) okres za jaki oceniamy działalność i wyniki funduszu,

6) czy towarzystwo lub osoby powiązane z funduszem nie były ukarane przez Komisję za nieprawidłowości związane z zarządzaniem funduszem lub przez Sąd za przestępstwo (np. oszustwo na szkodę uczestników funduszu).

Jak wynika z powyższych rozważań, najbardziej kontrowersyjna jest kwestia oceny profesjonalizmu zarządzającego i prawidłowości w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Oparcie zarzutów o ten argument wydaje się najtrudniejsze.

7. Wymogi kapitałowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Czy uczestnik może liczyć, że będzie mógł skutecznie dochodzić odszkodowania od towarzystwa funduszy inwestycyjnych? W szczególności, czy może liczyć na to, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie posiadać wystarczające środki finansowe, by ewentualne odszkodowanie wypłacić?

Żeby towarzystwo było „wypłacalne”, tzn. było w stanie wywiązywać się ze swoich zobowiązań, w tym również w związku z koniecznością naprawienia ewentualnych szkód uczestnikom funduszu, ustawa o funduszach inwestycyjnych zawiera przepisy nakładające na towarzystwo obowiązek posiadania odpowiednich kapitałów.

Artykuły 49 i 50 ustawy określają podstawowe wymogi kapitałowe wobec towarzystwa. Przede wszystkim, towarzystwo jest zobowiązane posiadać, na dzień poprzedzający dzień złożenia wniosku do Komisji o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności polegającej na tworzeniu funduszy inwestycyjnych i zarządzaniu nimi, odpowiedni kapitał początkowy⁴⁰, który wynosi co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 tys. EURO.

⁴⁰ Przez kapitał początkowy rozumie się sumę kapitału zakładowego, w wielkości, w jakiej został wpłacony łącznie z premią emisyjną, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, a także zysku netto w trakcie zatwierdzania, o ile zysk ten wynika ze zbadanego przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowego, oraz kapitału rezerwowego, pomniejszonego o niepokrytą stratę z lat ubiegłych.

Kwota kapitału początkowego ulega zwiększeniu do 730 tys. euro, w przypadku, gdy towarzystwo wykonuje działalność w zakresie zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie.

Innym wymogiem nałożonym przez ustawę jest obowiązek utrzymania przez towarzystwo określonego poziomu kapitału własnego. Wielkość tego kapitału jest uzależniona co do zasady od 2 czynników: wielkości kosztów ponoszonych przez towarzystwo w roku poprzedzającym dany rok obrotowy (kapitał własny nie może być niższy niż 25% tych kosztów w roku poprzednim) oraz od wielkości aktywów zarządzanych przez towarzystwo.

Ponadto towarzystwo, które prowadzi działalność w zakresie zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie jest obowiązane do spełnienia dodatkowych wymogów kapitałowych uwzględniających ryzyko związane z tą działalnością.

Środki na opłacenie kapitału zakładowego towarzystwa mogą pochodzić wyłącznie ze źródeł udokumentowanych. Nie mogą pochodzić z pożyczki lub kredytu. Wymogi w zakresie kapitału zakładowego są kontrolowane przez Komisję przy rozpatrywaniu wniosku o zezwolenie na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz przy udzielaniu zezwoleń na utworzenie nowych funduszy inwestycyjnych.

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu kapitałów własnych jest monitorowane przez Komisję. Towarzystwo jest zobowiązane do zawiadomienia niezwłocznie Komisji o każdym zmniejszeniu wysokości kapitałów własnych (np. w związku z ponoszonymi przez towarzystwo stratami na prowadzonej działalności) poniżej wymaganego poziomu. Uzupełnienie poziomu kapitałów własnych towarzystwa do wymaganego poziomu musi nastąpić w ciągu 3 miesięcy (w ciągu 6 miesięcy, gdy zmniejszenie kapitału spowodowane zostało zmianą kursu EURO). W przeciwnym razie Komisja może cofnąć towarzystwu zezwolenie na wykonywanie działalności.

Powyższe wymogi mają na celu zapewnienie, by towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jako podmiot zarządzający środkami uczestników funduszy i ponoszące odpowiedzialność przed tymi uczestnikami miało kapitały w odpowiedniej wysokości i odpowiednio opłacone.

8. Zasady postępowania uczestników w sytuacji stwierdzenia naruszenia ich praw

Jak powinien postąpić uczestnik funduszu lub osoba nie będąca jeszcze uczestnikiem lecz taka, która dokonała już wpłaty na nabycie jednostek uczestnictwa, która uważa, że jej prawa zostały w jakikolwiek sposób naruszone, a w szczególności jeżeli uważa, że w wyniku działań funduszu (jak to wcześniej wyjaśnialiśmy – *de facto* towarzystwa) lub innych podmiotów poniosła szkodę?

8.1. Skarga do towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Inwestor w pierwszej kolejności powinien zwrócić się do podmiotu, który bezpośrednio jest adresatem żądań, a więc przede wszystkim do towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ewentualnie do banku krajowego lub instytucji kredytowej, jeśli żądanie związane jest z nieprawidłowym procedowaniem zleceń, bądź też do innego podmiotu odpowiadającego solidarnie z towarzystwem. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na kilka kwestii związanych z formą i treścią takiej skargi.

- 1) Forma skargi: generalnie należy preferować formę pisemną, choć jeżeli waga sprawy nie jest znacząca, bądź ze względu na jej charakter (raczej chodzi o wyjaśnienie jakichś kwestii niż interwencję) szybsza będzie forma ustna (rozmowa osobista lub telefoniczna z przedstawicielem towarzystwa). Jeżeli jednak sprawa jest istotna, należy z towarzystwem kontaktować się pisemnie.
- 2) Podstawowe dane osobowe uczestnika: przede wszystkim należy podać swoje dane (imię, nazwisko, adres, nazwę funduszu którego jesteśmy uczestnikiem lub którego jednostki uczestnictwa chcieliśmy nabyć, o ile możliwe – numer rejestru w funduszu).
- 3) Wskazanie nieprawidłowości: o ile nieprawidłowość w działaniu towarzystwa lub innych podmiotów polega na naruszeniu przepisu prawa, statutu lub innych dokumentów (np. w reklamie), należy wskazać, o ile to możliwe, te zapisy, które zdaniem skarżącego zostały naruszone.

- 4) Uzasadnienie: inwestor powinien uzasadnić, w jaki sposób, lub na ile, nieprawidłowe działanie wpłynęło na sytuację uczestnika, w tym określić rodzaj i wielkość szkody, jaką działanie to spowodowało. Oczywiście nie zawsze uczestnik jest w stanie precyzyjnie określić skutki nieprawidłowego działania towarzystwa i wielkość szkody jaką działanie to spowodowało. Aby uczestnik mógł uzasadnić poniesioną szkodę, powinien przechowywać wszystkie dokumenty związane z uczestnictwem w funduszu oraz dokumentować wszelkie kontakty z towarzystwem. Często analiza dokumentów, jeszcze przed złożeniem roszczenia bądź skargi do towarzystwa może dać nam odpowiedź na pytanie, czy rzeczywiście poniesiona szkoda była wynikiem działań funduszu, czy może sami popełniliśmy jakiś błąd. Właśnie z powodu zasadności dokumentowania kontaktów, kontakty powinny mieć raczej formę pisemną. Oczywiście czasem korzystniej (szybciej) jest wyjaśnić jakieś kwestie w rozmowie bezpośredniej lub rozmowie telefonicznej. Ale w takim przypadku zasadne jest zapisanie sobie podstawowych informacji o tej rozmowie, tj. kiedy i z kim została przeprowadzona (najlepiej nie tylko data, ale również dokładny czas rozmowy), kto był świadkiem (w przypadku kontaktów bezpośrednich), jakich informacji nam udzielono. Osobą, która zajmuje się w towarzystwie kontrolą wewnętrzną i zwykle rozpatruje skargi i reklamacje uczestników jest inspektor nadzoru.
- 5) Żądanie: skarżący powinien też przedstawić swoje żądania co do zakresu odszkodowania.

Najczęściej, szczególnie w oczywistych przypadkach, samo zwrócenie się do towarzystwa może spowodować pozytywną reakcję tego podmiotu i towarzystwo zaproponuje nam stosowny sposób zrekompensowania ewentualnej szkody. Co jednak może zrobić uczestnik funduszu, który jest przekonany, że poniósł szkodę w wyniku nieprawidłowej działalności funduszu, a towarzystwo funduszy inwestycyjnych odmawia mu odszkodowania?

Przede wszystkim towarzystwo funduszy inwestycyjnych udzielając odpowiedzi na skargę, czy żądanie uczestnika powinno uzasadnić swoje stanowisko dotyczące odmowy zaspokojenia jego roszczenia. W takim przypadku uczestnik powinien dokładnie zapoznać się z uzasadnieniem odmowy. Być może bowiem towarzystwo rzeczywiście nie ponosi odpowiedzialności za szkodę, lub wbrew ocenie uczestnika, szkoda nie wystąpiła.

Jeżeli w ocenie uczestnika nastąpiły nieprawidłowości w działaniu funduszu, powinien on o tym fakcie powiadomić również depozytariusza. Depozytariusz jest zobowiązany do występowania w imieniu uczestników funduszu z powództwem przeciwko towarzystwu, z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie zarządzania funduszem lub jego reprezentacji. Szerzej o roli depozytariusza patrz rozdział 6, w tym miejscu należy jednak podkreślić doniosłą, lecz wciąż niestety niedocenianą przez uczestników, rolę tego podmiotu w procesie dochodzenia przez uczestników swoich roszczeń wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ze względu na możliwość i ustawowy obowiązek depozytariusza występowania w imieniu uczestników z powództwem przeciwko towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie zarządzania funduszem, jego pozycja w tym zakresie jest bardzo mocna.

Również depozytariusz powinien udzielić odpowiedzi uczestnikowi, który poskarżył się na nieprawidłowe działanie funduszu, w którym powinien ustosunkować się do żądania uczestnika, w tym również do żądania w zakresie ewentualnego dochodzenia roszczeń. Odpowiedź depozytariusza może też być przydatna uczestnikowi w ocenie, czy słuszne są jego zastrzeżenia do działań towarzystwa i związane z tym roszczenia.

Jeżeli uczestnik ma wątpliwości co do oceny sytuacji, może również zwrócić się do urzędu Komisji informując o nieprawidłowościach lub swoich wątpliwościach co do prawidłowości działania funduszu. Urząd

Komisji dokona analizy takiego przypadku. Prawdopodobnie zwróci się również do towarzystwa lub innego podmiotu o wszelkie dane i dokumenty, które mogą być pomocne do oceny danego przypadku. Komisja prawdopodobnie poprosi też towarzystwo o dodatkowe wyjaśnienia. Sygnał o ewentualnych nieprawidłowościach może też być podstawą do przeprowadzenia kontroli w towarzystwie lub, jeśli to będzie konieczne, u agenta transferowego, u depozytariusza czy też pośrednika. Celem takiej kontroli w przypadku towarzystwa będzie ustalenie, czy towarzystwo działało zgodnie z prawem, ze statutem funduszu oraz w najlepszym interesie uczestników funduszu. Celem kontroli u innych wymienionych podmiotów będzie stwierdzenie czy podmioty te wypełniają swoje zadania zgodnie z zakresem odpowiedzialności określonej w przepisach lub umowach z funduszem. Czasem może być potrzebne uzyskanie dodatkowych informacji od osoby, który zgłosiła urzędowi problem. W takiej sytuacji we własnym interesie uczestnik powinien takich informacji udzielić. O swoim stanowisku urząd powiadomi zarówno uczestnika funduszu jak i podmiot, którego skarga dotyczy.

Często zdarza się, że w przypadku, gdy towarzystwo otrzyma opinię urzędu, która potwierdza w całości lub w części racje uczestnika, dochodzi do uwzględnienia roszczeń uczestnika.

Podkreślić jednakże należy, że opinia Komisji nie stanowi dla podmiotu, którego skarga dotyczy zobowiązania do uwzględnienia reklamacji uczestnika. Komisja nie ma bowiem kompetencji do rozstrzygnięcia sporów cywilnych jakie mogą powstać pomiędzy uczestnikiem funduszu a np. towarzystwem. Prawo takie przysługuje wyłącznie sądowi powszechnemu. Jednakże przewodniczący Komisji, któremu przysługują uprawnienia prokuratora w sprawach cywilnych z zakresu tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych, wynikające z właściwych przepisów Kodeksu postępowania cywilnego może wytoczyć powództwo przeciwko towarzystwu funduszy inwestycyjnych lub do takiego powództwa może się przyłączyć.

Komisja ma ponadto uprawnienia do nakładania kar administracyjnych na kontrolowane przez siebie podmioty, tj. na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, na depozytariusza, agenta transferowego oraz

podmioty prowadzące dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Więcej informacji na temat roli i uprawnień Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w systemie ochrony praw inwestorów zawiera rozdział 8.

Rozdział 6

Rola depozytariusza

1. Depozytariusz w systemie ochrony praw uczestników funduszu inwestycyjnego

Bezpieczeństwo funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, w tym obrona praw uczestników funduszy inwestycyjnych opiera się na kilku określonych ustawowo filarach, a mianowicie:

- 1) nadzorze Komisji,
- 2) wydzieleniu aktywów funduszu inwestycyjnego od aktywów spółki zarządzającej (towarzystwa funduszy inwestycyjnych),
- 3) wprowadzeniu limitów inwestycyjnych dla poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych,
- 4) nałożeniu na fundusze inwestycyjne obowiązków przekazywania uczestnikom funduszy oraz potencjalnym inwestorom określonych informacji o działalności i sytuacji finansowej funduszu.

Wydzielenie aktywów funduszu z aktywów spółki zarządzającej ma na celu wzmocnienie bezpieczeństwa uczestników, bowiem ewentualna niekorzystna sytuacja finansowa spółki zarządzającej nie ma bezpośredniego wpływu na wyniki funduszu inwestycyjnego, a tym samym na sytuację uczestników funduszu. Dodatkową gwarancją bezpieczeństwa aktywów funduszu inwestycyjnego jest wprowadzenie do systemu funkcjonowania funduszy inwestycyjnych instytucji depozytariusza.

Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych depozytariusz wykonuje obowiązki określone w ustawie, w szczególności polegające na prowadzeniu rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego.

Oprócz podstawowych obowiązków depozytariusza, które są realizowane w „normalnej” sytuacji, w okresie funkcjonowania funduszu inwestycyjnego, depozytariusz pełni również ważne funkcje w okresach „szczególnych”, tj.:

- na etapie tworzenia funduszu w związku z procesem zbierania wpłat do funduszu,
- w przypadku, gdy z jakichś przyczyn towarzystwo przestaje zarządzać funduszem inwestycyjnym,
- w okresie likwidacji funduszu.

Oznacza to, że obok spółki zarządzającej pojawia się jeszcze jeden podmiot, który czuwa nad bezpieczeństwem aktywów funduszu inwestycyjnego. Jak wynika ze szczegółowych kompetencji depozytariusza określonych w ustawie, znaczna ich część, są to zadania związane z kontrolą prawidłowości działania towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Aby depozytariusz zadania swoje realizował prawidłowo, ustawa wprowadza obowiązek działania towarzystwa i depozytariusza niezależnie i w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego.

Ta ogólna reguła uzyskuje wzmocnienie w bardziej szczegółowych regulacjach mających na celu wyłączenie potencjalnej możliwości wystąpienia tzw. konfliktu interesów w funkcjonowaniu funduszu inwestycyjnego i depozytariusza. Ustawa zakazuje mianowicie, by depozytariusz mógł być akcjonariuszem towarzystwa funduszu inwestycyjnego zarządzającego funduszem inwestycyjnym, którego aktywa rejestruje ten depozytariusz, zaś z drugiej strony towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie może nabywać papierów wartościowych emitowanych przez depozytariusza. Ma to na celu wyeliminowanie sytuacji, że właściciel towarzystwa lub depozytariusza wywiera wpływ na decyzje drugiego z tych podmiotów, co podważałoby niezależność ich działania i powodowało możliwość naruszenia interesu uczestników funduszu inwestycyjnego. Należy jednak zaznaczyć, że ustawa wyłączyła z kręgu akcjonariuszy towarzystwa depozytariusza, jednakże akcjonariuszami

mogą być np. podmioty zależne od depozytariusza, w tym również takie, których jedynym właścicielem jest depozytariusz. Może być więc akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych dom maklerski (np. *asset management*), którego właścicielem jest depozytariusz funduszy zarządzanych przez to towarzystwo. W takim przypadku zasady odpowiedzialności depozytariusza wobec uczestników zostały zaostrzone (szerzej na ten temat w dalszej części rozdziału).

Niezależność działania depozytariusza i towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinna też być zapewniona na poziomie relacji osobowych. Z tego powodu, zgodnie z ustawą, członkowie organów depozytariusza i jego pracownicy nie mogą być członkami władz towarzystwa.

2. Podmioty, które mogą pełnić funkcję depozytariusza

Ustawa w art. 71 wymienia podmioty, które mogą pełnić funkcję depozytariusza dla funduszu inwestycyjnego oraz warunki kapitałowe jakie muszą one spełniać.

Zgodnie z tym przepisem umowę o prowadzenie rejestrów aktywów funduszu inwestycyjnego można zawrzeć wyłącznie z:

- 1) bankiem krajowym, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln zł,
- 2) oddziałem instytucji kredytowej, posiadającym siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 mln zł, albo
- 3) Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A.

Z uwagi na wymagany wysoki poziom kapitałów własnych *de facto* z możliwości pełnienia funkcji depozytariusza wyłączone są małe banki (np. małe banki spółdzielcze). Zostało to podyktowane troską o interes uczestników funduszy inwestycyjnych. Depozytariusz bowiem – o czym szczegółowo poniżej – wykonuje bardzo odpowiedzialne zadania, do których musi być przygotowany w zakresie wyposażenia (infrastruktura informatyczna, dostęp do źródeł informacji rynku papierów wartościowych), organizacji oraz przeszkolenia pracowników, którzy będą realizować za-

dania wynikające z umowy o prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego. Odpowiedni poziom kapitałów własnych jest również gwarancją, że w przypadku, gdyby zaszła potrzeba wypłacenia przez depozytariusza odszkodowania, podmiot ten będzie miał wystarczające środki by to zrobić. Podobne przesłanki legły u podstaw ustalenia analogicznych wymogów kapitałowych wobec krajowego oddziału instytucji kredytowej (banku z siedzibą w państwie należącym do Unii Europejskiej).

Innym, obok banku, podmiotem który może prowadzić rejestry funduszu inwestycyjnego jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW).

KDPW jest szczególnym podmiotem, którego zadania uregulowane zostały w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Podmiot ten działa w formie spółki akcyjnej. Jego akcjonariuszami mogą być wyłącznie: spółki prowadzące giełdę, domy maklerskie, spółki prowadzące rynek pozagiełdowy, Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski oraz banki. Głównym zadaniem KDPW jest prowadzenie depozytu papierów wartościowych. W szczególności do zadań KDPW należy rejestrowanie papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu oraz rozliczanie transakcji na papierach wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. KDPW może również obsługiwać obrót papierami niedopuszczonymi do publicznego obrotu.

Ponadto do zadań KDPW należy tworzenie, organizacja i zarządzanie obowiązkowym systemem rekompensat, który gromadzi środki na wypłaty rekompensat inwestorom na rynku papierów wartościowych. KDPW jest więc wyspecjalizowanym podmiotem zajmującym się prowadzeniem rejestrów papierów wartościowych i rozliczaniem transakcji i dlatego może pełnić funkcję depozytariusza.

Prawidłowość działania zarówno banków jak i KDPW jest wzmocniona faktem, że podmioty te podlegają nadzorowi właściwych organów państwowych, zaś wybór depozytariusza przez fundusz podlega zatwierdzeniu przez Komisję.

Należy jednak zauważyć, że KDPW, pomimo posiadania ustawowych kompetencji w tym zakresie, dotychczas nie prowadziło rejestru aktywów żadnego funduszu inwestycyjnego. Również, m.in. ze względu na

obowiązujące przed przystąpieniem Polski do Unii | Europejskiej regulacje, instytucje kredytowe funkcji takiej nie mogły pełnić. W praktyce więc depozytariuszami są wyłącznie banki krajowe. Ustawa nie nakłada żadnych ograniczeń, jeśli chodzi o ilość funduszy, dla których jeden podmiot może pełnić funkcję depozytariusza. W większości przypadków jeden bank pełni tę funkcję dla kilku, a nawet większej liczby funduszy. Mogą to być fundusze zarządzane przez różne towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

3. Wybór depozytariusza

Warunkiem utworzenia funduszu inwestycyjnego jest między innymi uzyskanie przez tworzące go towarzystwo funduszy inwestycyjnych zezwolenia Komisji na jego utworzenie. Przed wystąpieniem do Komisji z wnioskiem o zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego, towarzystwo musi dokonać wyboru depozytariusza i zawrzeć z nim umowę o prowadzenie rejestru aktywów tworzonego funduszu. Towarzystwo załącza do wniosku umowę, dane osobowe członków zarządu depozytariusza odpowiedzialnych za wykonywanie funkcji depozytariusza oraz osób wyznaczonych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie, wraz z opisem ich kwalifikacji i doświadczeń zawodowych oraz informacje o tych osobach z Krajowego Rejestru Karnego. Urząd Komisji dokonuje analizy umowy oraz dokumentów zawierających informacje o wskazanych członkach zarządu oraz osobach wyznaczonych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie o prowadzeniu rejestru aktywów funduszu.

Komisja odmawia udzielenia zezwolenia na utworzenia funduszu, jeżeli m.in. z analizy tej mogłoby wynikać, że osoby te mogą wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes uczestników funduszu lub też, jeżeli umowa z depozytariuszem nie uwzględnia należycie interesów uczestników funduszu. Komisja udzielając zezwolenia na utworzenie funduszu zatwierdza wybór depozytariusza. Zgody Komisji wymaga również zmiana depozytariusza.

4. Obowiązki depozytariusza

4.1. Zadania depozytariusza związane z tworzeniem funduszu inwestycyjnego

W celu skutecznego utworzenia funduszu po udzieleniu przez Komisję zezwolenia na jego utworzenie, niezbędne jest zebranie wpłat do funduszu w wysokości określonej w statucie. Wpłaty do funduszu inwestycyjnego są dokonywane na wydzielony rachunek (bankowy lub papierów wartościowych) towarzystwa funduszy inwestycyjnych tworzącego fundusz prowadzony przez depozytariusza.

Procedurę tworzenia funduszu inwestycyjnego kończy wpis funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych, prowadzonego przez sąd rejestrowy. Z wnioskiem o dokonanie takiego wpisu występuje towarzystwo, które do swojego wniosku zobowiązane jest dołączyć m.in. oświadczenie depozytariusza o zebraniu wymaganych statutem wpłat oraz o zgodności sposobu ich zebrania z ustawą, statutem funduszu inwestycyjnego oraz zezwoleniem wydanym przez Komisję. Już więc na tym etapie widzimy jak istotna jest rola kontrolna depozytariusza w stosunku do działań towarzystwa oraz podmiotów uczestniczących w procesie zbierania wpłat do funduszu.

Naruszenie przepisów ustawy, statutu funduszu lub warunków zezwolenia przy zbieraniu wpłat do funduszu, a więc procesu nadzorowanego przez depozytariusza, może być podstawą cofnięcia przez Komisję zezwolenia na utworzenie funduszu jeszcze przed dniem wpisaniu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych, może też być podstawą odmowy dokonania przez sąd rejestrowy wpisu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych. W takim wypadku, towarzystwo jest zobowiązane do zwrotu wpłat do funduszu osobom, które wpłaty tych dokonały. Zwrotowi podlegają również pożytki od wpłat oraz odsetki (obowiązek ich naliczenia spoczywa na depozytariuszu), a także pobrane opłaty manipulacyjne. Obowiązek ten spoczywa na depozytariuszu również w sytuacji, gdy fundusz dochodzi do skutku, bowiem jest to niezbędne do przydzielenia uczestnikowi właściwej liczby jednostek uczestnictwa.

Z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych, fundusz nabywa osobowość prawną, zaś towarzystwo staje się jego organem. Z tą chwilą fundusz wstępuje również w prawa i obowiązki z tytułu umowy z depozytariuszem zawartej przez towarzystwo przed utworzeniem funduszu.

