

GRZEGORZ BOROWSKI

WPŁYW NOWELIZACJI DYREKTYWY UNII EUROPEJSKIEJ O INSTYTUCJACH WSPÓLNEGO INWESTOWANIA NA POLSKIE REGULACJE DOTYCZĄCE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH OTWARTYCH

1. WPROWADZENIE

Podstawowym założeniem powołania Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej było dążenie do unifikacji systemów prawnych państw członkowskich w celu stworzenia wspólnego rynku (*internal market*) i zapewnienia jego efektywnego funkcjonowania. Cel ten został *expressis verbis* wyrażony w art. 3 lit. h) Traktatu Rzymskiego¹. Na gruncie regulacji dotyczących instytucji zbiorowego inwestowania podstawowe znaczenie dla realizacji tego celu ma Dyrektywa z 1985 r.²

Rynek instytucji wspólnego inwestowania w latach dziewięćdziesiątych był najszybciej rozwijającą się częścią rynku usług finansowych w Europie. Aktywa instytucji zarządzających powierzonym kapitałem wzrosły z 500 mln EURO na koniec 1990 r. do 4,3 biliona EURO na koniec 2002 r., w tym instytucji spełniających wymagania Dyrektywy – do 3,3 biliona EURO³. Instytucje wspólnego inwestowania stały się realną alternatywą dla lokat bankowych i bezpośrednich inwestycji w papiery wartościowe i mają znaczący udział w gromadzeniu oszczędności gospodarstw domowych w Europie – od 4% oszczędności ludności (Wielka Brytania, Finlandia) do ponad 20% (Włochy) zgromadzonych jest w instytucjach wspólnego inwestowania⁴. Popularność tego typu inwestycji wynika z jednej strony z relatywnie wysokiego bezpieczeństwa powierzonych środków w porównaniu z samodzielnymi inwestycjami w papiery wartościowe i niewysokiego wynagrodzenia, jakie pobierają instytucje zarządzające aktywami, z drugiej strony związana jest z możliwością osiągnięcia – zwłaszcza w średnim i długim horyzoncie – ponadprzeciętnych zysków. Stąd zwłaszcza rosnący udział instytucji wspólnego inwestowania w zarządzaniu oszczędnościami gromadzonymi z przeznaczeniem na cele emerytalne.

¹ *The Treaty establishing the European Community (the Roman Treaty)* (consolidated text OJ C 97/340 p. 173).

² Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (OJ L 375, 31.12.1985, p. 3) – dalej zwana Dyrektywa.

³ Za Europejskim Stowarzyszeniem Funduszy i Spółek Inwestycyjnych (*Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'investissement*); www.fefsi.org.

⁴ Dane na koniec 2000 r. za: www.fefsi.org.

Także w Polsce powyższe procesy zaczynają być dostrzegalne – aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły z 4,5 mld złotych na koniec 2000 r. do 27,7 mld złotych na koniec kwietnia 2003 r.⁵, co oznacza, że około 4,7% oszczędności Polaków lokowanych jest w funduszach inwestycyjnych⁶. Także ponad trzy czwarte pracowniczych programów emerytalnych⁷ jest prowadzonych w formie wnoszenia przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego.

W parze ze **wzrostem wielkości powierzonych aktywów** nastąpił **wzrost liczby instytucji wspólnego inwestowania** oraz **postępowało ich różnicowanie**. Od wprowadzenia Dyrektywy pojawiły się na rynku instytucje lokujące na określonym obszarze geograficznym, w określonej branży lub określony typ instrumentów finansowych. Postępujące różnicowanie instytucji, wzrost ich znaczenia w życiu gospodarczym oraz zamiar zapewnienia instytucjom wspólnego inwestowania utworzonym i funkcjonującym zgodnie z Dyrektywą (po polsku – IWI)⁸ spełniającym określone w niej warunki równego dostępu do wspólnego rynku poprzez umożliwienie uzyskania jednolitej licencji⁹, stały się przesłankami gruntownej nowelizacji Dyrektywy.

Podstawowymi celami, które przyświecały pracom nad przyjęciem Dyrektywy zarówno na początku lat osiemdziesiątych, jak i obecnie, gdy dokonywano jej nowelizacji, były:

- zamiar zapewnienia jednolitego, minimalnego poziomu ochrony inwestorom
- stworzenie takich ram działalności IWI, które pozwalałyby na wprowadzenie w życie koncepcji jednolitej licencji.

Dnia 21 stycznia 2002 r. Parlament Europejski działając wspólnie i w porozumieniu z Radą Europy wydał dwa akty normatywne nowelizujące Dyrektywę: dyrektywę 2001/107/EC zmieniającą uregulowania dotyczące działalności spółek zarządzających i wprowadzającą skrót prospektu¹⁰ oraz dyrektywę 2001/108/EC modyfikującą zasady dokonywania inwestycji IWI¹¹. Celem niniejszego opracowania jest:

- wskazanie przyczyn zmian regulacji dotyczących IWI,

⁵ www.expander.pl.

⁶ Obliczenia własne na podstawie: A. Słojewska, *Zmierzch monokultury bankowej*, „Rzeczpospolita” z dnia 21 października 2002 r.