4.2. Źródła obowiązków depozytariusza w zakresie prowadzenia rejestru aktywów funduszy inwestycyjnych

Wymienione wyżej obowiązki depozytariusza związane z procedurą tworzenia funduszu inwestycyjnego, czy też obowiązki związane z ewentualną likwidacją funduszu, wynikają bezpośrednio z ustawy. Obowiązki w zakresie prowadzenia rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego mają na celu „sprawowanie pieczy nad stanem aktywów funduszu”⁴¹. Również wykaz tych obowiązków został ujęty w art. 72 ustawy o funduszach inwestycyjnych, a więc wynika bezpośrednio z przepisów prawa. Natomiast szczegółowy zakres tych obowiązków wynika z umowy o prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego. Tak więc przy ocenie pełnego zakresu obowiązków danego depozytariusza, należy uwzględnić nie tylko te nałożone ustawą ale również wynikające z umowy, przy czym umowa nie może ograniczać obowiązków depozytariusza określonych w ustawie.

4.3. Zakres obowiązków depozytariusza w zakresie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego

Podstawowe obowiązki depozytariusza związane z prowadzeniem rejestru aktywów funduszu można podzielić na dwie kategorie:

1) prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego zapisywanych na właściwych rachunkach oraz przechowywanych przez depo-

⁴¹ patrz: Marcin Dyl: *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowanie*, Warszawa, KiK 2001 r.

zytariusza i inne podmioty na mocy odrębnych przepisów lub na podstawie umów zawartych na polecenie funduszu,
2) nadzór nad prawidłowością zarządzania funduszem.

4.3.1. Fundusze inwestycyjne dokonują lokat w różnego rodzaju aktywa. Są to przede wszystkim papiery wartościowe, ale także takie instrumenty jak waluty, różnego rodzaju instrumenty pochodne, wierzytelności, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, czy też nieruchomości. Jeśli chodzi o papiery wartościowe mogą one występować w formie materialnej jak też w formie zdematerializowanej. Rolą depozytariusza jest ewidencjonowanie wszystkich aktywów. Pierwszą część obowiązków depozytariusza stanowią więc obowiązki ewidencyjne. Depozytariusz jest zobowiązany do posiadania informacji o wszystkich aktywach funduszu oraz do ich ewidencjonowania (prowadzenie rejestru *sensu stricto*). W zależności od charakteru tych aktywów sposób realizowania tego zadania jest różny. W rejestrze ujmowane są zatem aktywa:
1) zapisywane na właściwych rachunkach (które mogą być prowadzone zarówno przez depozytariusza jak też inne podmioty),
2) fizycznie przechowywane przez depozytariusza lub inne podmioty.

Rejestrowanie aktywów zapisywanych na właściwych rachunkach dotyczy przede wszystkim zdematerializowanych papierów wartościowych zapisywanych na rachunkach papierów wartościowych oraz środków pieniężnych gromadzonych na rachunkach bankowych. Natomiast w przypadku aktywów w formie materialnej (np. papiery wartościowe występujące w tej postaci) mogą one być przechowywane fizycznie. Ustawa w procesie wykonywania zadań związanych z prowadzeniem rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, obok instytucji depozytariusza, dopuszcza więc występowanie innych instytucji. Wybór innych niż depozytariusz podmiotów, które mogą przechowywać część aktywów funduszu inwestycyjnego, może wynikać z przepisu prawa, może też być dokonany przez fundusz.

W przypadku funduszu składającego się z subfunduszy (fundusz typu *umbrella*), depozytariusz oprócz rejestru aktywów funduszu prowadzi subrejestry aktywów każdego z subfunduszy.

Ponadto ustawa dopuszcza zawieranie umów, których przedmiotem jest wykonywanie niektórych czynności związanych z prowadzeniem rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, również z bankami krajowymi, instytucjami kredytowymi lub bankami zagranicznymi⁴² (tzw. subdepozytariusz). Konieczność dopuszczenia takiej możliwości wynika przede wszystkim z tego, że fundusze inwestycyjne mogą prowadzić działalność inwestycyjną również poza granicami Polski. W literaturze wskazuje się na problem zakresu czynności jakie mogą być wykonywane przez subdepozytariusza. Przyjmuje się dopuszczalność prowadzenia częściowego rejestru aktywów przez subdepozytariusza, co jednak nie może wyłączać konieczności całościowego prowadzenia takiego rejestru przez depozytariusza⁴³.

Opisane wyżej umowy z subdepozytariuszami zawierane są na polecenie funduszu przez depozytariusza.

4.3.2. Jakie dziedziny funkcjonowania podlegają nadzorowi depozytariusza? Są one następujące:

- 1) zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa lub emitowanie, wydawanie i wykupywanie certyfikatów inwestycyjnych,
- 2) rozliczanie umów dotyczących aktywów funduszu inwestycyjnego oraz rozliczanie umów z uczestnikami funduszu,
- 3) wyliczanie aktywów netto funduszu i wartości jednostki uczestnictwa,
- 4) wykorzystywanie dochodów funduszu inwestycyjnego.

Ustawa określając rodzaj zadań, które zobowiązany jest wykonywać fundusz w ramach swojej kompetencji kontrolno - nadzorczej używa terminu „zapewnienie”, co rodzi wątpliwości dotyczące instrumentów jakie może zastosować depozytariusz w celu zapewnienia prawidłowości realizacji poszczególnych czynności związanych z funkcjonowaniem funduszu. Z art. 72 ust. 4 ustawy wynika, że zapewnienie zgodnego

⁴² Pojęcie banku zagranicznego w rozumieniu ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zmianami). Bankiem zagranicznym jest bank mający siedzibę za granicą Rzeczypospolitej Polskiej, na terytorium państwa niebędącego członkiem Unii Europejskiej.

⁴³ Marcin Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa KiK 2001 r.

z prawem i statutem funduszu wykonywania obowiązków funduszu ma być realizowane co najmniej poprzez stałą kontrolę czynności faktycznych i prawnych dokonywanych przez fundusz oraz nadzorowanie do prowadzenia do zgodności tych czynności z prawem i statutem. Jak widać z powyższego charakter czynności depozytariusza znacznie wybiega poza termin „kontrola” i jest bliższy terminowi „nadzór”, jako, że zobowiązany jest nie tylko do badania, ale również do podjęcia działań mających na celu doprowadzenie przez fundusz swojego działania do zgodności z przepisami ustawowymi i statutem.

4.3.2.1. W odniesieniu do nadzoru nad zbywaniem i odkupywaniem jednostek uczestnictwa lub emitowaniem, wydawaniem i wykupywaniem certyfikatów inwestycyjnych, ustawa określa, że depozytariusz ma zapewnić, by czynności te odbywały się zgodnie z przepisami prawa i statutem funduszu inwestycyjnego. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych zapis odnosi się do certyfikatów emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, w statucie którego przewidziano możliwość ich wykupywania przez fundusz (na zasadach analogicznych do tych, jakie obowiązywały pod reżimem starej ustawy w odniesieniu do funduszy mieszanych).

Jak wyżej wspomniano, zadanie polegające na nadzorowaniu prawidłowego przebiegu rozliczeń płatności na rzecz uczestników funduszu ma być realizowane przez stałą kontrolę czynności faktycznych i prawnych dokonywanych przez fundusz. Żeby depozytariusz mógł je wykonać, musi posiadać dostęp do odpowiednich dokumentów i informacji. Należy bowiem mieć na względzie, że depozytariusz nie posiada dostępu do danych o uczestnikach funduszu, bądź też do zleceń umorzenia jednostek uczestnictwa czy certyfikatów inwestycyjnych. Dane te są w posiadaniu agenta transferowego i towarzystwa. Dostęp do niezbędnych danych depozytariusz powinien sobie zapewnić w umowie, jaką zawiera z towarzystwem (funduszem). Możliwości realizowania tego zadania są w dużym stopniu ograniczone, bowiem dokonując kontroli działań towarzystwa, depozytariusz musi opierać się wyłącznie na dokumentach przekazanych przez towarzystwo.

W przypadku stwierdzenia, w wyniku prowadzonej kontroli czynności funduszu iż nastąpiło naruszenie reguł, wynikających z ustawy lub statutu funduszu, depozytariusz jest zobowiązany do nadzorowania doprowadzenia do zgodności tych czynności z prawem i statutem funduszu. Ustawa nie zobowiązuje więc depozytariusza do bezpośredniej zmiany niektórych decyzji podjętych przez fundusz. Nie może np. wypłacić uczestnikowi, który otrzyma zbyt małą kwotę z tytułu umorzenia jednostek uczestnictwa, dodatkowej kwoty rekompensującej poniesioną przez niego stratę. Powinien natomiast nadzorować w tym zakresie działania funduszu. W praktyce, w umowach z towarzystwem wpiisywany jest następujący sposób postępowania:

- depozytariusz powiadamia fundusz o stwierdzonych nieprawidłowościach,
- fundusz zobowiązuje się niezwłocznie do podjęcia działania w celu dostosowania wykonywania czynności do przepisów prawa,
- fundusz zobowiązuje się do poinformowania depozytariusza o podjętych działaniach.

W przypadku stwierdzenia, że fundusz nie podjął właściwych czynności naprawczych, lub są one niewystarczające, powinien również powiadomić Komisję.

4.3.2.2. Kolejnym zadaniem nadzorczym jest zapewnienie, aby rozliczanie umów dotyczących aktywów funduszu inwestycyjnego następowało bez nieuzasadnionego opóźnienia, a także kontrolowanie terminowości rozliczania umów z uczestnikami funduszu. Mamy tu do czynienia z dwiema kategoriami zadań.

Pierwsza część zadania jest ściśle związana z obowiązkiem pieczy nad aktywami funduszu. Depozytariusz czuwa nad tym, czy zarządzający wykazuje należytą staranność i dbałość o aktywa funduszu, w tym przypadku w celu niedopuszczenia do nieuzasadnionych opóźnień w rozliczaniu umów związanych z inwestowaniem aktywów, niezależnie od powodów takich opóźnień. Przyczyny opóźnień w rozliczaniu umów niekorzystnie wpływających na wartość aktywów funduszu mogą być różne: od zwykłych zaniedbań do działań celowych, przestępczych (patrz

rozdział 7). Ważne jest by w tym zakresie działania zarządzającego poddawane były bieżącej kontroli. Obowiązek ten jest realizowany tak, że na podstawie umowy z funduszem depozytariusz jest zobowiązany do czuwania nad sprawnym i terminowym rozliczaniem transakcji funduszu, w ten sposób, iż na podstawie dyspozycji funduszu (stałej lub jednorazowej) dokonuje płatności za nabywane papiery wartościowe ze środków funduszu oraz dostarcza lub zleca dostarczanie papierów wartościowych funduszu. Ponadto depozytariusz jest zobowiązany do kontroli transakcji dokonywanych przez podmioty świadczące usługi maklerskie lub inne podmioty, za pośrednictwem których fundusz dokonuje transakcji.

Jeśli chodzi o kontrolowanie terminowości rozliczania umów z uczestnikami funduszu, zadanie to pokrywa się częściowo z omówionym wyżej nadzorem nad prawidłowym przebiegiem realizowania zleceń umorzenia jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych. Zakres tego zapisu jest szerszy, może bowiem dotyczyć kwestii związanych z nabywaniem tytułów uczestnictwa, umów związanych z prowadzeniem indywidualnych kont emerytalnych z uczestnictwem w planach systematycznego oszczędzania, w pracowniczych programach emerytalnych i innych umów, których zawarcie jest dopuszczone w statucie funduszu.

4.3.2.3. Obowiązek polegający na zapewnieniu zgodnej z prawem i statutem funduszu wyceny aktywów netto funduszu inwestycyjnego i wartości jednostki uczestnictwa należy uznać za jedno z najważniejszych, sztandarowych zadań depozytariusza.

Obowiązek wyceny wynika bezpośrednio z art. 8 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Zgodnie z tym przepisem fundusz inwestycyjny dokonuje wyceny aktywów funduszu, ustalenia wartości aktywów netto funduszu oraz wartości aktywów netto funduszu przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny, przy czym wartość aktywów netto funduszu ustala się, pomniejszając wartość aktywów funduszu o jego zobowiązania. Ustalenie wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub na certyfikat inwestycyjny następuje poprzez podzielenie wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek uczest-

nictwa (certyfikatów inwestycyjnych) będących w posiadaniu uczestników funduszu w danym dniu wyceny, jest więc wypadkową dwóch czynników: wartości aktywów netto i liczby jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

Najważniejszą regułą w zakresie wyceny aktywów funduszu inwestycyjnego, specyficzną dla tych podmiotów, jest zasada wyceny aktywów funduszu według wartości rynkowej z zachowaniem zasady ostrożnej wyceny. Aktywa, co do których nie można określić ceny rynkowej, wyceniane są według wartości godziwej w rozumieniu ustawy o rachunkowości.

Bieżąca wartość aktywów funduszu, a szczególnie zmiana wartości aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa lub na certyfikat inwestycyjny ma istotne znaczenie dla uczestników funduszu inwestycyjnego. Odzwierciedla ona bowiem jakie są wyniki funduszu, a co za tym idzie, czy uczestnik funduszu zyskuje czy traci na nabytych jednostkach czy certyfikatach.

W przypadku funduszu otwartego wartość aktywów funduszu jest determinantna dla określenia, ile uczestnik otrzyma jednostek uczestnictwa dokonując wpłaty do funduszu oraz jaką kwotę otrzyma w przypadku realizacji zlecenia umorzenia jednostek uczestnictwa (po uwzględnieniu ewentualnych opłat manipulacyjnych).

W odniesieniu do funduszy zamkniętych, wpływ tej wyceny na wartość po jakiej uczestnik zbywa certyfikat inwestycyjny zależy od tego, czy sprzedaż odbędzie się na rynku wtórnym czy poprzez wykupienie certyfikatu przez fundusz. W tym pierwszym przypadku wycena ma pośrednio wpływ na jego cenę rynkową, jest więc również bardzo istotna dla uczestnika. W przypadku, gdy inwestor zbywa certyfikat funduszu, konsekwencje wyceny są analogiczne do tych, jakie obowiązują w przypadku funduszu otwartego.

Ustawa nakazuje, by depozytariusz sprawdzał, czy fundusz dokonał wyceny aktywów funduszu w zgodzie z przepisami prawa oraz zasadami określonymi w statucie funduszu inwestycyjnego, przy czym mówiąc o przepisach prawa należy mieć na uwadze nie tylko cytowane wyżej przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych ale również ustawę

o rachunkowości i ustawę o gospodarce nieruchomościami (wraz z aktem wykonawczym do tej ustawy, tj. rozporządzeniem Rady Ministrów w sprawie szczególnych zasad wyceny nieruchomości oraz zasad i trybu sporządzania operatu szacunkowego). Szczegółowo zasady wyceny aktywów funduszy inwestycyjnych zostały uregulowane w rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych. Ponadto w statucie każdego funduszu inwestycyjnego określona jest częstotliwość oraz metody i zasady wyceny aktywów funduszu, ustalenia wartości aktywów netto funduszu inwestycyjnego oraz wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa.

Oczywiście zapisy statutowe nie mogą pozostawać w sprzeczności z ogólnie obowiązującymi przepisami prawa. Stanowią one zwykle powtórzenie lub uszczegółowienie regulacji prawnych. Wycena nie wszystkich rodzajów aktywów może być szczegółowo określona w regulacjach prawnych. Również statut funduszu nie zawsze przewiduje metody wyceny określonych aktywów funduszu. W takim przypadku, zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, fundusz wycenia aktywa (oraz ustala zobowiązania) według metody uzgodnionej z depozytariuszem. Widzimy więc, że przepisy prawa przewidują aktywną rolę depozytariusza nie tylko na etapie następczej kontroli działań funduszu lecz w szczególnych przypadkach również na etapie określania zasad wyceny aktywów.

Jeśli chodzi o bieżące zasady kontroli wyceny aktywów, określone są one również w umowie depozytariusza z funduszem. W umowie tej depozytariusz zobowiązuje się do podjęcia określonych czynności technicznych w celu prawidłowej realizacji swoich zadań, w tym np. do prowadzenia dokumentacji księgowej dotyczącej funduszu w zakresie niezbędnym do ustalenia wartości aktywów, aktywów netto i aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny. Depozytariusz jest zobowiązany do ustalania w każdym dniu wyceny danego funduszu stanu składników aktywów funduszu. Z drugiej strony depozytariusz gwarantuje sobie w umowie dostarczenie przez fun-

dusz określonego zakresu informacji i danych np. danych dotyczących liczby jednostek uczestnictwa w danym dniu wyceny.

Po dokonaniu przez fundusz i depozytariusza wyceny aktywów funduszu, podmioty te powinny porównać otrzymane wyniki. Jest sprawą niezwykle istotną, by dokonanie wyceny nastąpiło w pełni niezależnie, zaś konfrontacja wyników miała miejsce dopiero po dokonaniu tych czynności przez oba zainteresowane i zobowiązane podmioty. Procedury wewnętrzne w tych podmiotach powinny zapewnić taką niezależność i zobowiązać również swoich pracowników do takiego działania. Istnieje bowiem niebezpieczeństwo, że np. w celu ułatwienia sobie pracy pracownicy towarzystwa i depozytariusza będą działać w porozumieniu, co prowadziłyby do sytuacji, że funkcja kontrolna depozytariusza byłaby iluzoryczna.

W przypadku stwierdzenia rozbieżności w ustalonej wartości aktywów funduszu przez fundusz i depozytariusza, depozytariusz jest zobowiązany poinformować o tym fakcie fundusz inwestycyjny. Następnie oba zainteresowane podmioty powinny ustalić przyczynę rozbieżności. Przyczyną taką może być np. błąd pracownika lub też błędna metoda wyceny przyjęta przez któryś z tych podmiotów.

Ustawa zobowiązuje depozytariusza do doprowadzenia działań funduszu do zgodności z prawem i statutem. W celu realizacji tego zobowiązania depozytariusz i fundusz w umowie standardowo zobowiązują się do wspólnego uzgodnienia rozbieżności i ustalenia prawidłowej wartości aktywów funduszu oraz do podjęcia działań mających na celu ustalenie wartości aktywów w sposób zgodny z prawem i statutem.

Końcowym efektem działań funduszu i czynności nadzorczych dokonywanych przez depozytariusza powinna być prawidłowa realizacja jednej z podstaw funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, jaką jest wycena aktywów funduszu inwestycyjnego.

4.3.2.4. Depozytariusz zobowiązany jest zapewnić, żeby dochody funduszu inwestycyjnego były wykorzystywane w sposób zgodny z prawem i ze statutem funduszu. Co oznacza to zobowiązanie? Zgodnie z art. 21 ustawy o funduszach inwestycyjnych dochodami funduszu

są przychody z lokat netto funduszu lub zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat.

Ocena zakresu obowiązków depozytariusza w tym zakresie jest niejednoznaczna, i przy ich ustaleniu, należy mieć na uwadze to, by nie wkraczały one w kompetencje towarzystwa. Depozytariusz nie ma więc uprawnień do ustalania celów, na jakie dochody funduszu powinny być przeznaczone. Żeby ustalić zakres obowiązków depozytariusza trzeba określić na jakie cele fundusz może przeznaczać swoje dochody. Mogą one być następujące:

- 1) Przede wszystkim dochody funduszu mogą być inwestowane przez fundusz, a więc przeznaczone na nabycie przez fundusz nowych aktywów bądź też, w przypadku funduszu zamkniętego, również na udzielanie pożyczek (fundusze otwarte nie mogą udzielać pożyczek środków pieniężnych);
- 2) Dochody funduszu mogą być przeznaczone na powiększenie puli środków pieniężnych przeznaczonych na wypłaty dla uczestników w związku z umarzeniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych;
- 3) Dochody funduszu mogą być przeznaczone na wypłaty dla uczestników funduszu w formie tzw. „dywidendy”, lub jako element przychodów ze zbycia lokat funduszu aktywów niepublicznych.

Ad. 1)

W zakresie nadzoru nad działalnością inwestycyjną, należy powtórzyć tezę, że nadzór ten nie może ingerować zbyt głęboko, bowiem nie może zastępować zadań towarzystwa funduszy inwestycyjnych w zakresie działalności inwestycyjnej.

Biorąc pod uwagę zakres nadzoru (zgodność z prawem i statutem) można przyjąć, że depozytariusz powinien kontrolować, czy inwestycje funduszu dokonywane są w lokaty dopuszczone dla danego rodzaju funduszu, przepisami prawa oraz czy przewidziane zostały w statucie funduszu a także czy przestrzegane są limity inwestycyjne. Depozytariusz powinien również kontrolować prawidłowość udzielania przez fundusz ewentualnych pożyczek środków pieniężnych, biorąc pod uwagę ustawowe ograniczenia w tym względzie i ewentualne warunki nało-

żone statutem funduszu. Dyskusyjna jest natomiast dalej idąca ingerencja, np. ocenianie poszczególnych lokat pod kątem realizacji celu inwestycyjnego funduszu.

Ponadto należy mieć na względzie, że przedmiotem inwestycji funduszu są nie tylko dochody funduszu (powstałe jako zysk ze zbycia lokat funduszu lub przychody z lokat netto funduszu), ale również środki z wpłat do funduszu dokonywanych przez uczestników, których dysponowanie powinno również odpowiadać standardom właściwym dla dochodów funduszu.

Ad. 2)

Głównym przedmiotem działalności funduszu inwestycyjnego jest lokowanie środków funduszu, zgodnie z polityką inwestycyjną określoną w statucie funduszu. Oznacza to, że fundusz nie powinien przetrzymywać zbyt dużej ilości aktywów w postaci niezainwestowanej, tj. w formie środków pieniężnych (chyba, że statut funduszu przewiduje lokowanie w waluty). Z drugiej strony, z zasady otwartości funduszu inwestycyjnego otwartego wynika, że fundusz ten jest zobowiązany do odkupywania jednostek uczestnictwa na każde żądanie uczestnika z częstotliwością nie mniejsza niż 7 dni. Aby móc zrealizować to zobowiązanie fundusz musi posiadać odpowiedni poziom środków płynnych, w tym w postaci środków pieniężnych. W pewnym zakresie dotyczy to również specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, choć w tym przypadku statut funduszu może wprowadzać ograniczenia w zakresie żądania od funduszu odkupienia jednostek uczestnictwa. Również fundusz inwestycyjny zamknięty, w związku z wykupywaniem certyfikatów inwestycyjnych od uczestników (jeżeli statut przewiduje takie uprawnienie uczestników), musi posiadać na ten cel odpowiednią ilość środków pieniężnych.

Oceniając więc sposób dysponowania przez fundusz swoimi dochodami depozytariusz powinien mieć na uwadze z jednej strony realizowanie przez fundusz polityki inwestycyjnej i dbałość o aktywa funduszu, które powinny „pracować” na rzecz uczestników zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną, zaś z drugiej strony rodzaj funduszu i po-

trzeby związane z realizowaniem przez fundusz płatności na rzecz uczestników umarzających jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne.

Ad 3)

Ustawa o funduszach inwestycyjnych dopuszcza możliwość wypłacania uczestnikom funduszu dochodów (tzw. „dywidendy”) nawet bez konieczności odkupywania jednostek uczestnictwa lub wykupywania certyfikatów inwestycyjnych. Ustawa nie wprowadza szczegółowych zasad określania sposobu wypłacania dochodów oraz zasad na jakich dochody te mogą być wypłacane. Zasady wypłacania dochodów powinny jednak zostać określone w statucie funduszu.

Statut funduszu inwestycyjnego aktywów niepublicznych może przewidywać wypłacanie na rzecz uczestników funduszu przychodów ze zbycia lokat funduszu, pomniejszonych o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbytymi lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu. W takim przypadku statut powinien określać m.in. warunki i tryb dokonywania takich wypłat na rzecz uczestników. Zadaniem depozytariusza jest nadzorowanie przestrzegania przez funduszu reguł, przede wszystkim określonych w statucie przy dokonywaniu wypłat zarówno dochodów w postaci „dywidendy” jak też jako elementu wypłaty przychodu.

Podsumowując kwestie związane z nadzorem depozytariusza nad działalnością towarzystwa funduszy inwestycyjnych w zakresie pieczy nad prawidłowym dysponowaniem przez fundusz aktywami, należy podkreślić, że są to zadania niezwykle istotne z punktu widzenia ochrony praw, przede wszystkim praw majątkowych, uczestników funduszy inwestycyjnych.

Realizując swoje zadania nadzorcze oraz we wszelkich relacjach z towarzystwem i z innymi podmiotami zaangażowanymi w proces dysponowania aktywami funduszu inwestycyjnego, depozytariusz powinien mieć na celu realizację nadrzędnego, ustawowego obowiązku działania

w interesie uczestników funduszu. Wszelkie więc pojawiające się wątpliwości co do sposobu postępowania i zachowania powinny być interpretowane z uwzględnieniem tego celu.