⁷ Utworzonych na podstawie Ustawy z dnia 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych (tekst jednolity Dz.U. 2002, Nr 60, poz. 623 z późn. zm.).

⁸ Pod pojęciem UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*) rozumie się instytucje wspólnego inwestowania utworzone i działające zgodnie z Dyrektywą. W dalszej części artykułu używany będzie skrót polskiego odpowiednika tych instytucji – IWI.

⁹ Pod pojęciem „jednolitej licencji” rozumie się wydane przez organ nadzoru państwa położenia siedziby IWI zezwolenie na podjęcie działalności przez instytucję zbiorowego inwestowania, które – po dokonaniu odpowiedniej notyfikacji organowi nadzoru innego państwa członkowskiego – pozwala na podjęcie działalności także na obszarze tego państwa.

¹⁰ Directive 2001/107/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with a view to regulating management companies and simplified prospectus (OJ L 41, 13.02.2002 p. 20).

¹¹ Directive 2001/108/EC of the European Parliament and the Council of 21 January 2002 amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) with regard to investments of UCITS (OJ L 41, 13.02.2002, p. 35).

- analiza tych zmian,
- wskazanie na ich potencjalne konsekwencje dla polskiego ustawodawstwa dotyczącego funduszy inwestycyjnych.

2. ZAKRES PODMIOTOWY I PRZEDMIOTOWY DYREKTYWY

Dyrektywę stosuje się do przedsięwzięć mających siedziby na terytorium jednego z państw wchodzących w skład Unii Europejskiej, kumulatywnie spełniających dwa warunki:

- wyłącznym przedmiotem ich działalności jest inwestowanie na rachunek uczestników zebranych publicznie środków w zbywalne papiery wartościowe dobrane według zasady rozproszenia ryzyka inwestycyjnego (*risk spreading*),
- wyemitowane przez nie tytuły uczestnictwa są zbywane i odkupywane na każde żądanie uczestnika funduszu, tj. osoby, której przysługują¹².

Dyrektywa po nowelizacji obejmuje także przedsięwzięcia lokujące w inne, płynne aktywa (np. instrumenty rynku pieniężnego).

Przedsięwzięcia IWI mogą być zakładane zgodnie z Dyrektywą:

- na podstawie umów prawa cywilnego,
- na podstawie umów powiernictwa,
- w formie spółek prawa handlowego.

Przyjmują one zatem postać zbiorowych funduszy kontraktowych zarządzanych przez spółki zarządzające lub formę trustów, opartych na własności powierniczej¹³. Te dwie formy charakteryzują się uprawnieniami uczestnika w stosunku do majątku funduszu lub trustu, bez odpowiadających im praw korporacyjnych. IWI mogą funkcjonować także jako spółki prawa handlowego. W takich spółkach uczestnik jest zarówno inwestorem, jak i akcjonariuszem, co oznacza, że przysługują mu określone uprawnienia korporacyjne¹⁴. Wyżej wymienione spółki inwestycyjne to przede wszystkim spółki o zmiennym kapitale zakładowym, równym wartości aktywów netto wpłaconych przez uczestników i uprawnieniu do pozbawionego ograniczeń umarzania własnych udziałów. Przykładem mogą być francuskie SICAV (*société d'investissement à capital variable*)¹⁵.

Istotną zmianą w stosunku do pierwotnej wersji Dyrektywy jest wprowadzenie definicji legalnej pojęcia *zbywalne papiery wartościowe*, z zastrzeżeniem, że jest to definicja wiążąca jedynie na gruncie Dyrektywy. Zgodnie z powyższą definicją, zbywalne papiery wartościowe to:

- akcje spółek oraz inne papiery wartościowe równoważne akcjom spółek (akcje),

¹² M. Dausés (red.), *Prawo gospodarcze Unii Europejskiej*, Warszawa 1999, s. 589.

¹³ A. Chrościcki, *Fundusze Inwestycyjne i emerytalne. Komentarz*, Wydawnictwo ABC, Warszawa 1998, s. 19.

¹⁴ J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, PWN, Warszawa 1996, s. 188.

¹⁵ Szerzej: J. Głowacka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach wspólnego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*, „Kwartalnik Prawa Prywatnego” 1999, nr 2, s. 341.

- obligacje oraz inne formy długu inkorporowanego w papierze wartościowym (papiery dłużne),
- inne papiery wartościowe o wartości majątkowej, które niosą ze sobą prawo do nabycia innych papierów wartościowych poprzez zapisy lub zamianę.

Ponadto, zdefiniowane zostały instrumenty rynku pieniężnego jako instrumenty, które *normalnie znajdują się w obrocie na rynku pieniężnym*. Winny one kumulatywnie spełniać dwie przesłanki: posiadać przymiot płynności i być możliwe do wycenienia w każdym czasie. Wydaje się, że powyższe przesłanki są spełniane przez np. certyfikaty depozytowe, akcepty bankierskie czy krótkoterminowe weksle. Należy podkreślić, że katalog instrumentów, które mogą być przedmiotem lokat IWI i jednocześnie spełniać będą przesłanki określone w Dyrektywie, jest otwarty i może być indywidualnie rozstrzygnięty przez każde z państw członkowskich.