4.4. Obowiązki depozytariusza w sytuacjach szczególnych

Depozytariusz pełni również istotną rolę w szczególnych sytuacjach w „życiu” funduszu inwestycyjnego, a mianowicie:

- w sytuacji, gdy Komisja cofnęła towarzystwu funduszy inwestycyjnych zezwolenie na działalność lub w sytuacji, gdy zezwolenie takie wygasło z mocy prawa,
- w sytuacji likwidacji funduszu.

4.4.1. Od dnia wydania decyzji o cofnięciu zezwolenia na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub od dnia wygaśnięcia takiego zezwolenia z mocy prawa fundusz inwestycyjny jest reprezentowany przez depozytariusza.

Przesłanki cofnięcia towarzystwu zezwolenia przez Komisję zostaną omówione w rozdziale 8 poświęconym roli Komisji w procesie ochrony praw inwestorów. Wygaśnięcie zezwolenia następuje z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji towarzystwa, albo gdy towarzystwo przez 6 miesięcy od dnia wydania zezwolenia nie wykonuje działalności. Pomijając trzecią z powyższych przesłanek wygaśnięcia zezwolenia, jako w sposób oczywisty nie mającej tu zastosowania, wystąpienie którejś z dwóch pozostałych przesłanek oznacza, że dotychczasowy organ funduszu i jednocześnie podmiot zarządzający funduszem traci możliwość realizowania swoich dotychczasowych uprawnień, zaś depozytariusz przejmuje jego (choć nie wszystkie) kompetencje. Wyznaczenie depozytariusza do pełnienia funkcji „zastępczego organu” funduszu inwestycyjnego jest naturalną konsekwencją roli depozytariusza w okresie funkcjonowania funduszu. Podmiot ten bowiem nadzorując działalność funduszu jest przygotowany zarówno organizacyjnie jak i merytorycznie do przejęcia – przynajmniej na pewien okres – tej funkcji.

Oczywiście nie jest to sytuacja w pełni prawidłowa, bowiem depozytariusz skupia wtedy kompetencje zarówno dotyczące zarządzania i reprezentowania funduszu jak i nadzorowania działalności w tym zakresie (a więc nadzoruje samego siebie). Stąd też ustawodawca przewidział dwa ograniczenia:

- 1) Stan taki nie może trwać dłużej niż 3 miesiące. Jeżeli w terminie 3 miesięcy od dnia wydania decyzji o cofnięciu zezwolenia lub od dnia wygaśnięcia zezwolenia inne towarzystwo nie przejmie zarządzania funduszem inwestycyjnym, fundusz inwestycyjny ulega rozwiązaniu;
- 2) W okresie reprezentowania funduszu przez depozytariusza, fundusz nie może zbywać nowych jednostek uczestnictwa ani emitować certyfikatów inwestycyjnych.

4.4.2. Rola depozytariusza w procesie likwidacji funduszu

Rozwiązanie funduszu inwestycyjnego następuje po przeprowadzeniu jego likwidacji. Likwidację funduszu przeprowadza likwidator, którym jest depozytariusz chyba, że Komisja wyznaczy innego likwidatora. Ustawa przewiduje też, że likwidatorem funduszu utworzonego na czas określony może być towarzystwo zarządzające tym funduszem, pod warunkiem, że statut funduszu będzie wskazywał towarzystwo jako likwidatora funduszu, w dniu złożenia wniosku o utworzenie funduszu inwestycyjnego. Jednakże co do zasady likwidatorem funduszu będzie przeważnie depozytariusz. Wskazanie depozytariusza jako likwidatora funduszy wynika z przesłanek analogicznych do tych jakie legły u podstaw wskazania depozytariusza jako podmiotu przejmującego zarządzanie funduszem inwestycyjnym wskutek cofnięcia lub wygaśnięcia zezwolenia na zarządzanie przez towarzystwo, które było organem funduszu.

Należy przyjąć, że Komisja skorzystałaby ze swoich uprawnień dotyczących wskazania innego niż depozytariusz likwidatora np. w sytuacji, gdy przesłanką likwidacji funduszu byłoby zaprzestanie wykonywania przez depozytariusza swoich obowiązków lub gdyby inne okoliczności wskazywały na to, że w interesie uczestników leży wskazanie innego podmiotu.

4.5. Realizacja obowiązku działania depozytariusza w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego

Jak wcześniej była o tym mowa, depozytariusz jest ustawowo zobowiązany do działania w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego i realizowania tego obowiązku niezależnie od towarzystwa zarządzającego funduszem. Już samo usytuowanie depozytariusza, jako podmiotu mającego nadzorować pracę towarzystwa jest podporządkowane temu celowi. Służą mu również omówione wyżej szczegółowe zadania nadzorcze, a w szczególności zadania w zakresie sprawowania pieczy nad aktywami funduszu.

Ustawa nakłada jednak na depozytariusza dodatkowe obowiązki i wyposaża go w dodatkowe kompetencje, które powstają w sytuacji stwierdzenia przez depozytariusza, że towarzystwo nieprawidłowo realizuje swoje zadania. Oczywiście zakres obowiązków depozytariusza zależy od rodzaju nieprawidłowości i ich skutków. Są to mianowicie:

- obowiązek zawiadomienia Komisji, że fundusz działa z naruszeniem prawa lub nienależycie uwzględnia interes uczestników funduszu,
- obowiązek występowania, w imieniu uczestników, z powództwem cywilnym przeciwko towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonywaniem obowiązków w zakresie zarządzania funduszem lub jego reprezentacji.

4.5.1. Na wstępie niniejszego rozdziału stwierdzono, że bezpieczeństwo aktywów funduszu inwestycyjnego i ochrona praw uczestników opiera się na kilku filarach, do których m.in. należy ustanowienie instytucji depozytariusza oraz poddanie działalności funduszy inwestycyjnych nadzorowi organu państwowego, jakim jest Komisja. By uprawnienia nadzorcze Komisji mogły być realizowane prawidłowo, niezbędna jest współpraca w tym zakresie z depozytariuszem. Komisja posiada wprawdzie również samodzielne instrumenty pozwalające na identyfikowanie nieprawidłowości i zagrożeń w działalności funduszu, lecz równie istotne są sygnały, które przekazuje depozytariusza. Należy bowiem zauważyć, że tylko Komisja, jako organ administracji państwowej dysponuje in-

strumentami pozwalającymi na podjęcie działań restrykcyjnych, takich jak możliwość nałożenia kary pieniężnej czy też cofnięcie zezwolenia.

4.5.2. Ustawa nakłada na depozytariusza obowiązek wystąpienia w określonych przypadkach, w imieniu uczestników funduszu inwestycyjnego z powództwem przeciwko towarzystwu. Podstawą pozwania towarzystwa przez depozytariusza byłoby wystąpienie szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji.

Przyznanie takiej kompetencji depozytariuszowi nie wyłącza uprawnień każdego uczestnika (bądź przewodniczącego Komisji), do samodzielnego pozywania towarzystwa, lecz jest istotnym uzupełnieniem systemu ochrony praw uczestników funduszy. Istotne znaczenie rozwiązanie to ma szczególnie dla inwestorów nie będących tzw. inwestorami instytucjonalnymi. Mniejsi inwestorzy mają zwykle również znacznie mniejsze możliwości skutecznego prowadzenia sporu z towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest bowiem profesjonalnym podmiotem, który jest dużo lepiej przygotowany merytorycznie do obrony swoich interesów. Ma również dużo większe możliwości korzystania z profesjonalnej pomocy prawnej w ewentualnym procesie cywilnym z uczestnikiem. Szanse obu stron w takim sporze nie są więc do końca równe. Zadaniem depozytariusza jest zmiana tej sytuacji. Depozytariusz to przecież podmiot o co najmniej podobnych możliwościach merytorycznych i organizacyjnych.

Tak więc depozytariusz realizując swoją doniosłą rolę w zakresie ochrony aktywów funduszu i praw uczestników dysponuje następującymi instrumentami:

- realizowane samodzielnie ustawowe uprawnienia nadzorcze w zakresie przyznanym przez ustawodawcę i szczegółowo określone, w umowie (wraz z zawartymi w umowie gwarancjami ich realizacji),
- powiadomienie Komisji o nieprawidłowościach w działalności towarzystwa, nawet jeżeli nieprawidłowości te nie wyrządziły uczestnikom funduszy szkody,

- wystąpienie z powództwem przeciwko towarzystwu, w przypadku, gdy nieprawidłowe działanie towarzystwa jako organu funduszu wyrządziło uczestnikom lub uczestnikowi szkodę.

Należy z pewnym żalem skonstatować, że ta ostatnia możliwość nie jest właściwie wykorzystywana przede wszystkim przez uczestników funduszy, którzy zbyt rzadko informują depozytariuszy o swoich zastrzeżeniach do określonych działań towarzystwa, w tym takich, które mogły wyrządzić uczestnikowi szkodę. Należy więc zachęcić zarówno uczestników, którzy powinni domagać się od depozytariusza chociażby rozważenia zasadności jej zastosowania, jak i od samych depozytariuszy, do szerszego stosowania tej drogi dochodzenia praw uczestników.

5. Wyłączenie aktywów funduszu z egzekucji, z masy upadłości lub postępowania naprawczego

Ustawa wprowadza jeszcze jedną bardzo istotną z punktu widzenia uczestników funduszu regulację. Jest nią mianowicie wyłączenie przechowywanych przez depozytariusza aktywów funduszu inwestycyjnego z egzekucji kierowanej przeciwko depozytariuszowi lub subdepozytariuszowi, wyłączenie z masy upadłości depozytariusza lub subdepozytariusza a także nie mogą być objęte postępowaniem naprawczym.

Zasady te dotyczą też wpłat dokonywanych na rachunek towarzystwa u depozytariusza w związku z tworzeniem funduszu.

6. Odpowiedzialność depozytariusza

6.1. Odpowiedzialność cywilnoprawna

W rozdziale poprzednim zostały omówione przesłanki i zasady odpowiedzialności towarzystwa za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązku w zakresie zarządzania funduszem i jego reprezentacji.

Również depozytariusz może podlegać odpowiedzialności cywilnej w przypadku niewłaściwego realizowania swoich obowiązków. Oczywiście

ście nie oznacza to, że taka odpowiedzialność związana jest z każdą nieprawidłowością w działaniu depozytariusza.

Depozytariusz odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków. Ustawa przewiduje, że odpowiedzialność dotyczy obowiązków w zakresie prowadzenia rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, obowiązków nadzorczych oraz obowiązku występowania z powództwem przeciwko towarzystwu.

Przesłanki skutecznego wystąpienia z powództwem o odszkodowanie przeciwko depozytariuszowi są następujące (muszą wystąpić łącznie):

- wystąpienie szkody,
- niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków przez depozytariusza,
- związek przyczynowy pomiędzy niewłaściwym zachowaniem depozytariusza i poniesioną przez uczestnika lub uczestników szkodą.

Należy podkreślić, że ustawodawca w sposób szczególny określił zasady odpowiedzialności depozytariusza, w przypadku, gdy jest nim podmiot należący do tej samej grupy kapitałowej, co towarzystwo zarządzające danym funduszem. Jak już wiemy, depozytariusz jest zobowiązany działać w najlepszym interesie uczestników i niezależnie od towarzystwa. W przypadku, gdy jest częścią tej samej grupy kapitałowej (np. podmiotem dominującym, wobec akcjonariusza towarzystwa), sytuacja ta może stwarzać podejrzenie, że depozytariusz nie dość starannie będzie wywiązywał się przede wszystkim ze swoich obowiązków nadzorczych, a co za tym idzie nie będzie właściwie dbał o interes uczestników. By temu przeciwdziałać, ustawa wprowadziła regulacje wzmacniające pozycję uczestnika. Jeżeli bowiem uczestnicy funduszu ponieśli szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków towarzystwa w zakresie zarządzania funduszem lub jego reprezentacji, domniemywa się, że depozytariusz, będący podmiotem z grupy kapitałowej towarzystwa, świadomie zaniechał wykonywania swoich obowiązków wynikających z ustawy oraz umowy o prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego. Takie domniemanie stawia poszkodowanych uczestników funduszu w znacznie lepszej sytuacji procesowej. Oznacza to bowiem, że uczestnik nie musi udowadniać

w ewentualnym procesie, że depozytariusz nie wykonał swoich obowiązków lub że wykonał je nienależycie. To depozytariusz musi bowiem wykazać, że tak nie było. Ciężar dowodu został przeniesiony na depozytariusza, on musi obalić domniemanie, że świadomie zaniechał swoich obowiązków ustawowych lub umownych. Zmusza go to do szczególnej staranności w działaniu i do dokumentowania tej staranności działania.

Ustawa ponadto wyklucza możliwość wyłączenia odpowiedzialności depozytariusza lub jej ograniczenia:

- w umowie o prowadzeniu rejestru aktywów funduszu,
- z powodu zawarcia przez depozytariusza na rzecz funduszu umowy o przechowywanie części lub całości aktywów z innym podmiotem (subdepozytariuszem).

Przepis ma za zadanie zabezpieczenie uczestników przed próbą przerwania przez depozytariusza odpowiedzialności za pomocą czynności cywilnoprawnej (umowy) na inny podmiot. Podobnie jak w przypadku towarzystwa, które nie może się zasłaniać brakiem odpowiedzialności w związku z przekazaniem niektórych swoich obowiązków do realizacji innym podmiotom, depozytariusz nie może w ten sposób zwolnić się z odpowiedzialności wobec uczestników funduszu.

Analizując przedmiot odpowiedzialności cywilnej depozytariusza można zauważyć, że odpowiedzialność ta dotyczyć będzie przede wszystkim obowiązków związanych z prowadzeniem rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego, jako że są to obowiązki samoistne depozytariusza, których niewłaściwe wykonywanie może bezpośrednio spowodować powstanie szkody. Natomiast w przypadku niewłaściwej realizacji uprawnień nadzorczych, odpowiedzialność ta będzie w pewnym sensie odpowiedzialnością wtórną w stosunku do tej jaką ponosi towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Ewentualna szkoda będzie bowiem raczej wynikała z nieprawidłowego działania towarzystwa, choć nie można wykluczyć, że częściowo będzie obciążać również depozytariusza.

I wreszcie należy wspomnieć o tym, że podobnie jak w przypadku powództwa wobec towarzystwa, powództwo przeciwko depozytariuszowi może wytoczyć lub do takiego powództwa może się przyłączyć również przewodniczący Komisji, któremu przysługują uprawnienia proku-

ratora w sprawach cywilnych z zakresu tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych, wynikające z właściwych przepisów Kodeksu postępowania cywilnego.

6.2. Odpowiedzialność administracyjna

Kwestie odpowiedzialności administracyjnej podmiotów nadzorowanych przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd będą szerzej omawiane w rozdziale 8. W tym miejscu wypada jednak zasygnalizować, że depozytariusz, podobnie jak towarzystwo funduszy inwestycyjnych, odpowiedzialności tej również podlega. Podstawą tej odpowiedzialności jest naruszenie przez ten podmiot przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych (w tym niewypełnianie określonych w ustawie obowiązków informacyjnych wobec Komisji) lub niewypełnianie obowiązków określonych w umowie o prowadzeniu rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego.

Rozdział 7

Niektóre przykłady działań na szkodę uczestników funduszy inwestycyjnych. Rola nadzoru wewnętrznego

Z działalnością funduszy inwestycyjnych mogą wiązać się różnego rodzaju nieprawidłowości. Skala i kwalifikacja tych nieprawidłowości może być bardzo różna. Biorąc pod uwagę ich wpływ na możliwość wystąpienia szkody podzieliłbym je na następujące kategorie:

- 1) różnego rodzaju oszustwa,
- 2) złe zarządzanie operacjami funduszu,
- 3) uchybienia formalne w działalności funduszy inwestycyjnych.

1. Niektóre rodzaje oszustw jakie mogą wystąpić w związku z działalnością funduszy inwestycyjnych

Omawiając temat oszustw na rynku funduszy inwestycyjnych, chciałbym na wstępie zastrzec, że podawane tu, najbardziej rażące nieprawidłowości, czy przestępstwa nie zostały dotychczas stwierdzone w działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce. Są jest opisem doświadczeń w funkcjonowaniu analogicznych instytucji wspólnego inwestowania na rozwiniętych rynkach kapitałowych⁴⁴. Choć z pewnymi nieprawidłowościami np. w zakresie prezentowania wyników inwestycyjnych, mieliśmy również do czynienia w Polsce. Należy się jednak liczyć z tym, że

⁴⁴ Gene A. Gohlke. „Oversights of mutual fund business and investment activities”.

wraz z rozwojem polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, również naszym kraju mogą wystąpić takie zjawiska.

Podstawowe rodzaje oszustw związanych z rynkiem funduszy inwestycyjnych są następujące:

- 1) wprowadzanie w błąd uczestników poprzez błędne prezentowanie danych,
- 2) transakcje pomiędzy funduszem i osobami powiązаныmi,
- 3) wykorzystywanie pozycji lub wiedzy o działalności funduszu przez osoby dobrze poinformowane dla własnej korzyści,
- 4) kradzież aktywów funduszu.

1.1. Wprowadzanie w błąd uczestników poprzez błędne prezentowanie danych

może być realizowane poprzez:

- 1) błędne prezentowanie celów inwestycyjnych funduszu,
- 2) błędną prezentację ryzyka inwestycyjnego,
- 3) błędne lub nieprawidłowe prezentowanie poprzednich wyników inwestycji w fundusz lub prognoz dotyczących zysków funduszu inwestycyjnego.

Oszustwa te mają na celu zachęcenie inwestorów do przystąpienia do funduszu (nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych), w tym również tych inwestorów, którzy, gdyby dokładnie znali faktyczny cel inwestycyjny, prawdziwy poziom ryzyka funduszu lub wyniki osiągane przez fundusz w przeszłości, do funduszu tego by nie przystąpili.

Wprowadzenie w błąd może być dokonane poprzez:

- podanie informacji fałszywej,
- podanie informacji prawdziwej, ale w taki sposób, że uczestnik może odnieść mylne wrażenie, że inwestycja w dany fundusz jest korzystniejsza lub bezpieczniejsza, niż jest w rzeczywistości.

Źródłem informacji zawierających błędne dane mogą być:

- dokumenty funduszu (statut, prospekt emisyjny lub prospekt informacyjny),
- publikacje lub inne informacje (w tym reklamowe).

Jeśli chodzi o cel inwestycyjny i ryzyko inwestycyjne, oszustwo może przejawiać się bądź poprzez nieprecyzyjny lub nieczytelny ich zapis, bądź też pomimo precyzyjnych zapisów, nie realizowanie ich w praktyce.

Nieczytelność zapisów może czasem polegać również na zapisaniu najistotniejszych czynników ryzyka językiem zbyt technicznym, fachowym, który jest niezrozumiały dla inwestorów. Należy mieć na względzie fakt, że fundusze inwestycyjne, przede wszystkim fundusze zamknięte i specjalistyczne fundusze zamknięte, inwestują często w bardzo wyrafinowane i niezrozumiałe dla osób nie będących profesjonalistami instrumenty finansowe. W takim przypadku nie wystarczy poinformowanie wyłącznie o tym, że ryzyko związane jest z lokowaniem w dany instrument, ale również należy w przystępny sposób opisać jakie wiążą się z tym możliwe niebezpieczeństwa dla uczestników funduszu.

Takie też zalecenia wynikają z dyrektywy Unii Europejskiej regulującej zasady działania instytucji wspólnego inwestowania (tzw. dyrektywa UCITS), która wymaga by informacje zawarte w prospekcie informacyjnym i w skrócie prospektu, dotyczące ryzyka związanego z inwestycją niezależnie od instrumentów, w które ma być dokonana inwestycja, zawierały „wyraźne i łatwe do zrozumienia wyjaśnienia profilu ryzyka funduszu”⁴⁵.

W obronie uczestników funduszy przed takimi praktykami stoją również krajowe regulacje prawne. Przede wszystkim uczestnicy są chronieni przez fakt, że dokumenty ofertowe i statut funduszu inwestycyjnego podlegają ocenie Komisji. Ponadto ustawa zawiera przepisy karne, które mogą mieć zastosowanie w przypadku nieuczciwych zapisów w prospekcie informacyjnym

Zgodnie z ustawą, odpowiedzialności karnej podlega ten, kto będąc odpowiedzialny za informacje zawarte w prospekcie informacyjnym,

⁴⁵ Dyrektywa UCITS, art. 28 ust. 1. Jest to dyrektywa Rady Nr 85/611/EWG o koordynacji ustaw, aktów normatywnych niższego rzędu i przepisów administracyjnych dotyczących podmiotów zbiorowych inwestycji w zbywalne papiery wartościowe, zmieniona dyrektywą Nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. oraz dyrektywą Nr 2001/108/ EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r.

skrótce prospektu lub w warunkach emisji, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane wpływające w istotny sposób na treść tych informacji. Sankcją za tego rodzaju działanie jest grzywna do 5 mln zł lub kara pozbawienia wolności do lat 3. Odpowiednie regulacje w tym zakresie zawiera również ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w odniesieniu do prospektów emisyjnych (przy czym zagrożenie karą pozbawienia wolności jest wyższe i wynosi od 6 miesięcy do 5 lat).

Jeśli chodzi o prezentowanie wyników finansowych funduszu w poprzednich okresach to możemy w tym przypadku mieć do czynienia bądź z podawaniem wprost nieprawdy, bądź też same informacje będą prawdziwe, lecz ze względu na nieprawidłowy sposób ich podania mogą wywołać błędne wyobrażenie u inwestora, że wyniki te są korzystniejsze, niż były w rzeczywistości. Przykładem takim może być np. wybiórcze pokazywanie wyników funduszu z okresów, gdy fundusz uzyskiwał bardzo dobre wyniki finansowe, pomijając dane o okresach gorszych wyników.

Błędne dane o funduszu może zawierać również informacja o charakterze reklamowym. Ustawa zobowiązuje towarzystwo funduszy inwestycyjnych do tego, by informacje o funduszu inwestycyjnym, w tym informacje reklamowe rzetelnie przedstawiały sytuację finansową funduszu oraz ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu. Ponadto reklama w zakresie dotyczącym nabywania jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych musi informować o istnieniu prospektów funduszu lub warunków emisji (a więc dokumentów, które szerzej informują o kwestiach polityki inwestycyjnej oraz o ryzyku inwestycyjnym) oraz wskazywać miejsce, gdzie dokumenty te są publicznie dostępne.

Komisja, która sprawuje nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji na rynku kapitałowym, w tym nad rynkiem funduszy inwestycyjnych, mając na uwadze ochronę interesów inwestorów oraz dążąc do rzetelnego przedstawiania informacji w reklamach dotyczących funduszy inwestycyjnych, sytuacji finansowej tych funduszy oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w fundusze, wydała

uchwałą regulującą zasady sporządzania i przedstawiania informacji reklamowych dotyczących funduszy inwestycyjnych⁴⁶.

Treść uchwały wynika z analizy nieprawidłowości zidentyfikowanych w publikacjach reklamowych. Uchwała określa ogólne zasady, jakie obowiązują przy sporządzaniu informacji reklamowej oraz szereg kwestii bardziej szczegółowych, a mianowicie: zasady dotyczące przedstawiania informacji finansowych dotyczących funduszu inwestycyjnego, zasady dotyczące przedstawiania prognoz zysków funduszu inwestycyjnego, zasady dotyczące przedstawiania informacji dotyczących funduszu inwestycyjnego w reklamie porównawczej oraz zasady dotyczące sposobu przedstawiania informacji w reklamie dotyczącej funduszu inwestycyjnego.

W części ogólnej uchwała zawiera postanowienia, które zakazują wprowadzania w błąd uczestników funduszy w sposób, który może wpłynąć na podejmowanie przez nich decyzji nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Tak więc reklama dotycząca funduszu inwestycyjnego nie może być sprzeczna z przepisami prawa i dobrymi obyczajami oraz nie może zawierać nieprawdziwych informacji. Ponadto informacje dotyczące funduszy inwestycyjnych nie mogą być prezentowane z pominięciem istotnych danych w taki sposób aby wywołać wrażenie, że sytuacja funduszu inwestycyjnego, ryzyko inwestycji oraz prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku przez inwestorów są korzystniejsze, niż gdyby były oceniane na podstawie tych danych. By uczestnik mógł zapoznać się z pełnymi danymi o ofercie funduszu każda reklama odnosząca się do nabywania jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych musi wskazywać na istnienie odpowiedniego prospektu informacyjnego, prospektu emisyjnego albo warunków emisji oraz wskazywać miejsce, w którym dany dokument jest dostępny. Reklama powinna też zawierać zastrzeżenie, że szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w prospekcie informacyjnym, prospekcie emisyjnym albo w warunkach emisji.