Po raz pierwszy na potrzeby Dyrektywy zostały zdefiniowane pojęcia, które dotąd budziły wątpliwości – nakazuje się je rozumieć tak, jak w innych aktach prawa wspólnotowego. Do tych pojęć należą: *ściśle powiązania*¹⁶, *podmiot macierzysty* oraz *podmiot zależny*¹⁷, *kapitał początkowy*¹⁸, *fundusze własne*¹⁹. Tego rodzaju odesłania spełniają dwie zasadnicze role: w sposób znaczący ułatwiają interpretację tekstu Dyrektywy oraz umożliwiają lepsze wkomponowanie Dyrektywy w system prawa wspólnotowego. Nadal jednak, pomimo znacznego rozszerzenia zakresu podmiotowego Dyrektywy, poza przedmiotem jej zainteresowania pozostają:

- instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego (*closed - end*), tj. takie, które nie dokonują odkupienia wyemitowanych przez siebie tytułów uczestnictwa na każde żądanie ich posiadacza,
- takie instytucje typu otwartego, które nie stosują ograniczeń inwestycyjnych lub w jakikolwiek inny sposób są niezgodne z Dyrektywą,
- takie, które można nazwać mianem prywatnych, tzn. dokonujące zebrania kapitału w innej drodze niż publiczna oferta²⁰.

Z przyczyn oczywistych, poza zainteresowaniem Dyrektywy znajdują się instytucje wspólnego inwestowania z siedzibą poza granicami Unii Europejskiej oraz sprzedające emitowane przez siebie tytuły uczestnictwa wyłącznie poza granicami Unii.

3. AUTORYZACJA INSTYTUCJI WSPÓLNEGO INWESTOWANIA

Utrzymano generalną zasadę przyjętą w pierwotnej wersji Dyrektywy, że żadna instytucja wspólnego inwestowania zamierzająca korzystać w przyszłości z przywileju jednolitej licencji nie może podjąć działalności bez uprzednie-

¹⁶ Jak w art. 2 (1) Dyrektywy 95/26/EC (OJ L 168, 18.07.1995 p. 3).

¹⁷ Jak w art. 1 i art. 2 Dyrektywy 83/349/EEC (OJ L 193, 18.07.1983, p. 1).

¹⁸ Jak w art. 34 (2) ust. 1 i 2 Dyrektywy 2000/12/EC (OJ L 126, 26.05.2000, p. 37).

¹⁹ Jak w tytule V, rozdz. 2, akapit 1 Dyrektywy 2000/12/EC, z zastrzeżeniem przewidzianym w Aneksie V Dyrektywy 93/6/EEC (OJ L 141, 11.06.1993, p. 29).

²⁰ Szerzej na ten temat: R. Blicharz, *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 3, s. 10

go uzyskania zezwolenia właściwych organów państwa, w którym znajduje się siedziba tej instytucji. Zezwolenie powinno co najmniej dotyczyć akceptacji przez właściwy organ statutu (regulaminu) instytucji wspólnego inwestowania, wyboru depozytariusza oraz – jeżeli instytucja ma być zarządzana przez spółkę zarządzającą – zgody na zarządzanie przez ten podmiot aktywami IWI. Tak określone zezwolenie winno być – po dochowaniu określonych Dyrektywą warunków – skuteczne we wszystkich państwach członkowskich.

Nowelizacja nie zmieniła w zasadniczy sposób zasad udzielania zezwoleń na powstawanie instytucji wspólnego inwestowania. Dokładniej niż w wersji sprzed nowelizacji określono podstawy odmowy zezwolenia na podjęcie działalności poprzez bezpośrednie odesłanie do rozdziałów Dyrektywy dotyczących obowiązków związanych ze strukturą instytucji wspólnego inwestowania, ze strukturą firmy zarządzającej oraz depozytariuszem. Ponadto, właściwy organ może odmówić zezwolenia, jeżeli członkowie statutowych władz depozytariusza nie dają rękojmi należytego wykonywania funkcji depozytariusza.

4. WARUNKI PODEJMOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEZ SPÓŁKI ZARZĄDZAJĄCE

Zgodnie z postanowieniami preambuły, Dyrektywa przyjęta w 1985 r. miała charakter wstępny. Obecnie, w związku z dynamicznym rozwojem rynku instytucji wspólnego inwestowania oraz piętnastoletnim doświadczeniem w stosowaniu Dyrektywy, możliwe było dokonanie oceny, na ile spełniła ona swoją rolę i w jakim zakresie wymagała nowelizacji.

Dotąd brak było w Dyrektywie postanowień dotyczących dostępu do pan-europejskiego rynku dla spółek zarządzających. Dynamiczny rozwój rynku i następujące równoległe znoszenie kolejnych barier w swobodnym przepływie kapitału oraz swobodzie świadczenia usług, w tym także usług finansowych, spowodowały konieczność ściślejszego niż dotąd zapisania praw i obowiązków dotyczących podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie świadczenia usług zarządzania IWI, stąd wskazano warunki, jakie winna spełniać spółka zarządzająca, by móc rozpocząć prowadzenie działalności.

Analogicznie do IWI, także spółka zarządzająca nie może podejmować działalności bez uzyskania uprzedniego zezwolenia odpowiednich organów swego państwa macierzystego. Także i takie zezwolenie jest skuteczne we wszystkich państwach członkowskich.

Wyłącznym przedmiotem działalności spółki zarządzającej może być zarządzanie IWI. Ponadto spółka taka może zarządzać instytucjami wspólnego inwestowania, których Dyrektywa nie obejmuje zakresem normowania – na przykład instytucjami o charakterze zamkniętym. Należy podkreślić, że Dyrektywa pozostawia krajom członkowskim swobodę w zakresie dopuszczenia pewnych innych rodzajów działalności, które mogą zostać podejmowane przez spółki zarządzające, pod warunkiem dopuszczenia ich przez prawo wewnętrzne państwa członkowskiego. Należą do nich: zarządzanie portfelami papierów wartościowych na zlecenie (*management under manda-*

te), włączając w to zarządzanie portfelami funduszy emerytalnych oraz klientów indywidualnych, świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego oraz administracja związana z instytucjami wspólnego inwestowania.

Nowością w zakresie obowiązków nałożonych na spółkę zarządzającą jest wprowadzenie minimalnych wymogów kapitałowych, analogicznie, jak ma to miejsce w przypadku instytucji kredytowych²¹. Minimalny kapitał zakładowy takiej spółki nie może być mniejszy niż równowartość 125.000 EURO, a w przypadku, gdy wartość wszystkich zarządzanych portfeli przekracza równowartość 250 mln EURO – spółka winna posiadać kapitał zakładowy w wysokości kapitału minimalnego powiększonego o 0,02% nadwyżki ponad 250 mln EURO. W żadnym wypadku jednak minimalny kapitał obliczony zgodnie z zasadami wskazanymi powyżej nie może być wyższy niż 10 mln EURO. Dyrektywa dopuszcza, zamiast posiadanie dodatkowego kapitału związanego z wysokością zarządzanych aktywów, możliwość złożenia gwarancji bankowej w wysokości połowy z 0,02% nadwyżki ponad 250 mln EURO. Dodatkowo, obliczony w ten sposób kapitał zakładowy spółki zarządzającej nie może być niższy niż wyznaczony w załączniku IV do Dyrektywy 93/6/EEC, tj. nie może być niższy niż czwarta część stałych kosztów z poprzedniego roku obrotowego.

Minimalne wymogi odnoszące się do kapitału zakładowego są próbą wyważenia sprzecznych racji: możliwości zabezpieczenia ewentualnych roszczeń inwestorów kierowanych do spółki zarządzającej oraz otwartego dostępu do rynku dla nowych podmiotów²². Zapisy dotyczące adekwatności kapitałowej zostały uwzględnione w pierwotnej wersji *Ustawy o funduszach inwestycyjnych* (dalej: Ustawa)²³. Przy ustalaniu minimalnego kapitału zakładowego towarzystwa art. 35 Ustawy nakazuje brać pod uwagę ilość funduszy inwestycyjnych przez nie zarządzanych, bez odniesienia do wartości aktywów tych funduszy. Wydaje się, że ta materia wymaga dostosowania do znowelizowanej Dyrektywy, bowiem, o ile określa ona jedynie warunki minimalne i dopuszcza ustanawianie w prawie wewnętrznym surowszych wymagań związanych z autoryzacją spółek zarządzających, o tyle określona w Ustawie wysokość kapitału zakładowego winna odwoływać się do spójnego z Dyrektywą kryterium (wielkość zarządzanych aktywów).

Sprecyzowano zapisy dotyczące osób odpowiedzialnych za zarządzanie spółką zarządzającą – wprowadzono tzw. *two-man management*, tj. wymóg posiadania odpowiednich kwalifikacji, nienagannej reputacji i odpowiedniej wiedzy przez co najmniej dwie osoby mające decydujący wpływ na funkcjonowanie spółki zarządzającej. Dodać należy, że zgodnie z art. 17 Ustawy wszyscy członkowie organów towarzystwa funduszy inwestycyjnych muszą przed rozpoczęciem pełnienia funkcji uzyskać zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

²¹ Directive 93/6/EEC on capital adequacy of investments firms and credit institutions (OJ L 141 12.06.1993, p.1).

²² D. Ruddy, *Perspectives on UCITS III: implications for the fund industry*, „European Fund Manager” 2001, nr 4, s. 80.

²³ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst jedn.: Dz.U. 2002, Nr 49, poz. 448 z późn. zm.).

Wprowadzono do Dyrektywy zapisy dotyczące podmiotów powiązanych ze spółką zarządzającą – ma ona obowiązek złożyć w postępowaniu licencyjnym dokumenty dotyczące podmiotów powiązanych oraz inwestorów posiadających kwalifikowany pakiet²⁴ w spółce zarządzającej lub podmiotach z nią powiązanych. Dopuszcza się możliwość odmowy zezwolenia na podjęcie działalności w razie, gdyby struktura wzajemnych powiązań pomiędzy inwestorami kwalifikowanymi, podmiotami powiązanimi oraz spółką zarządzającą nie pozwalała na prowadzenie pełnego nadzoru przez uprawnione podmioty.