⁴⁶ Uchwała Nr 672 KPWiG z dnia 1 października 2002 r. w sprawie sporządzania i przedstawiania informacji reklamowych dotyczących funduszy inwestycyjnych (Dz.Urz.KPWiG Nr 13, poz. 66)

Odnośnie zasad przedstawiania w reklamie informacji finansowych dotyczących funduszu inwestycyjnego, jest sprawą niezwykle istotną, by informacje finansowe były najbardziej aktualne. Informacje takie powinny być też wiarygodne, stąd też powinny pochodzić ze sprawozdań finansowych zbadanych przez biegłego rewidenta albo być oparte na ogłoszanych przez fundusz inwestycyjny wartościach aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny albo cenach zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa. Reklama powinna też określać, jakiego okresu dotyczą przedstawiane w niej informacje finansowe, przy czym dla funduszu inwestycyjnego działającego dłużej niż 6 miesięcy, okres ten nie może być krótszy niż ostatnie 6 miesięcy. Reklama co do zasady nie powinna przedstawiać osiągniętych wyników finansowych funduszu inwestycyjnego przeliczonych na wyniki przyszłe. Powinna również zawierać zastrzeżenie, że przedstawiane informacje finansowe nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości,

Kolejny rozdział uchwały zawiera zasady przedstawiania prognoz zysków funduszu inwestycyjnego. Uchwała nie zakazuje prognozowania wyników finansowych funduszu lub sugerowania osiągnięcia zysku na określonym poziomie, lecz wprowadza wymóg, by w takim przypadku, reklama zawierała co najmniej prognozowane wyniki, okres, którego prognoza dotyczy oraz podstawy i istotne założenia tej prognozy, a także zastrzeżenie, że są to prognozy własne towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Odnośnie reklamy porównawczej, uchwała również zawiera wymogi takie, które powodują, że reklama w tym zakresie ma być reklama uczciwą. Należy więc porównywać wyłącznie fundusze inwestycyjne o podobnej polityce inwestycyjnej, w szczególności lokujące w te same rodzaje papierów wartościowych i praw majątkowych przy uwzględnieniu tych samych lub podobnych technik i zachowań oraz stosujące zbliżone zasady dywersyfikacji lokat. Powinny być porównywane charakterystyczne, sprawdzalne i typowe cechy funduszy inwestycyjnych lub towarzystw funduszy inwestycyjnych, zaś w przypadku porównywania informacji finansowych funduszy inwestycyjnych, porównywać trzeba te same informacje za taki sam okres.

Istotne z punktu widzenia prawidłowego odbioru treści reklamy są również kwestie techniczne związane z jej przedstawianiem. Mogą one również mieć wpływ na to, czy ich odbiorca otrzyma wszystkie informacje niezbędne do podjęcia prawidłowej decyzji inwestycyjnej. Dlatego uchwała wymaga, by napisy w reklamach dotyczących funduszu inwestycyjnego były czytelne i wyraźne. Uchwała zaleca, aby cała treść reklamy dotyczącej funduszu inwestycyjnego, wraz z wszelkimi zastrzeżeniami i wyjaśnieniami, była przedstawiana w sposób umożliwiający odbiorcy tej reklamy swobodne zapoznanie się z nią. Nie jest więc dopuszczalna sytuacja, że reklama zawiera wprawdzie wymagane zastrzeżenia, lecz np. użycie małej czcionki (w przypadku reklamy umieszczonej na wysoko zainstalowanym *bilboardzie*) lub krótki czas przez jaki zastrzeżenie jest emitowane (w reklamie telewizyjnej), uniemożliwia zapoznanie się z tym zastrzeżeniem. Ponadto reklama dotycząca funduszu inwestycyjnego zachęcająca do nabywania jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych nie może sprawiać wrażenia neutralnej informacji.

Omówiona powyżej uchwała nie stanowi przepisu prawa lecz jest jedynie wyrazem opinii Komisji w kwestii stosowania właściwych standardów sporządzania i przedstawiania informacji reklamowych dotyczących funduszy inwestycyjnych. Ze względu jednak na publiczny charakter uchwały pozwala towarzystwom zapoznać się z tym, jakie zachowania będą przez Komisję kwestionowane i dzięki temu unikać takiego postępowania. Stanowi ona również dla inwestorów wskazówkę w jaki sposób mogą być poddawani nieuczciwym próbom namówienia do nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Namawiamy więc do zapoznania się z pełną treścią uchwały.

1.2. Można wskazać m.in. następujące rodzaje nieprawidłowych transakcji pomiędzy funduszami i osobami powiązanyymi:

- 1) zapłata zbyt wysokiej ceny za nabywane aktywa lub sprzedaż aktywów za zbyt niską cenę,
- 2) zaangażowanie się przez fundusz w działalność wspólnie z osobami (podmiotami) powiązanyymi, z niekorzyścią dla uczestników funduszu.

Pod terminem „osoby powiązane” należy rozumieć wszelkie podmioty: osoby fizyczne i prawne, które mogą mieć wpływ, przede wszystkim formalny lub kapitałowy, ale także osobowy na decyzje inwestycyjne funduszu. Takimi podmiotami mogą więc być np. znaczący akcjonariusz towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub podmiotu zarządzającego (*asset management*) lub podmiot z nim związany, podmiot dominujący wobec akcjonariusza towarzystwa. Wpływ taki może wynikać również z relacji osobistych (rodzinnych, towarzyskich) z osobami mającymi wpływ na decyzje inwestycyjne funduszu i jego działalność.

Towarzystwo funduszy inwestycyjny zarządzając funduszem, zarządza środkami klientów. Są to środki znaczące (aktywa funduszu otwartego nie mogą być niższe niż 2,0 mln zł). Może więc powstać u osób powiązanych z funduszem pokusa wykorzystania tych środków dla realizacji własnych celów.

Sposobami takiego wykorzystania może być nabycie jakichś aktywów przez fundusz po cenie za wysokiej lub sprzedaż po cenie zbyt niskiej. Możliwość taka jest bardziej prawdopodobna w odniesieniu do aktywów, które nie są obracane na rynku regulowanym, a więc takich, co do których trudniej jest zweryfikować prawidłowość zapłaconej lub uzyskanej ceny.

Innym sposobem wykorzystania środków funduszu może być zaangażowanie się w jakieś przedsięwzięcie np. poprzez nabycie udziałów w spółce z o.o. lub udzielenie pożyczki (nie dotyczy to funduszy otwartych), w celu podjęcia jakiegoś ryzykownego przedsięwzięcia lub na warunkach dla funduszu niekorzystnych (złe warunki udzielenia pożyczki, nieadekwatny udział w ewentualnych korzyściach związanych z daną inwestycją).

Żeby zapobiec tego rodzaju sytuacjom, ustawa o funduszach inwestycyjnych zawiera zakazy zawierania niektórych umów lub dokonywania pewnych typów transakcji (transakcje, których emitentem są podmioty powiązane), a także zawierania transakcji z określonymi osobami i podmiotami, które możemy określić jako powiązane⁴⁷. Ograniczeń tych nie

⁴⁷ Zgodnie z ustawą podmiotami powiązanymi są: akcjonariusze towarzystwa, depozytariusz, akcjonariusze depozytariusza, podmioty pozostające z towarzystwem lub depozytariuszem w stosunku zależności lub dominacji w rozumieniu przepisów

stosuje się tylko do lokat w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. Zezwolenia na dokonanie takich transakcji może jednak udzielić Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, jeżeli stwierdzi, że nie naruszy to interesów uczestników funduszu inwestycyjnego. Ponadto fundusz może zawierać umowy z depozytariuszem, jeżeli statut funduszu szczegółowo określa zasady i zakres zawierania tych umów. Zapisy statutu w tym zakresie podlegają również zatwierdzeniu przez Komisję, zaś uczestnicy otrzymują istotną informację, która może wpłynąć na ich ocenę ryzyka inwestowania w dany fundusz.

1.3. Wykorzystanie pozycji lub wiedzy o działalności funduszu przez osoby dobrze poinformowane dla własnej korzyści (konflikty interesów)

Ta kategoria oszustw jest do pewnego stopnia podobna do omówionej w poprzednim punkcie, jednakże w tym przypadku korzyść mają odnieść przede wszystkim osoby związane bezpośrednio z zarządzającym, a więc pracownicy, członkowie organów zarządzającego. O sytuacji w jakiej następują te oszustwa mówimy, że wystąpił konflikt interesów. Określone osoby występują bowiem w dwóch rolach. Cele związane z występowaniem w tych rolach są jednocześnie sprzeczne. Można wskazać następujące formy oszustw związanych z konfliktem interesów:

1.3.1. Firmy, z którymi fundusz dokonuje transakcji dostarczają usług (towarów) osobom związanym z funduszem, co powoduje, że transakcje funduszu mogą być dokonywane nieprawidłowo (tzw. kickbacks)

Oszustwo to jest podobne do wymienionego powyżej (punkt 1.2). Również w tym przypadku w oszustwo są zaangażowane osoby zewnątrz-

o publicznym obrocie papierami wartościowymi, a także członkowie organów towarzystwa, osoby zatrudnione w towarzystwie, osoby wyznaczone przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie o prowadzenie rejestru aktywów funduszu oraz pozostające z osobami wyżej wymienionymi w związku małżeńskim bądź stosunku pokrewieństwa lub powinowactwa do drugiego stopnia włącznie.

ne, choć ich rola nie musi być związana z pełnieniem pewnej „nadrzędnej” roli w stosunku do osób zatrudnionych w spółce zarządzającej. Szerzy też może być katalog zjawisk. Ponadto w niniejszym przypadku cechą charakterystyczną jest to, że podmioty zewnętrzne świadczą pewne usługi w zamian za nieprawidłowe transakcje funduszu.

Przykładem może być sytuacja, gdy zarządzający dokonuje wyboru banku, w którym lokowane są środki pieniężne funduszu, choć bank ten oferuje warunki gorsze od rynkowych. W zamian osoba, która taką decyzję podejmuje, uzyskuje od banku świadczenie w postaci np. niskoprocentowanego kredytu. Występuje tutaj wzajemność usług.

1.3.2. Osoby posiadające informacje poufną używają niepublicznych informacji dla korzyści osobistych lub korzyści wybranych klientów firmy zarządzającej

Osoby zarządzające aktywami w towarzystwie funduszy inwestycyjnych lub w innych podmiotach zarządzających aktywami klientów (np. w *asset management*), z racji wykonywania swoich obowiązków wchodzi w posiadanie informacji, które mogą mieć bardzo duże znaczenie. Informacjami takimi są wszystkie informacje, które mogą mieć wpływ na cenę papieru wartościowego jaka będzie się kształtować na rynku publicznym. Np. zarządzający dowiedział się o tym, że niezwykle istotny kontrahent spółki notowanej na GPW w Warszawie zerwał z nią kontrakt, co po ujawnieniu tej informacji spowodować może znaczny spadek wartości jej akcji. Jeszcze przed ujawnieniem informacji sprzedaje więc akcje tej spółki znajdujące się w portfelu inwestycyjnym za przyjaźnionego klienta.

W polskim systemie prawnym ujawnienie lub wykorzystanie w publicznym obrocie papierami wartościowymi informacji poufnej jest przestępstwem. Sankcją za ujawnienie takiej informacji jest kara grzywny do 2 mln zł i kara pozbawienia wolności do lat 3, zaś za jej wykorzystanie kara grzywny do 5 mln zł i kara pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5. Natomiast ujawnienie takiej informacji przez osoby szczególnie blisko związane z emitentem (członkowie zarządu, rady nadzorczej, prokurenci i pełnomocnicy, jego pracownicy, biegli rewidenci albo inne osoby pozostające z

emitentem w stosunku zlecenia lub podobnym) zagrożone jest karą grzywny do 5 mln zł i karą pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 8. Jeżeli wymienione wyżej osoby (tzw. pierwotni *insiderzy*) w wyniku wykorzystania informacji poufnej nie osiągnęły korzyści majątkowej znacznej wartości, podlegają odpowiedzialności administracyjnej (Komisja może na nie nałożyć karę pieniężną do wysokości 200 tysięcy złotych albo karę pieniężną do wysokości pięciokrotnej uzyskanej korzyści majątkowej, albo obie te kary łącznie).

1.3.3. Osoby posiadające wiedzę o przyszłych transakcjach portfelem funduszu, dokonują transakcji na własny rachunek i korzystają potem z transakcji funduszu (tzw. front running)

W związku z prowadzoną działalnością inwestycyjną w towarzystwie funduszy inwestycyjnych lub *asset management* dokonuje się analizy rynku papierów wartościowych oraz podejmowane są decyzje inwestycyjne. Informacja o zaplanowanych decyzjach inwestycyjnych jest bardzo ważna. Osoby, które znają te decyzje mogą je wykorzystać do dokonania korzystnej transakcji na własny rachunek.

Przykład

W wyniku dokonanych w Towarzystwie Funduszy Inwestycyjnych X analiz, uznano że notowane na GPW w Warszawie akcje spółki Y są niedowartościowane i są warte obecnie 100 zł za 1 akcję. Towarzystwo licząc na wzrost wartości akcji tej spółki podejmuje decyzje o nabyciu w najbliższym czasie znacznej ilości jej akcji do portfeli zarządzanych przez siebie funduszy. Towarzystwo jest gotowe płacić nawet do 120 zł za 1 akcję. Decyzja ta jest decyzją cenotwórczą. Jej realizacja może spowodować wzrost wartości akcji tej spółki. Pracownik towarzystwa nabywa więc akcje spółki po 100 zł, a następnie po spodziewanym wzroście ceny do zakładanego poziomu sprzedaje akcje osiągając zysk, którego źródło leży w wykorzystaniu wiedzy o przyszłych inwestycjach funduszu.

Opisany przypadek jest przykładem wykorzystania informacji poufnej przez pracownika towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Informacja ta jest jednocześnie informacją objętą tajemnicą zawodową

w rozumieniu ustawy. Tajemnicę zawodową stanowi bowiem m.in. informacja związana z lokatami funduszu lub zbiorczego portfela papierów wartościowych oraz rejestrem uczestników funduszu lub zbiorczego portfela, której ujawnienie mogłoby naruszyć interes uczestników funduszu, uczestników zbiorczego portfela lub uczestników publicznego obrotu papierami wartościowymi. Ponadto, jeżeli towarzystwo zajmuje się zarządzaniem cudzymi portfelami papierów wartościowych na zlecenie lub doradztwem inwestycyjnym, z tego tytułu powstaje zobowiązanie do zachowania tajemnicy zawodowej w rozumieniu ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Osoby związane z towarzystwem funduszy inwestycyjnych, w tym np. pracownicy i członkowie organów towarzystwa są zobowiązane do zachowania tajemnicy zawodowej. Ujawnienie lub wykorzystanie tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu inwestycyjnego podlega sankcji karnej (kara grzywny od 1 mln zł lub kara pozbawienia wolności do 3 lat, zaś jeżeli sprawca dokonuje tego czynu w celu osiągnięcia korzyści majątkowej lub osobistej podlega karze grzywny do 5 mln zł lub karze pozbawienia wolności do lat 5). Dotyczy to również innych przypadków ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej opisanych w tym rozdziale.

1.3.4. Kradzież możliwości inwestycyjnych funduszu przez osoby mające dostęp do informacji objętych tajemnicą zawodową (tzw. cherry-picking)

Oszustwo to jest częściowo podobne do wymienionego powyżej i polega na wykorzystaniu dla własnych celów inwestycyjnych informacji objętych tajemnicą zawodową przez osoby posiadające dostęp do nich. Dobre możliwości inwestycyjne funduszu są przejmowane przez te osoby, na czym tracą uczestnicy funduszu, zaś osoby dobrze poinformowane odnoszą, nieuczciwie, korzyść.

Przykładem takiego zachowania może być np. uprzedzenie funduszu w objęciu atrakcyjnej emisji papierów wartościowych, w sytuacji gdy jej wielkość była ograniczona, a przydział odbywał się na zasadzie „kto pierwszy, ten lepszy”.

1.3.5. Dzięki temu, że fundusz nie zainwestował części środków pieniężnych, gotówka może być pozostawiona na rachunku bankowym, w związku z czym osoby mające wpływ na taką decyzję mogą uzyskać osobiste pożyczki lub usługi po cenie niższej niż cena rynkowa

Podobne oszustwo opisano w punkcie 1.2. W tym przykładzie akcent jednak jest położony na korzyść majątkową jaką uzyskuje osoba związana z funduszem podejmująca decyzję inwestycyjną, a nie „decydent” zewnętrzny.

1.3.6. Fundusz nabywa udziały w firmach, w których osoba mająca dostęp do informacji objętych tajemnicą zawodową a także osoba podejmująca decyzje inwestycyjne lub mająca wpływ na decyzje inwestycyjne (insider) posiada nieujawnione interesy, przez co pomaga utrzymać wyższą cenę akcji

Również przypadek podobny do opisanego w punkcie 1.2. Korzyść odnosi *insider*, który kosztem funduszu realizuje swoje nieujawnione interesy.

1.4. Kradzież aktywów

Różne sposoby kradzieży aktywów są również oszustwami związanymi z działalnością funduszy, przy czym są to oszustwa szczególnie rażące i mające szczególnie negatywny wpływ na sytuację uczestników. Są one również bardzo spektakularne i w przypadku ich ujawnienia mają bardzo duży, negatywny wpływ na ocenę bezpieczeństwa rynku funduszy inwestycyjnych.

1.4.1. Osoby zarządzające funduszem przejmują aktywa funduszu i ukrywają kradzież przez fałszywe zapisy w dokumentach funduszu

Aktywa wypływają z funduszu i uczestnicy ponoszą szkodę majątkową. Realizacja tego przestępstwa wymaga jednak dokonania fałszerstw w dokumentach (prowadzenie tzw. podwójnej księgowości). Bezpośredniej kradzieży aktywów funduszu powinna zapobiegać prawidłowa realizacja obowiązków przez depozytariusza funduszu. Instytucja depozytariusza została wprowadzona właśnie m.in. w celu wyeliminowania niebezpieczeństwa realizacji takiego przestępstwa.

Odmianą takiego przestępstwa może też być np. wypłacenie, na podstawie fałszywego upoważnienia, środków funduszu związanych z umorzeniem jednostek uczestnictwa. Przestępstwo takie może również zaistnieć w związku z działalnością podmiotu pośredniczącego w sprzedaży i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy. Realizacji przestępstwa przez dystrybutorów w znacznym stopniu ma zapobiegać zakaz przyjmowania od inwestorów i wypłacania inwestorom środków pieniężnych przez tzw. agentów, czyli osoby fizyczne, które na podstawie umowy zlecenia z pośrednikiem przyjmują od inwestorów zlecenia nabycia i odkupienia jednostek uczestnictwa.

1.4.2. Fundusz płaci nadmierne honoraria dla osób powiązanych za dostarczone usługi

Zarządzający zamawiają u podmiotów powiązanych usługi, np. analizy dotyczące możliwości inwestycyjnych lub analizy prawne. Jeżeli koszty takich analiz obciążają aktywa funduszu, mają bezpośredni wpływ na wyniki finansowe. Tymczasem usługi takie w danym okresie mogą być funduszowi zbędne, lub nawet jeśli są przydatne fundusz płaci za nie więcej, niż gdyby zamówił je u innych podmiotów. W przypadku, gdy usługi takie nie są konieczne lub zbyt drogie, zaś ich wartość dla zarządzającego jest wątpliwa, jest to sposób na „wyprowadzenie” aktywów z funduszu.

Sposobem na wyeliminowanie tego rodzaju oszustw może być wprowadzenie w statucie funduszu limitów kosztów ponoszonych z aktywów funduszu. W takim przypadku, koszty przewyższające te limity ponosiłby zarządzający funduszem, a nie fundusz.

Jeżeli usługi takie są świadczone przez podmioty powiązane, może to być też sposób na wytransferowanie środków za granicę i ominięcie przepisów podatkowych kraju siedziby zarządzającego.

1.4.3 Insider „pożycza sobie” pieniądze, gdy dywidendy lub inne płatności dokonywane przez fundusz nie są odbierane przez uprawnionych i osoby te nie domagają się tych płatności.

Niektórzy uczestnicy funduszy inwestycyjnych nie wykazują przez dłuższy okres zainteresowania tym, co dzieje się z ich środkami wnie-

sionymi do funduszu oraz nie interesują ich uprawnienia jakie wynikają z uczestnictwa w funduszu. Uprawnieniami takimi może być np. otrzymanie tzw. dywidendy (wypłata części dochodów funduszu bez umarzenia tytułu uczestnictwa) lub np. dodatkowe świadczenie ze strony towarzystwa. Brak zainteresowania może wynikać z różnych przyczyn, np. dłuższego wyjazdu zagranicznego. Jeżeli osoby związane z funduszem wiedzą o takim fakcie może istnieć pokusa wykorzystania okazji.

Jest to oczywiście kradzież, która jednocześnie może spełniać znamiona wykorzystania tajemnicy zawodowej, którą objęte są informacje o uczestnikach funduszu inwestycyjnego.

2. Złe zarządzanie operacjami funduszu

Nieprawidłowości mieszczące się w tej kategorii nie stanowią w zasadzie przestępstw i zwykle nie wynikają z celowego działania i chęci oszustwa. Wynikają raczej z braku profesjonalizmu i błędów w organizacji w funkcjonowaniu funduszu lub podmiotów wykonujących świadczenia na rzecz funduszu.

2.1. Dochody z inwestycji funduszu nie są terminowo egzekwowane

Jak wiemy z rozdziału o depozytariuszu, w polskich regulacjach ten zakres działania funduszu podlega nadzorowi depozytariusza, który jest zobowiązany samemu właściwie rozliczać płatności funduszu i na rzecz funduszu oraz wymóc na towarzystwie właściwe funkcjonowanie.

2.2. Brak doświadczenia lub umiejętności zarządzającego funduszem powoduje, że aktywa są inwestowane w sposób, który prowadzi do strat lub zyski są niższe niż zyski porównywalnych funduszy

Jak w każdej dziedzinie życia, również wśród zarządzających funduszami są ludzie lepiej i gorzej przygotowani, mający większe lub mniejsze doświadczenie zawodowe. Polskie regulacje wymagają za-

trudnienia przez towarzystwo doradców inwestycyjnych, a więc osób, których wiedza na temat zasad inwestowania na rynku kapitałowym została pozytywnie zweryfikowana przez Komisję Egzaminacyjną powołaną przez Przewodniczącego Komisji. Nie oznacza to oczywiście, że każda osoba, która zda egzamin będzie świetnym zarządzającym. Uczestnicy powinni więc śledzić informacje o wynikach funduszy inwestycyjnych, a także o osobach zatrudnianych przy zarządzaniu funduszem. W przypadku niesatysfakcjonujących wyników (w porównaniu do innych funduszy o podobnej polityce inwestycyjnej), uczestnik funduszu powinien rozważyć zmianę funduszu i przeniesienie swoich aktywów do funduszu zarządzanego przez inne towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

2.3. Uchybienia w wycenie aktywów

Jest to również czynność funduszu na bieżąco nadzorowana przez depozytariusza. Wszelkie uchybienia muszą być raportowane do Komisji.

2.4. Naruszenia limitów inwestycyjnych

Prawdopodobnie najczęściej spotykane „wykroczenie” w działalności związanej z prowadzeniem operacji funduszy inwestycyjnych w Polsce. Jednocześnie należy zastrzec, że najczęściej skala tych przekroczeń jest nieznaczna, a ponadto zwykle nie wynikają one z czynności zarządzającego lecz są wynikiem zmiany w cenie poszczególnych aktywów lub w wielkości środków wpłaconych do funduszu i wypłaconych z funduszu w danym czasie. Zwykle nie mają istotnego znaczenia z punktu widzenia naruszenia interesu uczestników funduszy. Mimo tego kwestia ta musi być szczególnym przedmiotem troski zarządzającego, depozytariusza oraz nadzorującej działalność funduszy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, ponieważ w przypadku znaczących odstępstw od zasad polityki inwestycyjnych, może to prowadzić do naruszenia interesów uczestników.

2.5. Opóźnienia w nabywaniu i umarzaniu jednostek uczestnictwa oraz w wypłacie środków pieniężnych uczestnikom funduszy

Dość typowy i zdarzający się czasem błąd w działalności funduszy inwestycyjnych. Przyczyna błędu nie zawsze leży po stronie towarzystwa lub dystrybutora. Często przyczyną opóźnienia są czynności inwestora (np. podanie błędnych danych w zleceniu nabycia, umorzenia, czy tzw. konwersji jednostek uczestnictwa). Czasem błąd leży po stronie podmiotów, za które towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności: np. bank obsługujący rachunek uczestnika, z którego są dokonywane wpłaty na nabycie jednostek uczestnictwa.

Niemniej jednak w znacznej części opóźnienia te są spowodowane przez podmioty obsługujące fundusz, przede wszystkim przez dystrybutorów, ewentualnie przez agenta transferowego. W takim przypadku szczególnie istotne jest, by procedury związane z obsługą tych zleceń w najlepszy sposób zabezpieczały inwestorów składających te zlecenia oraz pozostałych uczestników funduszu. Skutki tych opóźnień w żaden sposób nie mogą być przenoszone na te osoby, zaś odpowiedzialność za szkodę spowodowaną uczestnikowi opóźnieniem realizacji zlecenia powinien ponieść podmiot, który opóźnienie spowodował (np. dystrybutor). Ponadto prawidłowość tych rozliczeń, o czym była mowa w rozdziale dotyczącym zadań depozytariusza, podlega nadzorowi tego podmiotu. Jeżeli więc występują w tym zakresie nieprawidłowości, również depozytariusz ponosi odpowiedzialność za te nieprawidłowości wynikające bądź z niewłaściwych procedur, bądź też niewłaściwej praktyki. Należy wskazać, że ze względu na opisane wcześniej szczególne zasady odpowiedzialności, szczególną starannością w tym względzie powinien się wykazać depozytariusz nadzorujący fundusze zarządzane przez towarzystwo, będące podmiotem w tej samej grupie kapitałowej co depozytariusz. W przypadku stwierdzenia, że uczestnicy funduszu ponieśli szkodę w wyniku np. realizacji zlecenia po tzw. wstecznej cenie, lub że szkodę taką poniósł uczestnik, którego zlecenie zostało zrealizowane po cenie innej niż wynikająca z dnia faktycznej realizacji zlecenia, obowiązkiem depozytariusza jest wystąpić w imieniu poszkod-

wanych inwestorów z odpowiednim roszczeniem wobec towarzystwa. Niewywiązanie się z tego obowiązku może być podstawą odpowiedzialności cywilnej lub administracyjnej depozytariusza.

3. Najczęstsze formalne błędy w działaniu towarzystw funduszy inwestycyjnych, depozytariuszy i dystrybutorów

Niezależnie od błędów merytorycznych w działalności podmiotów związanych z funduszami inwestycyjnymi można spotkać się z pewnymi zjawiskami, które mają charakter wykroczeń formalnych, polegających na braku określonych procedur lub ich nie przestrzeganiu. Nieprawidłowości te same w sobie nie powodują uszczerbku w aktywach funduszy i nie naruszają ich interesów w inny sposób, ale niosą w sobie potencjalne niebezpieczeństwo powstania błędów merytorycznych naruszających interesy uczestników. Stąd też kwestie te powinny również być przedmiotem nadzoru wewnętrznego jak też nadzoru zewnętrznego sprawowanego przez Komisję. Sprawne postępowanie wymaga posiadania określonych, spisanych zasad postępowania i regulaminów. Niektóre są wymagane przepisami prawa (np. schemat organizacyjny towarzystwa funduszy inwestycyjnych, regulamin zapobiegania ujawnianiu informacji, których wykorzystanie mogłoby naruszyć interes uczestników funduszu inwestycyjnego lub interes uczestników publicznego obrotu papierami wartościowymi – regulamin tzw. „chińskich murów”, procedury mające przeciwdziałać zjawisku tzw. „prania brudnych pieniędzy”), inne wynikają z potrzeby sformalizowania pewnych działań pracowników i określenia sposobów postępowania które mają na celu właściwe funkcjonowanie podmiotu.

Tego typu błędy w działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych mogą dotyczyć np. braku procedury związanej z inwestowaniem w prawa pochodne i kontrakty terminowe przez fundusze inwestycyjne otwarte (procedury odnośnie zawierania transakcji na rynku instrumentów pochodnych powinny określać m.in. konieczność uzasadniania na piśmie każdej poszczególnej transakcji ze wskazaniem, jakie składniki portfela inwestycyjnego zabezpiecza przedmiotowa transakcja), czy też

braku procedury wyjaśniania reklamacji uczestników. Mogą też polegać na nieprzebrzeganiu regulaminów i procedur np. w zakresie spełniania obowiązków informacyjnych wobec Komisji, w tym w zakresie naruszeń limitów. Występuje też brak skutecznej kontroli w zakresie przestrzegania limitów inwestycyjnych, a także nieprzebrzeganie zasad wynikających z regulaminu „chińskich murów”,

W przypadku depozytariuszy wskazać można na przypadki uchybień we współpracy z funduszami inwestycyjnymi w zakresie monitorowania limitów i ograniczeń inwestycyjnych.

Typowe błędy stwierdzane u podmiotów zbywających i odkupujących jednostki uczestnictwa (dystrybutorów) to brak aktualnych dokumentów funduszu (statut, prospekt informacyjny, sprawozdania finansowe) i uchybienia w zakresie prowadzenia dokumentacji dotyczącej przyjmowanych zleceń.

4. Zapobieganie nieprawidłowościom – funkcjonowanie nadzoru wewnętrznego w podmiotach zarządzających funduszami

4.1. Znaczenie prawidłowych regulacji

W powyższych opisach przykładów nieprawidłowości jakie mogą wystąpić w związku z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych, zawarte były informacje dotyczące również sposobów zapobiegania tym zjawiskom. Sposoby stosowane w tym zakresie mogą być różne:

- 1) wprowadzanie przepisów karnych,
- 2) wprowadzenie zakazów i ograniczeń administracyjnych,
- 3) poddanie funkcjonowania funduszy nadzorowi Komisji (szerzej w następnym rozdziale).

Żeby jednak system był bezpieczny, wyłącznie regulacje ustawowe, zewnętrzne nie są wystarczające. Muszą one być uzupełnione o właściwe regulacje wewnętrzne funkcjonujące w podmiotach zajmujących się zarządzaniem funduszami. Istnienie właściwych regulacji (wewnętrznych i zewnętrznych), które z jednej strony uwzględniają po-

trzeby efektywnego zarządzania zaś z drugiej konflikty interesów właściwe dla działalności funduszy jest niezbędnym warunkiem rozwoju sektora funduszy inwestycyjnych. Ich celem jest przede wszystkim ochrona inwestorów.

4.2. Rola nadzoru wewnętrznego

Aby regulacje ustawowe oraz regulacje wewnętrzne były efektywne, niezbędne jest regularne sprawdzanie ich przestrzegania. Nadzór wewnętrzny musi być uzupełniony sprawnym systemem nadzoru wewnętrznego. Z takiego założenia wynikają zapisy ustawy, zgodnie z którymi w towarzystwie (z wyjątkiem towarzystwa zarządzającego wyłącznie funduszami aktywów niepublicznych) działa kontrola wewnętrzna, która sprawdza legalność i prawidłowość wykonywanej przez towarzystwo działalności oraz prawidłowość i rzetelność sporządzanych przez towarzystwo i zarządzane przez nie fundusze sprawozdań i informacji. Ponadto, zgodnie z delegacją ustawową Minister Finansów, w celu zapewnienia ochrony interesów m.in. uczestników funduszy inwestycyjnych, został zobowiązany do określenia w drodze rozporządzenia:

- 1) sposobu działania kontroli wewnętrznej w towarzystwie,
- 2) sposobu prowadzenia ewidencji transakcji przez fundusze inwestycyjne oraz transakcji zawartych na rachunek własny towarzystwa, na rachunek uczestników zbiorczego portfela lub na rachunek klientów w ramach usługi zarządzania cudzym portfelem papierów wartościowych na zlecenie,
- 3) sposoby zapobiegania występowaniu konfliktów interesów.

4.3. Nakaz powstrzymania się od transakcji powodujących powstanie konfliktu interesów

Ustawa zobowiązuje osoby, które mają dostęp do informacji dotyczących obecnych oraz planowanych lokat funduszy inwestycyjnych (a także do zbiorczych portfeli i do portfeli klientów indywidualnych, jeśli towarzystwo prowadzi taką działalność) przy prowadzeniu działalności in-

westycyjnej na własny rachunek lub na rachunek innych osób, do powstrzymania się od zawierania transakcji, które mogłyby powodować wystąpienie konfliktu interesów z funduszem inwestycyjnym lub z interesem klientów towarzystwa. Zobowiązaniem tym objęci są członkowie zarządu towarzystwa, rady nadzorczej, pracownicy towarzystwa oraz inne osoby pozostające z towarzystwem w stosunku zlecenia albo w stosunku o podobnym charakterze.

4.4. Zasady funkcjonowania kontroli wewnętrznej w towarzystwie

Ustawa o funduszach inwestycyjnych wymaga by towarzystwo funduszy inwestycyjnych przedstawiło Komisji przy wniosku o udzielenie zezwolenia na działalność w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi schematu organizacyjnego towarzystwa oraz regulamin zapobiegania ujawnianiu informacji, których wykorzystanie mogłoby narużyć interes uczestników funduszu inwestycyjnego lub interes uczestników publicznego obrotu papierami wartościowymi, czyli tzw. regulaminu „chińskich murów”. Jak wynika ze wskazanych wyżej regulacji ustawowych dotyczących zapobieganiu konfliktów interesów oraz nakładających obowiązek funkcjonowania kontroli wewnętrznej, niezbędne jest wyodrębnienie w towarzystwie komórki organizacyjnej odpowiedzialnej za sprawowanie kontroli wewnętrznej. W towarzystwie musi również funkcjonować regulamin który będzie miał na celu eliminowanie występowania konfliktów interesów, którego przestrzeganie będzie przedmiotem zainteresowania tej komórki. Elementem tego regulaminu powinno być m.in.:

- 1) określenie kompetencji i zakresu odpowiedzialności poszczególnych członków zarządu towarzystwa,
- 2) określenie kompetencji i zasad funkcjonowania komórki kontroli wewnętrznej, w tym rola inspektora nadzoru w towarzystwie,
- 3) zasady wydzielenia komórek organizacyjnych towarzystwa oraz zasady ograniczenia dostępu pracowników do pomieszczeń towarzystwa i jego systemu informatycznego,

- 4) zasady przekazywania informacji stanowiących tajemnicę zawodową (informacji poufnych),
- 5) sposób postępowania z dokumentami i innymi nośnikami informacji zawierającymi tajemnicę zawodową,
- 6) sposób prowadzenia ewidencji zawartych transakcji przez fundusze, oraz na rachunek klientów towarzystwa,
- 7) zasady przekazywania dokumentów zawierających informacje stanowiące tajemnicę zawodową uprawnionym podmiotom zewnętrznym (np. Komisji, lub podmiotom, które na podstawie umowy wykonują zadania na rzecz towarzystwa),
- 8) warunki nabywania i sprzedaży papierów wartościowych przez pracowników i członków organów towarzystwa,
- 9) zasady prowadzenia listy restrykcyjnej i lista obserwacyjnej.

Lista restrykcyjna służy zapobieganiu wykorzystywaniu informacji stanowiących tajemnicę zawodową (informacji poufnych) do uzyskania korzyści majątkowych lub uzyskania pozycji uprzywilejowanej w stosunku do innych uczestników rynku. Stanowi ona wykaz papierów wartościowych, które są wykluczone z transakcji kupna lub sprzedaży na własny rachunek przez pracowników lub członków organów towarzystwa. Jest udostępniana osobom objętym tajemnicą zawodową.

Lista obserwacyjna służy kontrolowaniu transakcji dokonywanych przez osoby mające dostęp do informacji stanowiących tajemnicę zawodową (informację poufną), pod kątem przestrzegania obowiązujących procedur. Lista obserwacyjna stanowi wykaz papierów wartościowych, będących w zainteresowaniu towarzystwa, niewykluczonych z transakcji na własny rachunek pracowników i członków organów towarzystwa. Lista obserwacyjna jest poufna.

Rozdział 8

Rola Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w procesie ochrony praw inwestorów – zasady nadzoru Komisji nad funduszami inwestycyjnymi.

1. Zadania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd

Generalne kompetencje Komisji w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym uregulowane zostały w ustawie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komisja jest centralnym organem administracji rządowej w zakresie m.in. publicznego obrotu papierami wartościowymi. Do zadań Komisji należy m.in.:

- 1) sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych, oraz
- 2) inspirowanie, organizowanie i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ochronę inwestorów.

Jak wynika z powyższego ochrona interesów inwestorów na rynku kapitałowym jest jednym z naczelnych zadań Komisji. Przy czym w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych, rola ta jest podwójna: z jednej strony same fundusze inwestycyjne są na rynku kapitałowym inwestorami (tzw. inwestorami instytucjonalnymi), ale również uczestnicy

funduszy są inwestorami, pośrednio uczestniczą w rynku kapitałowym poprzez udział w funduszu. Ich również dotyczy zadanie ochrony inwestorów na rynku kapitałowym.

Szczegółowe zadania Komisji w zakresie nadzoru nad funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych określa ustawa o funduszach inwestycyjnych a także stosowne przepisy ustawy – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w zakresie postępowania kontrolnego oraz postępowania wyjaśniającego.

2. Formy nadzoru Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nad działalnością w zakresie funduszy inwestycyjnych

Nadzór Komisji może być sprawowany jako:

- 1) nadzór wstępny – realizowany poprzez analizę wniosków i udzielenie zezwoleń,
- 2) nadzór bieżący nad działalnością podmiotów zaangażowanych w działalność funduszy inwestycyjnych realizowany poprzez:
 - monitorowanie sytuacji, poprzez analizy raportów bieżących i sprawozdań finansowych,
 - przeprowadzanie kontroli w podmiotach nadzorowanych,
 - prowadzenie postępowań administracyjnych i stosowanie instrumentów w postaci kar nakładanych na podmioty nadzorowane.

2.1. Katalog zezwoleń i zgód udzielanych przez Komisję na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych

Działalność w zakresie zarządzania funduszami oraz obsługi funduszy inwestycyjnych jest działalnością w dużym stopniu licencjonowaną. Zezwolenia te obejmują działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako spółki zarządzającej, tworzenie funduszy inwestycyjnych oraz działalność podmiotów obsługujących fundusz (depozytariusza i dystrybutorów jednostek uczestnictwa). W niniejszej pracy pomija się kwestie związane z licencjonowaniem przez Komisję, na podstawie przepisów ustawy – Prawo

o publicznym obrocie papierami wartościowymi, działalności innych podmiotów, które obsługują fundusz (domy maklerskie, które mogą na zasadzie tzw. *outsourcingu* świadczyć na rzecz funduszy inwestycyjnych usługi w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, bądź jako dystrybutorzy jednostek uczestnictwa czy też pośrednicy w obrocie certyfikatami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych).

2.1.1. Zezwolenia związane z funkcjonowaniem towarzystwa funduszy inwestycyjnych:

- zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo,
- zgoda na nabycie lub objęcie znacznych pakietów akcji towarzystwa,
- zgoda na powołanie członków zarządu lub rady nadzorczej towarzystwa,
- zezwolenie na zarządzanie przez Towarzystwo zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Ponadto, w związku z tym, że towarzystwo może zwiększyć przedmiot swojej działalności o:

- zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie,
- doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwo lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych,

- również powyższa działalność wymaga uzyskania zezwolenia Komisji.

2.1.2. Zezwolenia wobec funduszu inwestycyjnego:

- zezwolenie na utworzenie funduszu,
- zgoda na połączenie funduszy inwestycyjnych otwartych albo specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych zarządzanych przez to samo towarzystwo,
- zgoda na zmianę depozytariusza,
- zezwolenie na zmiany statutu funduszu,

2.1.3. Inne:

- zezwolenie na pośredniczenie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy.

Poniżej przedstawione zostaną zasady udzielania zezwoleń na niektóre najważniejsze zakresy działalności z uwzględnieniem roli Komisji w tym procesie w zakresie ochrony interesu uczestników funduszy inwestycyjnych.

2.2. Zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, zgoda na nabycie lub objęcie znacznych pakietów akcji towarzystwa oraz zgoda na powołanie członków zarządu towarzystwa

Towarzystwem funduszy inwestycyjnych może być wyłącznie spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, która uzyskała zezwolenie na wykonywanie działalności w zakresie tworzenia funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi, reprezentowanie ich wobec osób trzecich. Do wniosku spółki o uzyskanie zezwolenia na wykonywanie tej działalności załączanych jest szereg dokumentów, a w szczególności:

- 1) statut towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz odpis z rejestru przedsiębiorców,
- 2) schemat organizacyjny towarzystwa i regulamin tzw. „chińskich murów”,
- 3) dane osobowe i opis kwalifikacji oraz doświadczeń zawodowych kandydatów do zarządu, rady nadzorczej towarzystwa, doradców inwestycyjnych oraz innych osób mających wpływ na decyzje inwestycyjne,
- 4) wskazanie dwóch członków zarządu, w tym prezesa, którzy mają być zatwierdzeni przez Komisję,
- 5) dane osobowe i opis kwalifikacji i doświadczeń zawodowych członków zarządu depozytariusza odpowiedzialnych za wykonywanie funkcji depozytariusza,
- 6) dokumenty, które określają sytuację finansową towarzystwa,
- 7) informacje dotyczące akcjonariuszy towarzystwa i powiązań w ramach grupy kapitałowej.

Ponadto do wniosku należy załączyć dokumenty dotyczące funduszu, który towarzystwo chce utworzyć. Zakres tych dokumentów omówiony zostanie poniżej przy kwestii zezwolenia na utworzenie funduszu.

Analiza wniosku w zakresie zezwolenia na prowadzenie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych obejmuje kilka zagadnień. Pierwsze to analiza dokumentów określających zasady funkcjonowania towarzystwa, takich jak statut towarzystwa i schemat organizacyjny wraz z regulaminem „chińskich murów”. Należy wskazać na szczególną wagę właściwych uregulowań regulaminu „chińskich murów” z punktu widzenia właściwego funkcjonowania towarzystwa i ochrony interesów uczestników funduszu.

Następnym elementem analizy jest sytuacja finansowa podmiotu oraz dokumentów związanych z funkcjonowaniem grupy kapitałowej, w której funkcjonuje towarzystwo. Analiza ta ma odpowiedzieć na pytanie, czy towarzystwo dysponuje właściwymi kapitałami do prowadzenia działalności.

Kolejna kwestia podlegająca ocenie, to kwalifikacje osób, które będą podejmować decyzje związane z działalnością podmiotu: członków rady nadzorczej, członków zarządu i doradców inwestycyjnych. Kontrola osób powołanych do zarządu i rady nadzorczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych obejmuje:

- sprawdzenie, czy kandydat nie był karany za przestępstwa wymienione w ustawie o funduszach inwestycyjnych,
- kontrolę merytoryczną (CV, doświadczenie zawodowe),
- kontrolę pod względem zachowywania zasad etyki zawodowej (w przypadku maklerów i doradców inwestycyjnych).

Zarząd towarzystwa składa się co najmniej z dwóch członków, zaś zgody Komisji wymaga powołanie dwóch członków zarządu w tym prezesa. W przypadku, gdy zarząd towarzystwa liczy więcej niż dwie osoby, pozostałe osoby nie wymagają uzyskania zgody Komisji. Członek zarządu towarzystwa musi posiadać pełną zdolność do czynności prawnych i nie może być karany za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe. Ponadto, członek zarządu, którego powołanie wymaga zgody Komisji musi ponadto posiadać wyższe wykształcenie lub prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego oraz legitymować się co najmniej trzyletnim stażem pracy na kierowniczym lub samodzielny stanowisku w wymienionych w ustawie instytucjach finansowych (lub pełnieniem przez ten okres funkcji w organach tych instytucji).

Podobnie jak członek zarządu, również członek rady nadzorczej towarzystwa musi posiadać pełną zdolność do czynności prawnych oraz nie może być karany za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe. Co najmniej połowa członków rady nadzorczej towarzystwa musi posiadać wyższe wykształcenie lub zawód doradcy inwestycyjnego.

Zakres wymaganych dokumentów został tak określony, by dać możliwość stwierdzenia, że sytuacja prawna i finansowa towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest taka, by mogło ono prowadzić swoją działalność zgodnie z wymogami prawa i interesem uczestników funduszy inwestycyjnych.

Komisja bada:

- czy przedłożone dokumenty spełniają formalne wymogi określone w ustawie,
- czy przedłożone dokumenty są zgodne pod względem treści z przepisami prawa,
- czy przedłożone dokumenty są zgodne ze stanem faktycznym,
- kwalifikacje osób, które wchodzi w skład rady nadzorczej i zarządu towarzystwa.

W przypadku, gdy towarzystwo jest podmiotem zależnym lub kontrolowanym, przez nadzorowane podmioty zagraniczne z kraju członkowskiego, Komisja przed udzieleniem zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo, zasięga opinii właściwego organu nadzoru państwa członkowskiego.

Komisja wydaje decyzję w sprawie zezwolenia na działalność towarzystwa w terminie 2 miesięcy od dnia złożenia wniosku (termin ten jest przedłużony do 6 miesięcy, gdy zachodzi konieczność zasięgnięcia opinii zagranicznego organu nadzoru).

Stwierdzenie przez Komisję, po analizie tych dokumentów, że wniosek ma wady formalne lub merytoryczne lub że spółka jako taka bądź osoby wchodzące w skład organów spółki, lub mające wpływ na decyzje inwestycyjne podejmowane przez fundusz, mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes uczestników funduszu, bądź też wpływ dużych akcjonariuszy może okazać się niekorzystny dla ostrożnego i stabilnego zarzą-

dzania funduszem, lub że pozostawanie towarzystwa w bliskich powiązaniach z innym podmiotem mogłoby uniemożliwić lub utrudnić Komisji sprawowanie skutecznego nadzoru nad towarzystwem – stanowi podstawę odmowy udzielenia zezwolenia na utworzenie towarzystwa.

Należy zwrócić uwagę, że Komisja została wyposażona w możliwość oceny nie tylko prawidłowości formalnej i merytorycznej dokumentów, ale również musi ocenić tzw. rękojmię należytego wykonywania obowiązków przez spółkę i wskazane wyżej osoby fizyczne. Musi również ocenić, czy podmioty będące akcjonariuszami towarzystwa lub inne podmioty powiązane z towarzystwem nie stanowią przeszkody w prawidłowym działaniu towarzystwa i skutecznym nadzorze nad nim. Ma to na celu głębszą ocenę podmiotu i możliwość wyłączenia z kierowania towarzystwem osób i podmiotów, których dotychczasowa działalność mogłaby wskazywać, że niosą one za sobą ryzyko m.in. dla interesów uczestników funduszy inwestycyjnych. Komisja udzielając zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo, zatwierdza dwóch członków zarządu, w tym prezesa towarzystwa. Zmiana któregoś z tych członków również wymaga zezwolenia Komisji. W przypadku natomiast zmiany członka rady nadzorczej, istnieje obowiązek zawiadomienia o tym zdarzeniu Komisji, która może w ciągu 14 dni od otrzymania informacji zgłosić sprzeciw wobec tego powołania.

Również bezpośrednio lub pośrednio nabycie lub objęcie akcji towarzystwa w liczbie, która spowoduje osiągnięcie lub przekroczenia 10%, 20%, 33% lub 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy towarzystwa, wymaga uprzedniego zawiadomienia Komisji. Komisji przysługuje w takim przypadku również sprzeciw wobec planowanego nabycia lub objęcia akcji.

2.3. Zezwoleńie na utworzenie funduszu inwestycyjnego, na zmianę statutu funduszu oraz zmianę depozytariusza

Wniosek o udzielenie zezwolenia może być rozpatrywany jako:

- wniosek łączny wraz z wnioskiem o zezwolenie na działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych,

- wniosek samodzielny, gdy wnioskodawcą jest już istniejące towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

W pierwszym przypadku z wnioskiem o utworzenie funduszu występuje spółka, która chce uzyskać zezwolenie na działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych, w drugim towarzystwo, posiadające już licencję. Oczywiście w tym pierwszym przypadku, dokumenty związane z tworzeniem funduszu są dołączane do wniosku o utworzenie towarzystwa. Odmowa udzielenia zezwolenia na prowadzenie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oznacza wtedy, że towarzystwo nie będzie również mogło utworzyć funduszu inwestycyjnego.