Istotnym *novum* jest nakaz wprowadzenia przez każde z państw członkowskich do swoich regulacji wewnętrznych „reguł ostrożnościowych” (*prudential rules*), do których bieżącego przestrzegania zobowiązana jest każda spółka zarządzająca. Reguły ostrożnościowe powinny w szczególności dotyczyć takich kwestii, jak zapewnienie, że:

- każda spółka zarządzająca posiada odpowiednie procedury administracyjne i księgowość,
- odpowiedni poziom zabezpieczeń dotyczących elektronicznego przetwarzania danych,
- odpowiednie procedury wewnętrzne dotyczące w szczególności prywatnych transakcji pracowników, których przedmiotem są papiery wartościowe.

Procedury te muszą zapewniać, w celu kontroli, możliwość zidentyfikowania każdej, pojedynczej transakcji, której stroną jest IWI. Ponadto przepisy narodowe powinny tak kształtować strukturę i powiązania pomiędzy IWI a spółką zarządzającą, by minimalizować ryzyko wystąpienia konfliktu interesów pomiędzy: spółką a uczestnikami zarządzanych przez nią IWI, pomiędzy uczestnikami oraz pomiędzy dwoma IWI zarządzanymi przez tę samą spółkę zarządzającą.

Spółki zarządzające zamierzające prowadzić działalność w zakresie zarządzania portfelami klientów indywidualnych na zlecenie powinny ponadto stosować się do Dyrektywy o obowiązkowych systemach rekompensat²⁵, a nadto nie mogą inwestować środków w ten sposób pozyskanych w zarządzane przez siebie IWI, z zastrzeżeniem uzyskania uprzedniej zgody klienta.

Istotną z punktu widzenia przyszłej nowelizacji Ustawy nowością są unormowania dotyczące zlecania wykonywania niektórych zadań spółki zarządzającej innym podmiotom. Takie zlecenie winno spełniać następujące warunki:

- organ administracji publicznej (w Polsce KPWiG) został w odpowiedni sposób poinformowany o powierzeniu wykonywania zadań spółki zarządzającej innemu podmiotowi,
- podmiot, któremu zlecono zadania spółki zarządzającej, winien być zdolny do wypełniania tych zadań,

²⁴ Zgodnie z art. 1a pkt 10 kwalifikowany pakiet - to jakikolwiek posiadany pośrednio lub bezpośrednio pakiet akcji w spółce zarządzającej, reprezentujący co najmniej 10% kapitału lub ogólnej liczby głosów lub umożliwiający wywieranie istotnego wpływu na zarządzanie spółką zarządzającą. Liczbę głosów oblicza się zgodnie z Dyrektywą 88/627/EEC dotyczącą informacji, jakie powinny być publikowane przy nabywaniu lub zbywaniu znacznego pakietu akcji spółki notowanej na rynku regulowanym (OJ L 348, 12.12.1988 p. 62).

²⁵ Directive 97/9/EC on investor-compensation schemes (OJ L 84, 26.03.1997, p. 22).

- zlecenie zadań nie może powodować utrudnień w nadzorze nad spółką zarządzającą,
- w razie zlecenia zarządzania portfelem IWI zleceniobiorcą winien być podmiot, który uzyskał licencję na zarządzanie portfelem,
- nie można zlecić realizowania zadań spółki podmiotom, co do których istnieje podejrzenie o konflikt interesów (np. depozytariuszowi lub podmiotom od niego zależnym),
- powinny istnieć odpowiednie procedury łączące spółkę i zleceniobiorcę pozwalające na bieżącą kontrolę przez spółkę działań podejmowanych przez podmiot, któremu zlecono realizowanie zadań spółki,
- istnieje możliwość natychmiastowego wypowiedzenia umowy łączącej spółkę z podmiotem zewnętrznym, jeżeli będzie to leżeć w interesie inwestorów,
- prospekt informacyjny zawiera informację o powierzeniu zadań oraz dane zleceniobiorcy.

Dyrektywa zawiera wyraźny zakaz powierzania wszystkich podstawowych zadań spółki zarządzającej, co mogłoby skutkować sytuacją, że spółka zarządzająca nie prowadzi samodzielnie żadnej działalności (*letter box entity*), a co za tym idzie – nie jest w stanie nadzorować działalności podmiotów, którym powierzyła wykonywanie swoich zadań, w sposób, który odpowiednio zabezpiecza interes inwestorów.

Wydaje się, że na tym polu wymagana będzie głęboka ingerencja polskiego ustawodawcy celem dostosowania zapisów Ustawy do znowelizowanej Dyrektywy. Oprócz bowiem przewidzianej przepisami Ustawy możliwości zlecenia zarządzania aktywami funduszu innej osobie prawnej posiadającej odpowiednie zezwolenie (art. 34a), milczy ona na temat dopuszczalności zlecenia innych czynności. Dotyczy to np.:

- prowadzenia przez agenta transferowego rejestru uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego,
- doradztwa w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi,
- zlecenia prowadzenia księgowości funduszu.