W celu uzyskania zezwolenia na utworzenie funduszu przedkładane są następujące dokumenty:

- 1) statut funduszu inwestycyjnego,
- 2) umowa z depozytariuszem,
- 3) prospekt informacyjny funduszu,
- 4) dane osobowe:
 - członków zarządu i rady nadzorczej towarzystwa,
 - osób zatrudnionych w towarzystwie, które mają istotny wpływ na działalność funduszu, w tym w szczególności na decyzje inwestycyjne funduszu,
- 5) lista osób wyznaczonych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie,
- 6) informacje o doświadczeniu zawodowym i kwalifikacjach:
 - osób odpowiedzialnych za kluczowe decyzje funduszu,
 - osób delegowanych przez depozytariusza do współpracy z funduszem,
- 7) dokumenty korporacyjne towarzystwa i podmiotów współpracujących (statut towarzystwa tworzącego fundusz oraz odpis z rejestru przedsiębiorców),
- 8) wskazanie inicjatora sekurytyzacji (w przypadku tworzenia funduszu sekurytyzacyjnego).

W przypadku wniosku o zezwolenie na utworzenie funduszu, podobnie jak w przypadku wniosku o udzielenie zezwolenia na działalność towarzystwa, analiza jest nastawiona na sprawdzenie, czy treść statutu

funduszu i umowy z depozytariuszem, a także sytuacja prawna i finansowa podmiotów oraz kwalifikacje osób odpowiedzialnych gwarantują właściwe funkcjonowanie funduszu.

2.3.1. Kontrola merytoryczna statutu funduszu inwestycyjnego

Najważniejszym dokumentem, analizowanym na tym etapie prac jest statut funduszu inwestycyjnego. Analiza tego dokumentu obejmuje przede wszystkim:

- zgodność z obowiązującymi przepisami prawa,
- należyte uwzględnienie interesów uczestników funduszu,
- poprawność przyjętych metod wyceny aktywów,
- poprawność logiczną statutu.

Jak widać z powyższego urząd Komisji nie ogranicza się wyłącznie do formalnej kontroli statutu, tj. do sprawdzenia, czy statut został przyjęty we właściwej formie oraz czy zawiera wszystkie wymagane prawem elementy. Są to kwestie ważne, ale równie ważna jest ocena statutu z punktu widzenia ochrony interesów uczestników. Nie zawsze bowiem zapis formalnie zgodny z prawem będzie do zaakceptowania z tego punktu widzenia. Rolą Komisji jest żądanie eliminowania takich zapisów. Ponadto zapisy powinny być precyzyjne, by zminimalizować ryzyko związane z ich ewentualnie niekorzystną dla uczestników interpretacją. Ocena poszczególnych zapisów zależy też od rodzaju funduszu i kategorii inwestorów, do jakich fundusz jest kierowany. Komisja zwraca również uwagę na język statutu, który powinien być zrozumiały dla inwestorów, do których jest kierowany. Taki sam zapis statutu może zostać przez Komisję zakwestionowany w funduszu otwartym, ale zaakceptowany w specjalistycznym funduszu otwartym kierowanym wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych.

2.3.2. Wybór depozytariusza

Kolejnym elementem, który jest analizowany przy rozpatrywaniu wniosku o zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego jest prawidłowość dokonanego wyboru depozytariusza i umowy z tym podmiotem, jaką zawarło towarzystwo tworzące fundusz. Ponadto Komisja

ocenia kwalifikacje i doświadczenie zawodowe osób wskazanych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie oraz członków depozytariusza odpowiedzialnych za wykonywanie przez dany podmiot funkcji depozytariusza (szerzej na temat podmiotu, jaki może pełnić funkcje depozytariusza oraz treści umowy w rozdziale 6).

Podobnie jak w przypadku statutu funduszu inwestycyjnego również analiza dokumentów w części dotyczącej depozytariusza musi uwzględniać właściwą ochronę praw uczestników. Komisja udzielając zezwolenia na utworzenie funduszu zatwierdza wybór depozytariusza. Zgody Komisji wymaga również zmiana depozytariusza.

2.3.3. Przesłanki odmowy zezwolenia na utworzenie funduszu

Ustawa wskazuje na następujące przesłanki odmowy udzielenia zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego:

- statut funduszu nie uwzględnia należycie interesu uczestników funduszu lub zawiera postanowienia uniemożliwiające zbywanie jednostek uczestnictwa na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,
- umowa z depozytariuszem nie uwzględnia należycie interesu uczestników funduszu,
- osoby, które mają istotny wpływ na działalność funduszu mogą wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interesy uczestników funduszu,
- osoby wyznaczone przez depozytariusza mogą wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interesy uczestników funduszu.

Tak więc ustawa kładzie nacisk nie tylko na formalną zgodność dokumentów z przepisami prawa, ale również na to by dokumenty spełniały wymóg ochrony interesów uczestników (choć braki prawne umowy czy statutu oznaczają jednoznacznie, że interes uczestników nie został uwzględniony). Natomiast osoby od których zależy prawidłowe funkcjonowanie funduszu oceniane są z punktu widzenia spełniania wymogów tzw. rękojmi należytego wykonywania swoich obowiązków. Muszą więc legitymować się zarówno odpowiednim przygotowaniem merytorycznym, jak i odpowiednim doświadczeniem zawodowym.

2.3.4. Zmiana statutu

Komisja udzielając zezwolenia na utworzenie funduszu zatwierdza również treść statutu funduszu. W tej sytuacji zmiana statutu również wymaga uzyskania zgody Komisji, przy czym nie wymaga jedynie zgody zmiana statutu w zakresie wymienionych w ustawie elementów, które mają raczej charakter techniczny, przy czym i w tym zakresie Komisja musi być o zmianie poinformowana, i jeśli uzna, że jest ona niezgodna z prawem lub interesem uczestników funduszu, może zgłosić wobec tych zmian sprzeciw. W zakresie zmian wymagających zezwolenia Komisji, Komisja z analogicznych powodów odmawia zezwolenia na dokonanie takich zmian.

Każda zmiana statutu jest więc analizowana, podobnie jak dokument pierwotny zarówno pod względem zgodności z prawem jak też wpływu zmian na sytuację uczestników funduszu. Ustawa wprowadza kilka rozwiązań, które mają chronić uczestników przed skutkami niekorzystnych dla nich zmian w statucie. Są one następujące:

- 1) zakaz dokonania zmian sprzecznych z prawem i interesem uczestników funduszu,
- 2) obowiązek ogłoszenia zmian w statucie,
- 3) trzymiesięczny termin wejścia w życie zmian od dnia ich ogłoszenia, chyba, że Komisja wyrazi zgodę na skrócenie tego terminu.

Komisja oceniając zmiany przede wszystkim określa, czy nie zachodzi przesłanka odmowy zezwolenia na zmiany, a więc dokonuje merytorycznej oceny tych zmian.

Kolejną kwestią rozpatrywaną przez Komisję jest możliwość wyrażenia zgody na skrócenie terminu wejścia zmian w życie (jeżeli wnioskodawca występuje o taką zgodę). Wprowadzenie trzymiesięcznego terminu wejścia w życie zmian ma na celu umożliwienie uczestnikowi wyjście z funduszu, jeżeli w jego ocenie fundusz po zmianach nie będzie spełniał jego oczekiwań, nawet jeżeli zmiany były zgodne z prawem i interesu uczestników nie naruszały. Komisja przy rozpatrywaniu wniosku o skrócenie terminu wejścia w życie tych zmian jest również zobowiązana do oceny, czy samo skrócenie terminu nie będzie miało negatywnego wpływu na interes uczestników. Komisja może zezwolić

na skrócenie terminu jedynie, gdy nie naruszy to interesu uczestników funduszu.

2.4. Zezwolenie na pośredniczenie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych

Komisja mając na uwadze należyłą ochronę uczestników, licencjonuje i nadzoruje działalność również podmiotów świadczących usługi w zakresie pośrednictwa w zbywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych. Ustawa określa dokumenty jakie muszą być przedłożone wraz z wnioskiem o udzielenie zezwolenia. Generalnie dokumenty te mają umożliwić Komisji pełną ocenę sytuacji prawnej i finansowej wnioskodawcy oraz przygotowanie organizacyjne podmiotu do prowadzenia tej działalności. Mniejszy zakres dokumentów przedkładanych jest przez występujące o zezwolenie banki krajowe.

Również w tym przypadku ustawodawca wyposaża Komisję w możliwość odmowy udzielenia zezwolenia, jeśli dokumenty nie spełniają wymogów prawa lub z dokumentów tych mogłoby wynikać, że działalność mogłaby być wykonywana z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interesy inwestorów.

2.5. Rola Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w sprawowaniu nadzoru wstępnego nad rynkiem funduszy inwestycyjnych

Jak wynika z opisu powyższych zezwoleń, na Komisję zostały nałożone istotne kompetencje w zakresie ochrony już na tym etapie praw inwestorów i uczestników funduszy inwestycyjnych. Szczególną uwagę należy zwrócić na wyposażenie Komisji w instrument oceny tzw. rękojmii właściwego działania podmiotów licencjonowanych oraz wykonywania obowiązków przez osoby zatrudnione i kierujące tymi podmiotami.

Z drugiej strony na Komisji ciąży duża odpowiedzialność za właściwe realizowanie swoich kompetencji, szczególnie w sytuacji, gdy ocena

prawidłowości proponowanych rozwiązań nie może być dokonywana tylko i wyłącznie z punktu widzenia zgodności z regulacjami. Z jednej strony Komisja musi zważyć potrzebę wprowadzania nowych, często nowatorskich rozwiązań (np. możliwość lokowania w nowe instrumenty finansowe, wysublimowane techniki inwestycyjne, stosowanie nowoczesnych kanałów sprzedaży tytułów uczestnictwa), zaś z drugiej strony bezpieczeństwo uczestników.

3. Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych

System obowiązków informacyjnych jest, obok możliwości kontroli działalności podmiotu nadzorowanego w jego siedzibie, podstawowym instrumentem nadzoru nad funkcjonującymi już funduszami inwestycyjnymi.

Na system obowiązków informacyjnych składają się:

- obowiązek sporządzania i publikowania dokumentów ofertowych (prospektów informacyjnych i prospektów emisyjnych, warunków emisji);
- obowiązek ogłaszania informacji o wartości aktywów na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny oraz cenie zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa;
- obowiązek przedkładania raportów bieżących;
- obowiązek sporządzania informacji okresowych;
- obowiązek sporządzania i publikowania sprawozdań finansowych.

Jeśli chodzi o adresatów raportów bieżących i informacji okresowych, są to:

- Komisja Papierów Wartościowych i Giełd,
- uczestnicy funduszu oraz potencjalni uczestnicy funduszu (obowiązki wobec tzw. „rynku”).

Obowiązkom powyższym podlegają zarówno towarzystwa funduszy inwestycyjnych jak też same fundusze inwestycyjne. Zakres i rodzaj obowiązków funduszy inwestycyjnych zależy od rodzaju funduszu inwestycyjnego. Fundusze inwestycyjne zamknięte emitujące certyfikaty inwestycyjne dopuszczone do publicznego obrotu podlegają obowiąz-

kom właściwym dla emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Obowiązków takich nie mają fundusze emitujące jednostki uczestnictwa oraz fundusze inwestycyjne zamknięte, których certyfikaty nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu.

Obowiązek sporządzania i dostarczania do Komisji lub ogłaszania określonych informacji wynika z różnych regulacji:

- a) ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz aktów wykonawczych do tej ustawy,
- b) ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i aktów wykonawczych,
- c) ustawy o rachunkowości oraz rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych (rozporządzenie o rachunkowości funduszy).

Poniżej przedstawiony zostanie pokrótce system obowiązków informacyjnych obowiązujący poszczególne podmioty.

3.1. Obowiązki informacyjne towarzystw funduszy inwestycyjnych

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych podlegają następującym obowiązkom informacyjnym:

- 1) obowiązek sporządzania i publikowania rocznego sprawozdania finansowego towarzystwa, na zasadach wynikających z ustawy o rachunkowości,
- 2) obowiązek sporządzania i przekazywania do Komisji miesięcznych sprawozdań o sytuacji finansowej towarzystwa funduszy inwestycyjnych,
- 3) obowiązek przekazywania do Komisji raportów bieżących dotyczących działalności towarzystwa i sytuacji finansowej,
- 4) obowiązek dostarczania, na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela, innych informacji, dokumentów i wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru.

Zakres obowiązków towarzystwa funduszy inwestycyjnych został tak określony, by możliwe było monitorowanie sytuacji, w tym sytuacji finansowej towarzystwa. Na towarzystwo funduszy inwestycyjnych na-

łożony został m.in. wymóg posiadaniu określonych kapitałów własnych. Roczne sprawozdania finansowe, poddane badaniu przez biegłego rewidenta, umożliwiają inwestorom zapoznanie się z pełną informacją o sytuacji finansowej towarzystwa. Jednakże niezbędne jest również bieżące monitorowanie spełniania przez towarzystwa wymogów kapitałowych i temu celowi mają służyć m.in. zawarte w raportach miesięcznych dane o tych kapitałach.

3.2. Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy otwartych

Otwarte fundusze inwestycyjne oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte podlegają następującym obowiązkom informacyjnym:

1) Obowiązek sporządzania prospektu informacyjnego oraz skrótu prospektu informacyjnego.

Fundusz jest zobowiązany:

- publikować prospekty informacyjne oraz skróty prospektów informacyjnych na stronach internetowych wskazanych w statucie funduszu,
- udostępniać skróty prospektów informacyjnych uczestnikom funduszy przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa,
- przekazać prospekt Komisji niezwłocznie po jego sporządzeniu.

Prospekty informacyjne muszą być aktualizowane na zasadach określonych w rozporządzeniu o prospekcie informacyjnym. Fundusz jest obowiązany udostępniać we wszystkich miejscach zbywania jednostek uczestnictwa oraz na stronach internetowych wskazanych w statucie aktualne informacje o zmianach w prospekcie informacyjnym i w skrócie tego prospektu. Prospekt informacyjny funduszu powinien zawierać statut oraz wszelkie informacje niezbędne do oceny ryzyka inwestycyjnego. Na żądanie uczestnika towarzystwo ma obowiązek udzielić dodatkowych informacji o limitach inwestycyjnych funduszu, sposobie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym funduszu, a także o aktualnych zmianach i przyrostach wartości w zakresie głównych lokat funduszu.

- 2) Obowiązek ogłaszania informacji o wartości aktywów na jednostkę uczestnictwa oraz cenę zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa. Informacje te muszą być publikowane w sposób określony w statucie (np. w prasie, w internecie) niezwłocznie po ich ustaleniu.
- 3) Obowiązek sporządzania i udostępniania sprawozdań finansowych przez fundusze inwestycyjne.
Fundusze inwestycyjne sporządzają roczne i półroczne sprawozdania finansowe, połączone sprawozdania finansowe funduszu z wydzielonymi subfunduszami oraz sprawozdania jednostkowe subfunduszy. Sprawozdania te podlegają badaniu przez biegłego rewidenta oraz ogłoszeniu w dziennikach przeznaczonych do publikacji sprawozdań finansowych (Monitor B). Fundusz jest zobowiązany udostępnić bezpłatnie sprawozdania uczestnikom funduszy przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, doręczać je uczestnikowi na jego żądanie oraz przekazać Komisji niezwłocznie po ich zbadaniu przez biegłego rewidenta.
- 4) Obowiązek sporządzania informacji okresowych. Zakres tych obowiązków wynika z rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych funduszy. Niezależnie od obowiązku przekazywania Komisji sprawozdań finansowych (rocznych i półrocznych) sporządzanych i publikowanych na podstawie przepisów o szczególnych zasadach rachunkowości funduszy, fundusze inwestycyjne sporządzają i przekazują, wyłącznie Komisji, sprawozdania kwartalne.
- 5) Obowiązek sporządzania raportów bieżących. Zakres tych obowiązków wynika z rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych funduszy. Są one przekazywane wyłącznie do Komisji i mają umożliwić wykonywanie nadzoru nad działalnością funduszu, w zakresie określonym ustawą oraz ocenę, czy działalność ta jest wykonywana w interesie uczestników funduszy.
- 6) Obowiązek dostarczania, na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela, innych informacji, dokumentów i wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru nad funduszem.

3.3. Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych

Fundusze te emitują certyfikaty będące w publicznym obrocie (za wyjątkiem takich funduszy zamkniętych, których certyfikaty nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu – „fiz niepubliczne”). W związku z tym niezależnie od obowiązków informacyjnych wobec Komisji, mają rozbudowany system raportowania „do publiczności”, natomiast uzupełniająco przekazują również część raportów wyłącznie do Komisji. Fundusze te podlegają następującym obowiązkom informacyjnym:

- 1) Obowiązek opublikowania prospektu emisyjnego oraz jego skrótu zgodnie z przepisami o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W przypadku funduszu zamkniętego niepublicznego odpowiednim dokumentem są warunki emisji certyfikatów, które jednak nie podlegają, ze względu na niepubliczny charakter emisji, publikacji.
- 2) Obowiązek ogłaszania informacji o wartości aktywów na certyfikat inwestycyjny. Częstotliwość tego obowiązku zależy od rodzaju funduszu i zapisów statutowych. Informacje te muszą być publikowane w sposób określony w statucie niezwłocznie po ich ustaleniu.
- 3) Obowiązek sporządzania i udostępniania sprawozdań finansowych przez fundusze inwestycyjne.
Podobnie jak fundusze otwarte, fundusze emitujące certyfikaty inwestycyjne, również sporządzają roczne i półroczne sprawozdania finansowe. Sprawozdania te podlegają badaniu przez biegłego rewidenta oraz ogłoszeniu w dziennikach przeznaczonych do publikacji sprawozdań finansowych (Monitor B).
- 4) Obowiązek sporządzania informacji okresowych. Zakres tych obowiązków wynika z rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych funduszy oraz rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych emitentów. W odróżnieniu od funduszy otwartych, fundusze publiczne przekazują „do publiczności” zarówno roczne i półroczne sprawozdania finansowe jak również sprawozdania kwartalne. Dokumenty te są również przekazywane do Komisji.
- 5) Obowiązek sporządzania raportów bieżących. Zakres tych obowiązków wynika z rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych fun-

duszy oraz rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych emitentów.

- 6) Obowiązek dostarczania, na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela, innych informacji, dokumentów i wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru.

Fundusze emitujące certyfikaty dopuszczone do publicznego obrotu, większość swoich obowiązków informacyjnych realizują wobec inwestorów. Uzupełniająco do Komisji przekazywane są również takie informacje, które nie podlegają obowiązkowi upublicznienia. Obowiązki informacyjne funduszu zamkniętego niepublicznego są podobne do obowiązków funduszy otwartych.

3.4. Znaczenie obowiązków informacyjnych dla ochrony praw uczestników funduszy inwestycyjnych

Generalnie podsumowując kwestie obowiązków informacyjnych, należy powiedzieć, że w przypadku funduszy, których certyfikaty zostały dopuszczone do publicznego obrotu, główny ciężar obowiązków jest adresowany do inwestorów (podobnie jak w przypadku spółek akcyjnych, których akcje są przedmiotem publicznego obrotu) i rola Komisji sprowadza się bardziej do dbania o to by uczestnicy otrzymali odpowiednie informacje.

Celem jest dostarczenie inwestorom informacji, które pozwolą im podejmować prawidłowe decyzje w przedmiocie kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, których cena jest ustalana na rynku publicznym.

Natomiast w przypadku funduszy otwartych sytuacja jest odmienna. Cena jednostek uczestnictwa nie jest kształtowana przez rynek, bowiem instrumenty te są wyłączone z obrotu. Adresatem generowanych przez te fundusze informacji jest przede wszystkim Komisja, która „wyręcza” w pewnym zakresie inwestorów w dokonywaniu oceny informacji dotyczących funkcjonowania funduszu, a w szczególności pod kątem przestrzegania przez fundusz przepisów prawa oraz interesów uczestników. Uczestnik otrzymuje natomiast informację o efektach inwestycyj-

nych (wartości aktywów na jednostkę uczestnictwa) i na tej podstawie podejmuje decyzje o nabyciu lub sprzedaży jednostek uczestnictwa. Ważną rolę w ocenie przedkładanych inwestorom dokumentów pełnią biegli rewidenci, a w szczególności w zakresie badania sprawozdań finansowych towarzystw i funduszy. Należy podkreślić, że biegły rewident jest obowiązany powiadomić Komisję o stwierdzonych podczas badania lub przeglądu sprawozdań finansowych istotnych uchybieniach w działalności badanych podmiotów oraz o naruszeniach obowiązujących przepisów.

4. Postępowanie kontrolne i wyjaśniające

Drugim, obok analizy sprawozdań okresowych i raportów bieżących przedkładanych Komisji przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne, instrumentem pozwalającym Komisji stwierdzić, czy podmioty te funkcjonują prawidłowo jest możliwość przeprowadzenia postępowania kontrolnego lub postępowania wyjaśniającego.

4.1. Uprawnienia kontrolujących

Kontrolę może przeprowadzić osoba upoważniona przez przewodniczącego Komisji. Upoważnienie takie wydawane jest na piśmie i musi zawierać szereg danych wymienionych w ustawie. Kontrolujący ma prawo wstępu do pomieszczeń podmiotów kontrolowanych. Kontrolujący został ponadto wyposażony w inne prawa, które mają umożliwić tej osobie (osobom) prawidłowe przeprowadzenie kontroli i udokumentowanie ustaleń kontrolnych, a mianowicie prawo:

- 1) wglądu do ksiąg, dokumentów i innych nośników informacji,
- 2) żądania sporządzenia, na koszt kontrolowanego, kopii tych dokumentów i nośników informacji,
- 3) żądania udzielania informacji lub wyjaśnień przez pracowników kontrolowanych podmiotów,
- 4) zajęcia dokumentu lub innego nośnika informacji niezbędnego do dalszego postępowania.

Ponadto, w razie powzięcia wątpliwości co do prawidłowości lub rzetelności sprawozdań finansowych towarzystwa lub funduszu inwestycyjnego albo innych informacji finansowych, których obowiązek sporządzania wynika z odrębnych przepisów lub prawidłowości prowadzenia ksiąg rachunkowych, Komisja może zlecić kontrolę tych sprawozdań, informacji i ksiąg rachunkowych podmiotowi uprawnionemu do badania sprawozdań finansowych. W przypadku, gdy kontrola wykáže, że wątpliwości były uzasadnione, towarzystwo zwraca Komisji koszty przeprowadzenia kontroli.

4.2. Podmioty kontrolowane i przedmiot kontroli

Podmiotowy zakres uprawnień kontrolnych jest szeroki i obejmuje nie tylko towarzystwo funduszy inwestycyjnych, ale również podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne, nawet jeśli nie są to podmioty licencjonowane przez Komisję. Przedmiot kontroli w poszczególnych podmiotach jest uzależniony od zakresu obowiązków danego podmiotu w zakresie obsługi działalności funduszu inwestycyjnego. Najszerzy zakres dotyczy kontroli towarzystwa funduszy inwestycyjny, albowiem praktycznie każda dziedzina funkcjonowania tego podmiotu takiej kontroli może podlegać.

Cele kontroli mogą być następujące:

- 1) w towarzystwie funduszy inwestycyjnych – czy działalność podmiotu jest zgodna z prawem, statutem lub udzielonym zezwoleniem,
- 2) u depozytariusza – czy jego działalność w zakresie wykonywania obowiązków depozytariusza jest zgodna z prawem lub umową z funduszem,
- 3) u dystrybutora jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych – czy działalność pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa lub wykupywaniu certyfikatów inwestycyjnych jest zgodna z prawem, umową zawartą z funduszem i udzielonym zezwoleniem,
- 4) w podmiocie prowadzącym rejestr uczestników (agent transferowy) – czy działalność w zakresie wykonywania obowiązków wynikających

z umowy zawartej z funduszem jest zgodna z tą umową oraz statutem funduszu inwestycyjnego,

- 5) w podmiocie (innym niż agent transferowy) któremu towarzystwo powierzyło wykonywanie swoich obowiązków – czy jego działalność w zakresie wykonywania obowiązków wynikających z umowy zawartej z towarzystwem jest zgodna z tą umową oraz statutem funduszu inwestycyjnego,
- 6) spółki zarządzającej, oddziału spółki zarządzającej lub funduszu zagranicznego – w celu sprawdzenia czy ich działalność jest wykonywana zgodnie z przepisami obowiązującymi na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej⁴⁸,
- 7) podmiotu wykonującego obsługę sekurytyzowanych wierzytelności (dotyczy funduszu sekurytyzacyjnego) – w celu sprawdzenia czy jego działalność w zakresie wykonywania obowiązków wynikających z umowy zawartej z funduszem inwestycyjnym jest zgodna z tą umową oraz statutem funduszu inwestycyjnego.