Brak w aktualnie obowiązującym stanie prawnym regulacji uprawniającej Komisję do kontroli *ex ante*, czy podmiot, któremu towarzystwo zamierza powierzyć wykonywanie części swoich zadań, daje rękojmię należytego jej wykonywania. Ustawa w obecnym kształcie dopuszcza jedynie kontrolę *ex post* sposobu wykonywania zadań zleconych przez towarzystwo (art. 128).

Istotne zmiany nastąpiły w regulacji dopuszczalności świadczenia usług przez IWI poza krajem, w którym uzyskały zezwolenie. Zgodnie z ogólną tendencją do rozszerzania pojęcia jednolitego rynku (*internal market*) uregulowano sposób autoryzacji IWI poprzez nadzór odpowiedniego organu znajdującego się w państwie siedziby spółki zarządzającej oraz odpowiednio skonstruowany system wzajemnego powiadamiania się instytucji nadzorujących rynek w państwach, w których dana spółka zarządzająca podjęła lub zamierza podjąć działalność.

Spółka zarządzająca może działać w innym państwie członkowskim niż to, które udzieliło jej zezwolenia, poprzez swój oddział lub na zasadzie swo-

body świadczenia usług, tzn. bez konieczności otwierania jakiegokolwiek przedstawicielstwa w państwie docelowym.

W przypadku, gdy spółka zarządzająca zamierza otworzyć oddział, jej obowiązkiem jest powiadomienie organu nadzorującego rynek w państwie macierzystym o takim zamiarze i załączenie odpowiednich dokumentów. Właściwy organ ma trzy miesiące na rozstrzygnięcie, czy spółka posiada odpowiednią strukturę administracyjną i finansową, by móc prowadzić działalność także poza obszarem państwa macierzystego. W terminie trzech miesięcy od daty otrzymania zawiadomienia właściwy organ winien powiadomić o swojej opinii organ nadzorujący rynek w państwie, w którym spółka zarządzająca zamierza podjąć działalność (otworzyć oddział) oraz samą spółkę. W terminie dwóch miesięcy organ nadzorujący rynek w państwie, w którym spółka zamierza podjąć działalność, przygotowuje się do nadzorowania tej działalności i – w razie potrzeby – przedstawia spółce zarządzającej warunki (w szczególności dotyczy to ogólnie obowiązujących uregulowań prawnych i administracyjnych), na jakich może ona prowadzić działalność. W momencie otrzymania informacji, o której mowa powyżej, albo w razie bezskutecznego upływu okresu dwóch miesięcy, spółka zarządzająca może rozpocząć prowadzenie działalności.

Jeżeli spółka zarządzająca zamierza prowadzić działalność na zasadzie swobody świadczenia usług, winna złożyć odpowiednie zawiadomienie macierzystemu organowi nadzoru. Ów organ nadzoru – w terminie miesiąca od daty złożenia zawiadomienia – informuje organ w państwie, w którym spółka zamierza prowadzić działalność i przedstawia mu program zamierzonej działalności i usług, które będą przez nią świadczone. Po upływie miesiąca spółka może rozpocząć działalność – winna jednak uprzednio podać do wiadomości organowi nadzoru w państwie, w którym usługi mają być świadczone:

- odpowiednie zezwolenie z państwa macierzystego,
- statut spółki zarządzającej,
- prospekt informacyjny i skrót tego prospektu oraz ostatnie sprawozdanie finansowe.

Po upływie dwóch miesięcy od przekazania wyżej wskazanych dokumentów – przy braku umotywowanego sprzeciwu ze strony organu nadzoru – spółka może rozpocząć sprzedaż tytułów uczestnictwa IWI.

Podkreślenia wymaga fakt, iż niezależnie od tego, czy spółka zarządzająca prowadzi działalność w formie oddziału, czy też na zasadzie swobodnego świadczenia usług, dystrybucja tytułów uczestnictwa w państwie innym niż macierzyste powoduje powstanie takich samych obowiązków informacyjnych, jak w państwie macierzystym, z uwzględnieniem specyfiki kraju i jego prawa wewnętrznego (język, rozszerzone wymagania związane z prawem wewnętrznym).

Zasady dostępu do polskiego rynku przez fundusze inwestycyjne zagraniczne określone zostały w Rozdziale 10a Ustawy dodanym nowelizacją z 16 listopada 2000 r.²⁶ i wejdą w życie z dniem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

²⁶ Art. 1 pkt 115 ustawy z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U., Nr 114, poz. 1192).

5. OBOWIĄZKI DOTYCZĄCE POLITYKI INWESTYCYJNEJ IWI

W preambule Dyrektywy w jej pierwotnej wersji wskazano, że jej zakresem objęte są wyłącznie IWI mające charakter otwarty, a inne zostaną objęte regulacją *w późniejszym terminie*.

Z preambuły dyrektywy 2001/108/EC wynika, że powodem dokonania znaczącej noweli Dyrektywy była chęć dostosowania istniejącego prawodawstwa wspólnotowego do gwałtownie rozwijającego się rynku IWI w Europie. Stąd też należy wywodzić znaczące rozbudowanie Dyrektywy i jej szczegółowy charakter. Dyrektywa przejawia ogólną tendencję do liberalizacji ograniczeń dotyczących inwestycji dokonywanych przez IWI. Wyżej wskazany trend objawia się w trzech zasadniczych postaciach. Po pierwsze, we wprowadzaniu nowych instrumentów, które mogą być przedmiotem lokat IWI. Po drugie, w rozluźnianiu ograniczeń dotyczących limitów inwestycyjnych dla dotąd dopuszczalnych kategorii lokat. Po trzecie, w pozostawieniu państwom członkowskim znacznego marginesu swobody w zakresie dostosowywania limitów inwestycyjnych do specyfiki rynku lokalnego.

Dyrektywa określa dwa kryteria, jakim kierować mają się prawodawcy w poszczególnych państwach UE wprowadzając nowe kategorie lokat IWI. Winny być nimi:

- wystarczająca płynność instrumentu,
- możliwość jego rzetelnej wyceny.

Zgodnie ze znowelizowaną Dyrektywą dopuszcza się lokaty w:

- zbywalne papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego dopuszczone lub stanowiące przedmiot obrotu na rynku regulowanym w znaczeniu nadanym temu pojęciu przez dyrektywę 93/22/EEC o usługach finansowych w dziedzinie papierów wartościowych²⁷.

Zmiana polega na:

- dopuszczeniu instrumentów rynku pieniężnego,
- doprecyzowaniu pojęcia rynku regulowanego poprzez odesłanie do Dyrektywy o usługach finansowych, która stanowi, że rynek regulowany musi spełniać (art. 1 pkt. 13 tej Dyrektywy) następujące warunki:
 - pojawić się na liście sporządzonej przez państwo członkowskie,
 - funkcjonować regularnie,
 - charakteryzować się regulacjami wydanymi i zaaprobowanymi przez organ nadzoru, które określają warunki dokonywania transakcji na rynku oraz warunki dostępu do rynku oraz dostępu do notowań,
- zbywalne papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, będące przedmiotem obrotu na innym rynku regulowanym w państwie członkowskim, który funkcjonuje regularnie i jest dostępny dla ogółu,
- zbywalne papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego dopuszczone do notowań na giełdzie papierów wartościowych w państwie

²⁷ Directive 93/22/EEC on investment services on the securities - field (OJ L 141 1993).

- nie będącym członkiem UE albo będące przedmiotem obrotu na innym rynku regulowanym w takim państwie, który działa regularnie i jest uznany oraz zapewnia publiczny dostęp, pod warunkiem, że na takie lokaty wyraził zgodę organ nadzoru albo dopuszczone są one przez prawo wewnętrzne, w tym statuty instytucji zbiorowego inwestowania,
- papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, których warunki emisji zawierają zobowiązanie do złożenia wniosku o dopuszczenie do oficjalnych notowań na giełdzie papierów wartościowych albo innym rynku regulowanym, który działa regularnie, jest uznany i zapewnia publiczny dostęp i takie dopuszczenie jest zapewnione w terminie jednego roku od daty emisji,
 - tytuły uczestnictwa wyemitowane przez instytucje wspólnego inwestowania (niekoniecznie będące równocześnie IWI w rozumieniu Dyrektywy), którym wydano zezwolenie na działalność, pod warunkiem, że:
 - takie przedsięwzięcia podlegają nadzorowi, który jest równoważony nadzorowi zgodnemu z Dyrektywą,
 - poziom ochrony posiadaczy takich tytułów uczestnictwa jest co najmniej taki, jak poziom ochrony uczestników IWI, w szczególności powyższe dotyczy: dywersyfikacji lokat, udzielanych i zaciąganych pożyczek i kredytów,
 - instytucja taka jest zobowiązana do składania półrocznych i rocznych raportów, które pozwalają na ocenę pasywów i aktywów, przychodu oraz działalności w okresie sprawozdawczym,
 - nie więcej niż 10% aktywów takiej instytucji wspólnego inwestowania może zostać zainwestowane w tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania,
 - depozyty w instytucjach kredytowych, które charakteryzują się płatnością na każde żądanie, możliwością zerwania przed upływem okresu, na jaki zostały zawarte, o ile okres, na jaki zostały dokonane, jest krótszy niż jeden rok, pod warunkiem, że instytucja kredytowa ma swoją siedzibę w państwie członkowskim albo poza UE, ale podlega co najmniej takiemu samemu nadzorowi. Dotychczasowe regulacje *Ustawy* nie dopuszczały wprost lokat w depozyty bankowe, z wyjątkiem lokat służących utrzymywaniu bieżącej płynności wynikającej z konieczności regulowania bieżących zobowiązań funduszy (art. 79),
 - derywaty, włączając w to derywaty z rozliczeniem wyłącznie pieniężnym, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub derywaty będące przedmiotem obrotu na rynku OTC²⁸ spełniające poniższe kryteria:
 - instrument bazowy należy do instrumentów finansowych wymienionych powyżej lub jest to indeks, stopa procentowa, kurs walutowy, w które IWI mogą lokować, zgodnie z ich statutami lub regulaminami,

²⁸ Derywaty OTC (*over-the-counter*) to rodzaj zindywidualizowanego i dostosowanego do potrzeb stron porozumienia zawieranego na rynku pozagiełdowym. Szerzej na temat różnic pomiędzy derywatami OTC a standaryzowanymi derywatami, Frank K. Reilly, Keith C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. II, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 463 i nast.