Kontrolujący realizują swoje zadania poprzez dokonanie kontroli następujących elementów:

- 1) kontrola istniejących w podmiotach nadzorowanych procedur, regulaminów,
- 2) kontrola przestrzegania przepisów prawa oraz regulacji wewnętrznych.

Jednym, z najważniejszych zadań kontroli jest kontrola transakcji dokonywanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych jak i fundusze inwestycyjne. Celem tych kontroli jest ewentualne ujawnienie zakazanych lub nieprawidłowych transakcji, omówionych w rozdziale 7.

⁴⁸ Więcej na temat nadzoru nad podmiotami zagranicznymi, patrz rozdział 9 niniejszej książki. Uprawnienia dotyczące nadzoru nad funduszami zagranicznymi i spółkami zarządzającymi z krajów członkowskich stosują się również do podmiotów z krajów należących do EEA oraz innych niż należące do UE i EEA krajów OECD.

4.3. Postępowanie wyjaśniające

Niezależnie od uprawnień kontrolnych, Komisji przysługują wobec wymienionych wyżej podmiotów, uprawnienia w zakresie prowadzenia postępowania wyjaśniającego. Przewodniczący Komisji może zarządzić przeprowadzenie postępowania wyjaśniającego, w celu ustalenia, czy istnieją podstawy do złożenia zawiadomienia o przestępstwie przeciwko publicznemu obrotowi lub do wszczęcia postępowania administracyjnego. W ramach prowadzonego postępowania do złożenia pisemnych lub ustnych wyjaśnień oraz do wydania dokumentu lub innego nośnika informacji można wezwać każdego, kto dysponuje określoną wiedzą, dokumentem lub nośnikiem. Przewodniczący Komisji może również zwrócić się o przekazanie stosownych informacji do podmiotu świadczącego usługi telekomunikacyjne lub do Generalnego Inspektora Kontroli Skarbowej.

Jak z tego wynika, postępowanie wyjaśniające stanowi bardzo ważny instrument w sprawowaniu nadzoru nad funduszami inwestycyjnymi.

5. Prowadzenie postępowań administracyjnych wobec nadzorowanych podmiotów

Uprawnienia w zakresie nadzoru nad rynkiem funduszy inwestycyjnych byłyby niedoskonałe, gdyby w ślad za uprawnieniami kontrolnymi, uprawnieniami w zakresie prowadzenia postępowania wyjaśniającego i obowiązkiem raportowania do Komisji nie szły uprawnienia dotyczące możliwości nakładania na te podmioty kar, w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w ich funkcjonowaniu. Podstawą wszczęcia postępowania może być uzasadnione podejrzenie powstania nieprawidłowości, powstałe na podstawie:

- analizy raportów przesyłanych do Komisji,
- kontroli przeprowadzanych w podmiotach nadzorowanych,
- informacji przekazywanych do Komisji przez depozytariusza,
- skarg i innych sygnałów od uczestników funduszy, w tym informacji przekazywanych przez radę inwestorów,

- analizy reklam i innych publikacji dotyczących funduszy inwestycyjnych,
- innych źródeł (np. artykułów prasowych).

Krąg podmiotów, wobec których możliwe jest wszczęcie postępowania administracyjnego obejmuje te same podmioty, w których możliwe jest przeprowadzenie kontroli (patrz punkt 4.2). Postępowanie przeprowadza się w trybie określonym w Kodeksie postępowania administracyjnego, przy uwzględnieniu wymogów szczególnych określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych.

5.1. Postępowanie wobec towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Przedmiotem postępowania w odniesieniu do towarzystwa funduszy inwestycyjnych generalnie mogą być nieprawidłowości bądź związane z funkcjonowaniem samego towarzystwa jako spółki akcyjnej bądź nieprawidłowości w funkcjonowaniu funduszu inwestycyjnego, którego organem jest towarzystwo.

W szczególności przedmiotem postępowania wobec towarzystwa może być:

- 1) naruszenie przez towarzystwo przepisów prawa, niewypełnianie warunków określonych w zezwoleniu, przekroczenie zakresu zezwolenia lub naruszenie interesu uczestników funduszu inwestycyjnego,
- 2) wykonywanie przez fundusz inwestycyjny działalności z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych lub ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, statutu funduszu lub warunków zezwolenia,
- 3) niezuzpełnienie kapitałów własnych towarzystwa do wymaganej wysokości,
- 4) naruszenie przepisów ustawy statutu lub warunków zezwolenia przy zbieraniu zapisów w związku z procedurą tworzenia funduszu,
- 5) nieprzestrzeganie przez fundusz przepisów ustawy lub statutu, określających zasady inwestowania, w tym ograniczenia dokonywania lokat lub niewykonanie obowiązku dostosowania lokat do wymogów ustawy lub statutu w terminie,

- 6) publikowanie przez towarzystwo informacji o funduszu, w tym informacji reklamowych, w taki sposób, że wprowadzają one lub mogą wprowadzać w błąd uczestników lub inwestorów,
- 7) naruszanie przepisów prawa lub nie wypełnianie warunków określonych w zezwoleniu na zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych lub w zezwoleniu na wykonywanie doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi, a także przekraczanie zakresu tego zezwolenia, nie przestrzeganie zasad uczciwego obrotu lub naruszenie interesu zleceniodawcy.

Jeśli chodzi o sankcje jakimi dysponuje Komisja, to w przypadkach wymienionych w punktach 1 i 2 Komisja może:

- 1) cofnąć zezwolenie towarzystwu na działalność, albo
- 2) nałożyć na towarzystwo karę pieniężną do 500 tysięcy złotych, albo
- 3) zastosować obie te kary łącznie.

W przypadku naruszeń wymienionych w punkcie 7 karą może być również cofnięcie zezwolenia na wykonywanie zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie lub na wykonywanie doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi, bądź kara pieniężna do 500 tysięcy zł, lub obie kary łącznie.

Nałożenie kary na towarzystwo następuje w drodze decyzji po przeprowadzeniu rozprawy. Ponadto Komisja może nadać decyzji rygor natychmiastowej wykonalności.

Jeżeli kapitały własne towarzystwa spadną poniżej minimalnego poziomu określonego w ustawie, i jeżeli nie zostaną one uzupełnione do wymaganego poziomu, Komisja może cofnąć zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo.

Naruszenie przepisów ustawy statutu lub warunków zezwolenia przy zbieraniu zapisów w związku z procedurą tworzenia funduszu może spowodować nałożenie na towarzystwo kary w postaci cofnięcia zezwolenia na utworzenie funduszu.

Szczególny tryb karania dotyczy postępowania związanego z nieprawidłowościami w publikacjach dotyczących funduszu. W takim przypadku Komisja dysponuje następującymi instrumentami:

- 1) może zakazać ogłaszania nieprawidłowych reklam i publikacji i nakazać ogłoszenia odpowiednich sprostowań w wyznaczonym przez Komisję terminie,
- 2) w przypadku, gdy powyższy zakaz lub nakaz Komisji nie zostanie wykonany, Komisja może nałożyć na towarzystwo karę pieniężną w wysokości do 500 tysięcy złotych. Ponadto Komisja dokonuje w takim przypadku ogłoszenia odpowiednich sprostowań na koszt towarzystwa.

Niezależnie od wymienionych wyżej sankcji administracyjnych nakładanych na towarzystwo funduszy inwestycyjnych, ustawa przewiduje możliwość zastosowania sankcji wobec osób odpowiedzialnych za nieprawidłowości w funkcjonowaniu funduszu inwestycyjnego. Sankcją taką może być nakazanie funduszowi zmianę osób mających wpływ na funkcjonowanie funduszu, a mianowicie:

- członków zarządu towarzystwa lub rady nadzorczej towarzystwa,
- osób, które mają wpływ na działalność funduszu, w szczególności na decyzje inwestycyjne,
- osób zatrudnionych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków wynikających z umowy o prowadzenie rejestru aktywów funduszu.

Jeżeli zmiana ta nie zostanie dokonana w terminie, Komisja może nałożyć na towarzystwo karę pieniężną w wysokości do 500 tysięcy złotych, a jeśli mimo nałożenia tej kary zmiana nie zostanie dokonana w terminie, Komisja może cofnąć zezwolenie na działalność towarzystwa.

5.2. Postępowanie wobec depozytariusza

Przedmiotem postępowania wobec depozytariusza może być:

- 1) Naruszenie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niewypełnianie obowiązków określonych w umowie o prowadzeniu rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego.

Sankcją za nieprawidłowe działanie w powyższym zakresie może być nakaz zmiany depozytariusza lub nałożenie na depozytariusza kary pieniężnej w wysokości do 500 tysięcy złotych.

2) Niewypełnianie określonych w ustawie obowiązków przekazywania do Komisji informacji (przede wszystkim dotyczy to obowiązku informowania Komisji o tym, że fundusz działa z naruszeniem prawa lub nienależycie uwzględnia interes uczestników funduszu).

Sankcją za niedopełnianie tych obowiązków może być kara pieniężna w wysokości do 500 tysięcy złotych.

5.3. Postępowanie wobec dystrybutora

Przedmiotem postępowania wobec podmiotów pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa jest naruszenie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, niewypełnienie warunków określonych w zezwoleniu lub przekraczanie jego zakresu. Sankcją za nieprawidłowe wykonywanie obowiązków może być:

- 1) cofnięcie zezwolenia, albo
- 2) nałożenie kary pieniężnej do wysokości 500 tysięcy złotych, albo
- 3) zastosowanie łącznie obu wymienionych wyżej sankcji.

5.4. Postępowanie wobec pozostałych podmiotów

Postępowanie dotyczyć może ponadto agenta transferowego lub podmiotu, któremu towarzystwo powierzyło wykonywanie swoich obowiązków.

Jeżeli podmioty te wykonują obowiązki niezgodnie z umową zawartą z funduszem lub towarzystwem oraz statutem funduszu Komisja może nałożyć na te podmioty karę pieniężną do wysokości 500 tysięcy złotych lub nakazać funduszowi lub towarzystwu odstąpienie od umowy.

6. Znaczenie nadzoru sprawowanego przez Komisję dla uczestników funduszy inwestycyjnych

Można zadać sobie pytanie: jakie korzyści wynikają dla uczestnika funduszu inwestycyjnego z tego, że Komisja sprawuje nadzór nad działalnością funduszy inwestycyjnych i nad podmiotami obsługującymi

fundusz. Jaką korzyść uzyska uczestnik np. z tego, że Komisja nałożyła na nadzorowany podmiot karę administracyjną?

Korzyści te są zależne od rodzaju stosowanego instrumentu nadzorczego. W przypadku nadzoru wstępnego, zadaniem Komisji jest niedopuszczenie do tego, by działalność prowadziły podmioty lub osoby, które mogłyby działać z naruszeniem interesu uczestników funduszu inwestycyjnego. Odmowa udzielenia zezwolenia na określony zakres działalności ma więc znaczenie prewencyjne.

Bardziej skomplikowana jest sytuacja w ocenie skuteczności instrumentów nadzoru nad istniejącymi podmiotami: monitorowania ich działalności w oparciu o analizę raportów, przeprowadzania kontroli i nakładania kar administracyjnych. Prawdą jest, że nałożenie kary na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub inny podmiot nie wpływa bezpośrednio na sytuację uczestnika, który w wyniku nieprawidłowego działania towarzystwa poniósł szkodę. Nie poprawia to bezpośrednio sytuacji uczestnika, ale może przyczynić się w sposób istotny do tej poprawy.

Przedewszystkim ten rodzaj nadzoru ma również znaczenie prewencyjne. Już sama możliwość nałożenia dotkliwej kary pieniężnej lub cofnięcia zezwolenia powoduje, że podmioty te jednak muszą obawiać się naruszeń prawa, statutu funduszu, czy też naruszania w inny sposób interesów uczestników.

Ponadto, jak wcześniej o tym wspomniano, stwierdzenie przez Komisję, że fundusz działał z naruszeniem prawa lub statutu może być wykorzystane w sporze cywilnym uczestnika z towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Jakie są możliwe drogi dochodzenia praw uczestników funduszy na drodze cywilnej? Są one następujące:

- 1) wystąpienie depozytariusza, w imieniu uczestników, z powództwem przeciwko towarzystwu,
- 2) wytoczenie powództwa towarzystwu przez Przewodniczącą Komisji w przypadku skorzystania z przysługujących mu uprawnień prokuratora w sprawach cywilnych z zakresu tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych,
- 3) wystąpienie uczestnika z powództwem przeciwko towarzystwu.

W przypadku samodzielnego dochodzenia swoich praw przez uczestnika powstaje bardzo istotny problem, w jaki sposób uczestnik może skorzystać z ustaleń Komisji, która ukarała towarzystwo lub inny podmiot za działania, które zdaniem uczestnika mogły wyrządzić mu szkodę. Opierając się o uprawnienia wynikające z ustawy o dostępie do informacji publicznej, uczestnik może żądać udostępnienia mu, będącej w posiadaniu urzędu informacji, która może dotyczyć jego interesów. Problem wynika z tego, że członkowie Komisji i pracownicy urzędu Komisji objęci są obowiązkiem zachowania w poufności informacji stanowiących tajemnicę zawodową. Obowiązek ten w znacznym stopniu ogranicza możliwość udostępnienia uczestnikowi treści decyzji komisji o nałożeniu kary do towarzystwo funduszy inwestycyjnych, *asset management*, czy też podmiot wykonujący na zlecenie towarzystwa jego zadania. W praktyce uczestnik funduszu może więc otrzymać bądź kopię decyzji z wymazanymi danymi, identyfikującymi inne osoby, bądź opis przyczyn ukarania towarzystwa lub *asset management*. Ponadto z żądaniem do Komisji przekazania stosownych informacji niezbędnych do przeprowadzenia postępowania może zwrócić się, na wniosek uczestnika, prowadzący sprawę sąd cywilny. Z udzielonych sądowi przez Komisję informacji wyłączone zostaną informacje zawierające tzw. istotną tajemnicę zawodową.⁴⁹

Można więc stwierdzić, że nałożenie przez Komisję kary za nieprawidłowe działanie na towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub na podmioty obsługujące fundusz inwestycyjny na zlecenie towarzystwa, może być wykorzystane przez uczestnika w postępowaniu sądowym. Może też być podstawą wystąpienia z powództwem przez Przewodniczącego Komisji lub przez depozytariusza.

⁴⁹Więcej na ten temat w pracy A. Chłopeckiego, K. Nowocien-Dychy i A. Zapalę „Prawa i obowiązki klienta domu maklerskiego”, Warszawa 2003.

Rozdział 9

Szczególne zasady nadzoru nad funduszami zagranicznymi oraz zagranicznymi podmiotami zarządzającymi funduszami

Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej spowodowało „otwarcie” polskiego rynku funduszy inwestycyjnych dla funduszy mających siedzibę w państwach członkowskich Unii. Otwarcie to oznacza, że fundusze te mogą zbywać swoje tytuły uczestnictwa, zaś spółki zarządzające tymi funduszami mogą prowadzić w Polsce swoją działalność bez specjalnego zezwolenia Komisji. Nie oznacza to jednak, że podmioty te nie podlegają nadzorowi Komisji. Zakres tego nadzoru oraz zasady ochrony praw inwestorów będzie przedmiotem niniejszego rozdziału. Umożliwienie działania w Polsce funduszy zagranicznych wiąże się również z odpowiednimi, symetrycznymi uprawnieniami polskich funduszy inwestycyjnych (w szczególności jednego rodzaju tych funduszy, tj. funduszy otwartych) oraz spółek zarządzających tymi funduszami, czyli towarzystw funduszy inwestycyjnych, do prowadzenia działalności w innych niż Polska krajach członkowskich Unii Europejskiej. Ponieważ niniejsza książka adresowana jest do polskiego czytelnika, przedmiotem zainteresowania niniejszego rozdziału będzie generalnie kwestia zasad i warunków prowadzenia działalności w Polsce przez podmioty zagraniczne, zaś zasadniczo pominięta zostanie kwestia warunków funkcjonowania funduszy otwartych i towarzystw w innych krajach, chyba że będzie to niezbędne dla opisu praw polskich inwestorów.

Na podobnych zasadach jak to ma miejsce w przypadku funduszy z krajów UE i spółek zarządzających z tych krajów, uregulowana została kwestia wzajemnego otwarcia rynku w krajach należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego⁵⁰. Ustawa przewidziała również tryb wchodzenia na nasz rynek funduszy z innych niż kraje należące do Unii Europejskiej i EEA, krajów należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD).

Możliwość funkcjonowania w Polsce zagranicznych podmiotów oferujących tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych jest sytuacją nową, stawiającą zarówno przed polskimi podmiotami, ale również przed polskimi inwestorami nowe wyzwania. Polski inwestor będzie z jednej strony miał większą, bardziej różnorodną ofertę produktów inwestycyjnych, z drugiej jednak strony może mieć problem z właściwą ich oceną. Będą to bowiem często produkty dotychczas niespotykane na naszym rynku, bardziej zaawansowane np. jeśli chodzi o stosowane techniki inwestycyjne lub też stosujące inne metody sprzedaży.

Dokonanie wyboru właściwego produktu wymagać więc będzie posiadania chociażby podstawowej wiedzy na ten temat. Szczególnie przydatna będzie też wiedza na temat możliwości, jakie posiadał będzie polski inwestor w zakresie dochodzenia swoich praw w sytuacjach ewentualnych konfliktów, do kogo zwrócić się ze skargą na działalność funduszu, jaki jest zakres nadzoru polskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd nad tymi podmiotami.

1. Zbywanie tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej

1.1 Pojęcie funduszu zagranicznego

Funduszem zagranicznym w rozumieniu ustawy jest fundusz inwestycyjny otwarty lub spółka inwestycyjna z siedzibą w innym niż

⁵⁰ Do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EEA) należą takie kraje jak: Islandia, Norwegia i Lichtenstein.

Rzeczpospolita Polska państwie należących do Unii Europejskiej (państwo członkowskie) prowadzące działalność zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe⁵¹.

Jak wynika z powyższej definicji fundusz zagraniczny może działać w różnej formie prawnej, dopuszczonej dyrektywą UCITS. Fundusz spełniając wymogi dyrektywy może funkcjonować jako fundusz inwestycyjny otwarty w formie umownej (czyli jako fundusz zarządzany przez spółkę inwestycyjną lub w formie trustu) lub w formie statutowej (spółki inwestycyjnej)⁵².

Niezależnie od formy prawnej fundusze spełniające wymogi dyrektywy muszą mieć cechy funduszu otwartego, a więc muszą emitować jednostki (tytuły) uczestnictwa i dokonywać ich umorzenia na żądanie uczestników funduszu. Nie spełniają więc wymogów dyrektywy regulowane ustawą o funduszach inwestycyjnych fundusze specjalistyczne otwarte lub fundusze zamknięte. Dyrektywa wymaga również, by tytuły uczestnictwa były oferowane publicznie. Ponadto fundusz musi spełniać następujące wymogi:

- przedmiotem lokat mogą być wyłącznie określone w dyrektywie zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego a także depozyty w instytucjach kredytowych i finansowe instrumenty pochodne,
- lokowanie musi się opierać na zasadzie rozkładania ryzyka, co osiąga się dzięki odpowiedniej dywersyfikacji lokat i przestrzeganiu limitów inwestycyjnych,
- aktywa muszą być przechowywane przez niezależnego od funduszu depozytariusza,

⁵¹ Pojęcie „prawo wspólnotowe” oznacza akty prawne wydawane przez organy Unii Europejskiej. W niniejszym przypadku chodzi o przywoływaną wcześniej dyrektywę UCITS, wraz ze zmianami do niej.

⁵² Przykładem spółki inwestycyjnej jest spółka prawa francuskiego SICAV, czyli spółka akcyjna o zmiennym kapitale. Więcej na temat form prawnych funkcjonowania UCITS: M. Michalski, L. Sobolewski, Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. C.H.Beck, Warszawa 1999 r.

- warunkiem prowadzenia działalności przez fundusz jest uzyskanie zezwolenia udzielonego przez właściwy organ państwa w którym znajduje się siedziba funduszu i działalność ta podlega nadzorowi tego organu.

W zależności od formy prawnej funduszu zagranicznego, zasady funkcjonowania tego podmiotu reguluje bądź regulamin (w przypadku formy umownej), bądź statut (forma statutowa). Różny charakter prawny mogą też mieć tytuły uczestnictwa w funduszu. Mogą one mieć charakter papieru wartościowego bądź cechy takiej nie posiadać. Zróżnicowanie wynika zwykle z tradycji w zakresie rozwiązań prawnych obowiązujących w poszczególnych państwach członkowskich. Jeśli chodzi o tytuł uczestnictwa będący papierem wartościowym może to być szczególnie rodzaj np. jednostka uczestnictwa lub akcja (SICAV). W przypadku polskich funduszy inwestycyjnych otwartych, jednostka uczestnictwa, jak wiadomo, nie jest papierem wartościowym.

1.2. Warunki notyfikacji zbywania tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne

Zgodnie z zasadą jednego paszportu (single passport), zbywanie tytułów uczestnictwa przez fundusze zagraniczne w Polsce nie wymaga uzyskania dodatkowego zezwolenia Komisji. Jako fundusz spełniający wymogi dyrektywy UCITS uzyskał już bowiem właściwe zezwolenie w kraju macierzystym. Nie oznacza to jednak, że zbywanie nie musi być poprzedzone żadną dodatkową procedurą. Zgodnie z ustawą, jeżeli fundusz zagraniczny zamierza zbywać emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa na terytorium Polski, fundusz ten lub spółka nim zarządzająca obowiązane są do pisemnego zawiadomienia Komisji o tym zamiarze. Do zawiadomienia należy załączyć szereg dokumentów, które pozwolą stwierdzić, że fundusz spełnia wymogi ustawy, a mianowicie:

- 1) dokument sporządzony przez właściwy organ państwa macierzystego, że fundusz zagraniczny działa zgodnie z dyrektywą UCITS,

- 2) w zależności od formy prawnej: regulamin funduszu lub jego statut lub regulamin spółki zarządzającej lub jej statut,
- 3) prospekt informacyjny funduszu i skrót tego prospektu,
- 4) ostatni raport roczny i raport półroczny jeżeli zostały sporządzone,
- 5) szczegółowy opis sposobów zbywania na terytorium Polski tytułów uczestnictwa przez fundusz, w tym zasad i warunków wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa oraz sposobu udostępniania informacji o funduszu zagranicznym;
- 6) wskazanie podstawowych danych dotyczących przedstawiciela funduszu zagranicznego (firmy (nazwy) lub imię i nazwisko w przypadku osoby fizycznej, oraz siedziba i adres),
- 7) wskazanie firmy (nazwy) oraz siedziby i adresu agenta płatności funduszu w Polsce.

Dokumenty te muszą być bądź sporządzone w języku polskim bądź przetłumaczone na język polski przez tłumacza przysięgłego.

Powyższy wykaz dokumentów wynika z rozgraniczenia kompetencji nadzorczych nad funduszami zagranicznymi pomiędzy organem państwa macierzystego oraz polską Komisją. Zasadą jest, że nadzór nad samym funduszem, a więc zgodność działania tego podmiotu z prawem i regulaminem (statutem) należy do właściwego organu kraju, gdzie fundusz ma swoją siedzibę, zaś Komisja nadzoruje prawidłowość procesu sprzedaży, dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszu w Polsce. Z tego powodu, fundusz do zawiadomienia o zamiarze zbywania załączyć musi dokument swojego macierzystego organu nadzoru, potwierdzający, że spełnia wszystkie wymogi nałożone przez dyrektywę, np. w zakresie polityki inwestycyjnej, limitów inwestycyjnych, prawidłowości opisanego sposobu funkcjonowania w dokumentach funduszu (statut lub regulamin) czy też wyboru depozytariusza. Natomiast przedmiotem zainteresowania Komisji jest analiza dokumentów, które pozwolą stwierdzić, że uczestnicy funduszu będą należycie obsługiwani. Z tego powodu szczególnym przedmiotem zainteresowania Komisji jest dokument opisujący w sposób szczegółowy zasady dystrybucji tytułów uczestnictwa. W tym zakresie Komisję będzie przede wszystkim interesować sposób zorganizowania dokonywania przez uczestników wpłat i wypłat z tytułu uczestnictwa w funduszu,

a także w jaki sposób uczestnikowi będą udostępniane informacje o funduszu. Kontrola tych dokumentów ma na celu stwierdzenie, że obywatel Polski nie będzie w procesie dystrybucji traktowany gorzej niż uczestnicy funduszu z kraju macierzystego funduszu. Ponieważ kwestie te w dużym stopniu leżą w kompetencji specjalnie powołanych w tym celu instytucji, tj. przedstawiciela funduszu, jakiego fundusz musi ustanowić w Polsce oraz agenta płatności, informacje o tych podmiotach są elementem dokumentu notyfikacyjnego (zawiadomienia).

Fundusz może rozpocząć zbywanie tytułów uczestnictwa po upływie 2 miesięcy od dnia złożenia w Komisji wszystkim wskazanym wyżej dokumentów. Jeżeli jednak przed upływem tego terminu Komisja, w wyniku analizy otrzymanych dokumentów stwierdzi, że:

- 1) przewidywane sposoby zbywania w Polsce tytułów uczestnictwa nie spełniają wymogów polskiego prawa, lub
- 2) fundusz nie zapewnia sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabyciem lub umorzeniem tytułów uczestnictwa, lub
- 3) fundusz nie zapewnia uczestnikom łatwego dostępu do informacji o funduszu,
 - może zakazać, w drodze decyzji zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusz w Polsce.

1.3. Zasady prowadzenia działalności przez fundusz zagraniczny w Polsce

Fundusz, który pozytywnie przeszedł procedurę notyfikacji (Komisja nie zgłosiła zakazu co do zamiaru zbywania tytułów uczestnictwa), działając w Polsce może używać oznaczenia „fundusz inwestycyjny” lub „spółka inwestycyjna”, jednakże oznaczenie to musi być uzupełnione o określenie odpowiednio „zagraniczny” lub „zagraniczna”. W tym miejscu warto przypomnieć, że oznaczenie „fundusz inwestycyjny” zostało ustawowo zastrzeżone dla funduszy utworzonych zgodnie z ustawą, zaś fundusze zagraniczne mogą również używać tej nazwy, jednakże w celu właściwego poinformowania inwestorów ustawodawca uznał potrzebę uzupełnienia tej informacji o dodatkowe określenie.

Generalne zasady jakimi powinien kierować się fundusz w swojej działalności, to zapewnienie uczestnikom:

- sprawnego wpłacania i wypłacania kwot związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa,
- dostępu do informacji o funduszu.
- co najmniej takiego poziomu ochrony jak w państwie macierzystym;
- dostarczania potwierdzeń zbycia lub umorzenia tytułów uczestnictwa w języku polskim z częstotliwością taką samą jak w państwie macierzystym.

Bardzo ważnym ogniwem realizacji tych zadań są: przedstawiciel funduszu zagranicznego i agent płatności.

Zadania przedstawiciela funduszu zagranicznego są dwojakie:

- 1) zadania związane z pośrednictwem w kontaktach funduszu z organem nadzoru, czyli Komisją; w tym zakresie przedstawiciel reprezentuje fundusz przed Komisją, a także jest zobowiązany do informowania Komisji o zmianach w wymienionych wcześniej dokumentach przedkładanych przy zawiadomieniu o zamiarze zbywania w Polsce tytułów uczestnictwa;
- 2) zadania nastawione na obsługę uczestników funduszu: reprezentowanie funduszu wobec jego uczestników, zapewnienie uczestnikom funduszu właściwego dostępu do informacji o funduszu oraz wykonywanie innych czynności związanych z obsługą uczestników, w tym przyjmowanie reklamacji uczestników.

Złożenie oświadczenia woli, dokumentu urzędowego lub pisma procesowego przedstawicielowi funduszu, ustawa uznaje za złożenie go temu funduszowi zagranicznemu. Znaczenie funkcjonowania przedstawiciela funduszu zagranicznego w Polsce dla uczestnika jest więc olbrzymie, zważywszy, że przeciętny polski inwestor miałby duże trudności z realizowaniem swoich uprawnień bezpośrednio w kraju macierzystym funduszu.

Ponadto przedstawiciel funduszu może, jednakże na podstawie dodatkowego zezwolenia, pełnić również funkcję pośrednika w zbywaniu i umarzaniu w Polsce tytułów uczestnictwa.

Kolejną, obok przedstawiciela funduszu zagranicznego instytucją mającą olbrzymie znaczenie dla polskiego inwestora jest agent płatności. Rolą

agenta płatności jest tzw. obsługa kasowa uczestników funduszu, a więc przyjmowanie wpłat i dokonywanie wypłat związanych z nabywaniem i umarzaniem tytułów uczestnictwa lub też realizacja innych uprawnień (np. wypłata dochodów funduszu bez umarzania tytułów uczestnictwa). Agentem płatności może być wyłącznie bank krajowy lub krajowy oddział instytucji kredytowej (czyli banku z siedzibą w kraju członkowskim Unii Europejskiej). Agent płatności może również za zezwoleniem Komisji prowadzić dystrybucję tytułów uczestnictwa funduszu zagranicznego.

Przedstawiciel funduszu zagranicznego i agent płatności nie są jedy-nymi podmiotami, które mogą pośredniczyć w zbywaniu tytułów uczestnictwa funduszu zagranicznego. Działalność ta może być realizowana również za pośrednictwem spółki zarządzającej tym funduszem lub jej oddziału (w dalszej części niniejszej książki zostaną opisane warunki prowadzenia działalności przez spółkę zarządzającą w Polsce), podmiotu prowadzącego działalność maklerska, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, lub innego podmiotu który ma zezwolenie Komisji na pośredniczenie w dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych.

Z punktu widzenia każdego inwestora kwestią ważną jest również to, by móc nie tylko otrzymywać wszystkie niezbędne dokumenty i informacje, ale by móc się z nimi zapoznać w swoim języku ojczystym. Ustawa wychodzi naprzeciw tym oczekiwaniom i nakłada na fundusz zagraniczny następujące obowiązki:

- 1) publikowania na terytorium Polski oraz udostępniania przy zbywaniu tytułów uczestnictwa podstawowych dokumentów, a w szczególności: prospektu informacyjnego i jego skrótu, zmian w prospekcie i jego skrócie, rocznego i półrocznego sprawozdania finansowego funduszu oraz wszystkich innych dokumentów i informacji, które ten fundusz jest zobowiązany udostępniać inwestorom w kraju macierzystym; wszystkie te dokumenty i informacje muszą być publikowane lub udostępniane w języku polskim;
- 2) każda informacja reklamowa, ogłoszenie oraz inne informacje przekazywane przez fundusz w Polsce muszą być publikowane w języku polskim; ogłoszenia, informacje reklamowe i inne informacje o fun-

duszu muszą spełniać te same wymogi jak opisane w poprzednich rozdziałach analogiczne dokumenty publikowane przez polskie fundusze inwestycyjne;

- 3) na żądanie uczestnika, fundusz zagraniczny lub spółka nim zarządzająca mają obowiązek udzielić mu, oczywiście w języku polskim, dodatkowych informacji o limitach inwestycyjnych funduszu, sposobie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym funduszu, a także o aktualnych zmianach i przyrostach wartości w zakresie głównych lokat funduszu.

Jak wynika z powyższego opisu, ustawodawca dość szczegółowo i kompleksowo zagwarantował właściwą obsługę uczestników przez fundusz, a szczególną wagę przyłożył do obowiązków w zakresie dostarczenia polskiemu inwestorowi niezbędnych informacji związanych z inwestycją w fundusz i uczestnictwem w funduszu.

1.4. Nadzór nad dystrybucją tytułów uczestnictwa przez fundusz zagraniczny w Polsce

Właściwe ukształtowanie obowiązków funduszu wobec uczestników byłoby niewystarczające bez odpowiedniego systemu nadzoru nad wypełnianiem tych obowiązków. Jak wiadomo z wcześniejszych informacji, nadzór nad funduszami zagranicznymi wykonują właściwe organy nadzoru państwa macierzystego funduszu. Wyłącznie te organy są uprawnione do podejmowania środków nadzorczych w przypadku naruszenia przez ten fundusz przepisów prawa, regulaminu lub statutu funduszu oraz zasad uczciwego obrotu. Jeżeli zostanie stwierdzone, że fundusz narusza powyższe reguły działania, Komisja jest zobowiązana do poinformowania właściwych organów państwa macierzystego o tych naruszeniach.

W kompetencji Komisji leży natomiast nadzór nad zbywaniem na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne zgodnie z przepisami prawa i zasadami uczciwego obrotu. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że wyłącznie w kompetencji polskiego prawa jest określenie prawidłowych zasad dystrybu-

cji. Kwestie te nie są regulowane prawem unijnym. Stąd też Komisja może zakwestionować zgodność z prawem prowadzenia działalności przez fundusz, nawet wtedy, gdy taki sposób dystrybucji byłby zgodny z prawem państwa macierzystego funduszu.

Realizując swoje uprawnienia nadzorcze, Komisja, w przypadku stwierdzenia naruszenia przy zbywaniu tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusz zagraniczny przepisów prawa, regulaminu (statutu) funduszu lub zasad uczciwego obrotu, może w drodze decyzji:

- 1) zakazać dalszego zbywania tytułów uczestnictwa, albo
- 2) nałożyć na fundusz zagraniczny karę pieniężną w wysokości do 500 tys. zł, albo
- 3) zastosować łącznie obie wymienione wyżej sankcje.

1.5. Zbywanie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do EEA oraz w innych państwach należących do OECD

Pojęcie funduszu zagranicznego, jak wiemy odnosi się do funduszy z siedzibą w państwach członkowskich Unii Europejskiej. Jednakże ustawa zawiera również regulacje umożliwiające zbywanie w Polsce tytułów uczestnictwa przez fundusze z innych państw. Zasady na jakich to może nastąpić zależą od tego, czy państwo będące siedzibą funduszu należy do EEA lub do OECD.

W przypadku funduszy z państw należących do EEA, fundusze, które spełniają wymogi dyrektywy UCITS mogą być zbywane dokładnie na takich samych warunkach i zasadach jak fundusze zagraniczne.

Trochę inaczej ma się sprawa zbywania tytułów uczestnictwa przez fundusze z krajów należących do OECD lecz nie należące do EEA. Fundusze z siedzibą w tych krajach mogą zbywać tytuły uczestnictwa w Polsce pod warunkiem, że funkcjonują na warunkach wymaganych wobec UCITS (otwarty charakter funduszu, ograniczenia inwestycyjne odpowiadające otwartym funduszom inwestycyjnym, sporządzanie rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych, nadzór nad funduszem właściwego organu pań-

stwa siedziby funduszu). Dodatkowym warunkiem wejścia tych funduszy na nasz rynek jest jednak zapewnienie przez państwo w którym fundusz ten ma siedzibę równego dostępu do swojego rynku polskim funduszom inwestycyjnym otwartym. Ponadto organ nadzoru z tego państwa powinien zapewnić, również na zasadzie wzajemności, przekazywanie Komisji informacji dotyczących sytuacji finansowej i działalności funduszu.

1.6. Rejestr funduszy zagranicznych oraz funduszy z siedzibą w państwach należących do EEA i innych państwach należących do OECD

Komisja, zgodnie z ustawą prowadzi rejestr wszystkich funduszy zagranicznych, funduszy z siedzibą w krajach należących do EEA oraz funduszy z siedzibą w innych krajach należących do OECD. Rejestr ten zawiera podstawowe dane dotyczące tego funduszu, przedstawiciela funduszu oraz agenta płatności funduszu (nazwę, siedzibę, adres). W razie wątpliwości co do legalności działania jakiegoś funduszu w Polsce, inwestorzy mogą zweryfikować swoje informacje zasięgając odpowiedniej informacji w urzędzie Komisji.

2. Tworzenie oddziałów i wykonywanie działalności przez spółki zarządzające funduszami zagranicznymi

Inną formą uczestnictwa podmiotów zagranicznych na terytorium Polski, wynikającego z zasady jednego paszportu jest możliwość prowadzenia działalności przez spółki zarządzające funduszami zagranicznymi. Działalność ta może być prowadzona:

- 1) w formie utworzonego specjalnie w tym celu oddziału na terytorium Polski,
- 2) w formie innej niż oddział.

W celu prowadzenia działalności w Polsce w formie oddziału, spółka zarządzająca powinna zawiadomić o tym zamiarze organ nadzoru w państwie w którym posiada swoją siedzibę, załączając do zawiadomienia m.in. plan prowadzenia działalności w Polsce, określający zakres świad-

czonych usług przez oddział, strukturę organizacyjną oddziału oraz informacje o osobach odpowiedzialnych za zarządzanie oddziałem, a w przypadku zamiaru prowadzenia działalności w zakresie zbywania tytułów uczestnictwa zarządzanych przez siebie funduszy, również opisane wcześniej dokumenty niezbędne do notyfikowania zbywania tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych. Dokumenty te, po weryfikacji czy spółka ta spełnia wymogi prawa, są przekazywane przez organ nadzoru właściwy według siedziby spółki do Komisji, wraz z informacją o obowiązującym w tym państwie systemie rekompensat. Komisja informuje spółkę o otrzymaniu tych dokumentów. Oddział może być utworzony w terminie 2 miesięcy od otrzymania przez Komisję tej informacji. Przedmiotem działalności oddziału może być, oprócz zbywania tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, również prowadzenie działalności reklamowej oraz świadczenie usług w zakresie zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych oraz doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Komisja może określić w formie decyzji w ciągu 2 miesięcy od otrzymania zawiadomienia, warunki, na jakich działalność ta może być prowadzona. Komisja może też zakazać w tym terminie zbywania tytułów uczestnictwa na zasadach analogicznych do tych, jakie obowiązują w przypadku zgłoszenia przez fundusz zagraniczny zamiaru zbywania tytułów uczestnictwa w Polsce.

Podobna procedura związana jest z notyfikowaniem w Polsce działalności przez spółkę w formie innej niż oddział, przy czym w takim przypadku Komisja swój sprzeciw musi wydać w ciągu 1 miesiąca od otrzymania zawiadomienia wraz z wymaganymi dokumentami.

W przypadku stwierdzenia, że spółka narusza przepisy prawa w zakresie prowadzenia działalności, Komisja informuje spółkę o stwierdzonych nieprawidłowościach i wyznacza termin ich usunięcia. W razie nieusunięcia nieprawidłowości w wyznaczonym terminie, Komisja informuje o tym właściwe organy państwa macierzystego spółki zarządzającej. Jeżeli działania te okażą się niewystarczające i spółka nadal narusza przepisy prawa, Komisja może zakazać wykonywania działalności przez spółkę lub jej oddział na terytorium Polski, nałożyć karę pieniężną w wysokości do 500 tysięcy złotych (lub obie kary łącznie), bądź też

zakazać spółce zawierania jakichkolwiek transakcji na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

Analogiczne uprawnienia posiadają również towarzystwa funduszy inwestycyjnych, w zakresie prowadzenia działalności na terytorium państw członkowskich

Opisane wyżej zasady dotyczące prowadzenia działalności przez spółki zarządzające z krajów członkowskich Unii Europejskiej, mają również zastosowanie do działalności spółek zarządzających mających siedzibę w krajach należących do EEA, o ile zarządzają one funduszami spełniającymi wymogi dyrektywy UCITS. Tworzenie oddziałów przez podmioty mające siedzibę w krajach OECD, nie będących krajami należącymi do Unii Europejskiej lub do EEA, może być prowadzone na analogicznych zasadach, jeżeli spółka podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem finansowym oraz jest zapewnione przekazywanie na zasadzie wzajemności informacji o sytuacji finansowej i działalności spółki między Komisją, a tym organem, oraz jeżeli państwo na terenie którego ma siedzibę ta spółka, umożliwi tworzenie oddziałów przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Załącznik nr 1 – Dane dotyczące towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, depozytariuszy oraz agentów transferowych

AIG Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	AIG Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	Deutsche Bank Polska S.A.
	AIG Fundusz Inwestycyjny Obligacji	Deutsche Bank Polska S.A.
	AIG Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Wzrostu	Deutsche Bank Polska S.A.
	AIG Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zagranicznych Obligacji	Deutsche Bank Polska S.A.
agent transferowy	BRE Agent Transferowy Sp. z o.o.	
BPH Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Europejskich Obligacji	BRE Bank S.A.
	BPH Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego	Bank BPH S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	Bank BPH S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji	Bank BPH S.A.
	BPH Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Aktywnego Zarządzania	Bank BPH S.A.
	BPH Otwarty Fundusz Inwestycyjny Top Ameryka	Bank BPH S.A.
	BPH Otwarty Fundusz Inwestycyjny Top Europa	Bank BPH S.A.
	BPH Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Dolarowych Obligacji	BRE Bank S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Skarbowy	BRE Bank S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Mieszany Pro Lokata	Bank BPH S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Wzrostu	BRE Bank S.A.
	BPH Fundusz Inwestycyjny Mieszany Bezpieczna Inwestycja	Bank BPH S.A.
agent transferowy	BRE Agent Transferowy Sp. z o.o.	
BZ WBK AIB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	Arka Obligacji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	ING Bank Śląski S.A.
	Arka Stabilnego Wzrostu Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Arka Akcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Arka GLOBAL INDEX 2007 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	Bank Zachodni WBK
	Arka Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Arka Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Zachodni WBK
	Arka Ochrona Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Lukas Fundusz Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Zachodni WBK
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
Commercial Union Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	Commercial Union Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Inwestowania PPE	ABN AMRO Bank Polska S.A.
	Commercial Union Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji	ABN AMRO Bank Polska S.A.
	Commercial Union Fundusz Inwestycyjny Otwarty Polskich Akcji	ABN AMRO Bank Polska S.A.

Załącznik nr 1 cd.

	Commercial Union Fundusz Inwestycyjny Otwarty Depozyt Plus	ABN AMRO Bank Polska S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
DWS POLSKA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zabezpieczenia Emerytalnego	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji – Top 50 Europa	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji Plus	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Dłużnych Papierów Wartościowych	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Euroobligacji	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zrównoważony	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego Plus	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Mieszany Rynku Pieniężnego	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty USD Obligacji	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Top 25 Małych Spółek	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Konwergencji	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego	Deutsche Bank Polska S.A.
	DWS Polska Fundusz Inwestycyjny Mieszany Stabilnego Wzrostu	Deutsche Bank Polska S.A.
agent transferowy	BRE Agent Transferowy Sp. z o.o.	
Górnośląskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	GTFI Fundusz Inwestycyjny Otwarty Skarbowy Rynku Pieniężnego	ING Bank Śląski S.A.
	GTFI Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Wzrostu	ING Bank Śląski S.A.
	GTFI Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	ING Bank Śląski S.A.
	GTFI Premium Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Krótkoterminowych Papierów Dłużnych	ING Bank Śląski S.A.
	GTFI Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji Skarbowych	ING Bank Śląski S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
ING Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Emerytura Plus	ING Bank Śląski S.A.
	ING Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji 2	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji Euro	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Mieszany Akcji ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji Dolarowych	ING Bank Śląski S.A. ING Bank Śląski S.A.
	ING Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty EuroClick	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Gotówkowy	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	ING Bank Śląski S.A.
	ING Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	ING Fundusz Inwestycyjny Mieszany Stabilnego Wzrostu	ING Bank Śląski S.A.
	ING Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji 2	ING Bank Śląski S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	

Załącznik nr 1 cd.

MILLENNIUM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	Millennium Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Wzrostu	Bank Millennium S.A.
	Millennium Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Akcji	Bank Millennium S.A.
	Millennium Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Zrównoważony	Bank Millennium S.A.
	Millennium Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Rynku Pieniężnego	Bank Millennium S.A.
	Millennium Fundusz Inwestycyjny Otwarty Dolarowa Lokata	Bank Millennium S.A.
	Millennium Fundusz Inwestycyjnych Otwarty Papierów Dłużnych	Bank Millennium S.A.
agent transferowy	Bank Millennium S.A.	
PIONEER PEKAO Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	Pioneer Akcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Akcji Amerykańskich „Fundusz Amerykański” Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Pioneer Ochrony Kapitału Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Agresywnego Inwestowania Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Obligacji Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Akcji Europejskich Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Telekomunikacji Polskiej	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	Pioneer Obligacji Dolarowych Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Obligacji Europejskich Plus Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Obligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Obligacji Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Pioneer Arbitrażowy Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	Bank PEKAO S.A.
agent transferowy	Pekao Financial Services Sp. z o.o.	
PKO/CREDIT SUISSE Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	PKO/CREDIT SUISSE Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	PKO/CREDIT SUISSE Skarbowy Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	PKO/CREDIT SUISSE Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	PKO/CREDIT SUISSE Akcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	PKO/CREDIT SUISSE Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
SEB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	SEB 5 - Obligacji Skarbowych Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	SEB 1 - Zrównoważonego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.

Załącznik nr 1 cd.

	SEB 2 – Obligacji i Bonów Skarbowych Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	SEB 3 – Akcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	SEB 4 – Stabilnego Wzrostu Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank Handlowy w Warszawie S.A.
	SEB 6 Euro Lokata Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	Skarbiec – Akcja Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji	Bank BPH S.A.
	Sezam Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	Bank BPH S.A.
	Sezam IV Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty w likwidacji	Bank BPH S.A.
	SKARBIEC-LOKACYJNY Fundusz Inwestycyjny Mieszany Papierów Dłużnych	Bank BPH S.A.
	SKARBIEC GOTÓWKOWY Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	Skarbiec NET Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	Skarbiec – Kasa Plus Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	SKARBIEC-PROFIT PLUS Fundusz Inwestycyjny Mieszany	Bank BPH S.A.
	Sezam II Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	Bank BPH S.A.
	Sezam III Fundusz Inwestycyjny Otwarty Dłużnych Papierów Wartościowych	Bank BPH S.A.
	Skarbiec – Waga Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zrównoważony	Bank BPH S.A.
	Skarbiec Obligacja Fundusz Inwestycyjny Otwarty Instrumentów Dłużnych	Bank BPH S.A.
	Skarbiec – Kasa Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego	Bank BPH S.A.
	Skarbiec – Dolarowa Obligacja Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zagranicznych Instrumentów Dłużnych	Bank BPH S.A.
	Skarbiec III Filar Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	Skarbiec Fundusz Inwestycyjny Otwarty Zagranicznych Dłużnych Papierów Wartościowych	Bank BPH S.A.
agent transferowy	BRE Agent Transferowy Sp. z o.o.	
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.		depozytariusz
fundusze:	Allianz Stabilnego Wzrostu Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Allianz Akcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
	Allianz Obligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank PEKAO S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych S.A.	
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Banku Handlowego S.A.		depozytariusz
fundusze:	CitiObligacji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	CitiAkcji Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	CitiPłynnościowy Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	CitiZrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
	CitiPieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.

Załącznik nr 1 cd.

	Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty CitiSenior	ING Bank Śląski S.A.
	CitiObligacji Dolarowych Fundusz Inwestycyjny Mieszany	ING Bank Śląski S.A.
	Fundusz Własności Pracowniczej PKP Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	ING Bank Śląski S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Kredyt Banku S.A.		depozytariusz
fundusze:	KB Kapitał Plus II Fundusz Inwestycyjny Mieszany	Kredyt Bank S.A.
	KB Dolar Fundusz Inwestycyjny Mieszany	Kredyt Bank S.A.
	KB Akcja Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Kredyt Bank S.A.
	KB Obligacja Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Kredyt Bank S.A.
	KB Kapitał Plus Fundusz Inwestycyjny Mieszany	Kredyt Bank S.A.
	KB Kapitał Plus III Fundusz Inwestycyjny Mieszany	Kredyt Bank S.A.
	KB Pieniądz Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Kredyt Bank S.A.
agent transferowy	Kredyt Bank S.A.	
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU S.A.		depozytariusz
fundusze:	PZU Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Wzrostu MAZUREK	Deutsche Bank Polska S.A.
	PZU Fundusz Inwestycyjny Otwarty Papierów Dłużnych POLONEZ	Deutsche Bank Polska S.A.
	PZU Fundusz Inwestycyjny Otwarty Akcji KRAKOWIAK	Deutsche Bank Polska S.A.
agent transferowy	PZU CL Agent Transferowy S.A.	
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo – Kredytowych S.A.		depozytariusz
fundusze:	SKOK Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rynku Pieniężnego	ING Bank Śląski S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych SA	
UNION INVESTMENT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	UniKorona Akcje Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniKorona Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniWIBID Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniKorona Obligacje Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniGlobal Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniDolar Obligacje Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniXXI Wiek Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	UniKorona Rynek Pieniężny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
agent transferowy	BRE Agent Transferowy S.A.	
WARTA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.		depozytariusz
fundusze:	WARTA Trzeciofilarowy Zrównoważony Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	WARTA Papierów Dłużnych Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	Gamma Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Bank BPH S.A.
	Alfa Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
	Sigma Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	Bank BPH S.A.
	Beta Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty	Deutsche Bank Polska S.A.
agent transferowy	Obsługa Funduszy Inwestycyjnych Sp. z o.o.	