- stroną derywatów OTC jest instytucja, podlegająca nadzorowi przez instytucję zaakceptowaną przez odpowiedni organ nadzoru IWI,
- derywaty OTC są przedmiotem wiarygodnej i weryfikowalnej codziennej wyceny i mogą być sprzedane, zlikwidowane lub zamknięte za pomocą transakcji *offset* w każdym czasie po godziwej cenie, z inicjatywy IWI,
- instrumenty rynku pieniężnego inne niż te, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, o ile emisja lub emitent tych instrumentów podlega regulacjom mającym na celu ochronę inwestorów i oszczędności, pod warunkiem że są one:
 - emitowane lub gwarantowane przez centralne, regionalne lub lokalne władze albo centralny bank państwa członkowskiego, Unię Europejską, Europejski Bank Centralny, Europejski Bank Inwestycyjny, przez państwo nie będące członkiem Unii Europejskiej, przez państwo będące częścią państwa federacyjnego albo przez międzynarodową instytucję, której członkiem jest co najmniej jedno z państw członkowskich Unii,
 - emitowane przez podmiot, który wyemitował papiery wartościowe będące przedmiotem notowań na rynku regulowanym,
 - emitowane lub gwarantowane przez przedsiębiorstwo podlegające nadzorowi według kryteriów określonych w prawie wspólnotowym,
 - emitowane przez inne podmioty należące do kategorii zaakceptowanych przez organy nadzoru, pod warunkiem, że inwestycje w takie instrumenty są przedmiotem nadzoru z punktu widzenia ochrony inwestorów i zapewniają jej poziom nie niższy, niż określony w przypadku instrumentów wymienionych powyżej i pod warunkiem, że emitentem jest przedsiębiorstwo, którego kapitały wynoszą co najmniej równowartość 10 mln EURO i które podlega obowiązki publikowania swoich rocznych sprawozdań finansowych zgodnie z dyrektywą 78/660/EEC²⁹.

Utrzymano generalną zasadę dotyczącą zakazu inwestowania w jeden rodzaj papierów wartościowych więcej niż 5% aktywów IWI. Zastrzeżono jednak znaczną swobodę państwom członkowskim w dostosowywaniu powyższego limitu do wewnętrznego katalogu papierów wartościowych. I tak przykładowo – wspomniany wyżej limit może zostać podniesiony nawet do 35% aktywów, gdy przedmiotem są inwestycje w dłużne papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez państwo (*vide* art. 72 Ustawy) albo do 25% aktywów, gdy przedmiotem lokat są dłużne papiery wartościowe podlegające specjalnym regulacjom dotyczącym zabezpieczenia interesów ich posiadaczy (w Polsce – zgodnie z art. 71a Ustawy – do takich papierów wartościowych należą listy zastawne).

Znaczące implikacje praktyczne na gruncie Dyrektywy rodzić może nowe ograniczenie polegające na określeniu **maksymalnego dwudziestopro-**

²⁹ Directive 78/660/EEC on the annual accounts of certain types of companies (OJ L 222, 1978).

centowego zaangażowania aktywów IWI w wyemitowane przez jeden podmiot papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty i ekspozycję związaną z derywatami OTC. Przedsiębiorstwa należące do tej samej grupy kapitałowej i z tej racji zobowiązane do składania skonsolidowanego sprawozdania finansowego, jak zdefiniowano w dyrektywie 83/349/EEC³⁰, traktuje się jak jeden podmiot. Wydaje się, że zastosowanie tego ograniczenia w praktyce będzie wymagało znacznego rozbudowania informacji o rynku i podmiotach na nim operujących, jak też rozbudowania procedur wewnętrznej kontroli.

Podsumowując rozważania dotyczące ograniczeń inwestycyjnych IWI można stwierdzić, że dzięki nowelizacji Dyrektywa obejmie swoim zakresem wiele instytucji zbiorowego inwestowania, które dotąd – z uwagi na swoją politykę inwestycyjną dopuszczającą użycie nieznanych Dyrektywie instrumentów oraz wyższe limity w stosunku do poszczególnych rodzajów instrumentów – pozostawały poza obszarem jej zainteresowania. Oznaczać to będzie, iż więcej instytucji – zarówno istniejących, jak i nowotworzonych – korzystać będzie z przywileju jednolitej licencji. Nie naruszono przy tym zasadniczego celu Dyrektywy – ochrony inwestorów. Zgodnie bowiem z art. 21 znowelizowanej Dyrektywy nałożono obowiązek wprowadzenia w spółce zarządzającej procesu zarządzania ryzykiem, który pozwoli na monitorowanie i szacowanie w każdym czasie ryzyka zajmowanych pozycji oraz ich wpływu na całkowite ryzyko zarządzanego portfela. Ponadto, spółki zarządzające mogą wprowadzić techniki związane z lokowaniem w zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego.

6. OBOWIĄZKI DOTYCZĄCE INFORMACJI UDOSTĘPNIANYCH INWESTOROM

Jednym z głównych założeń, które leżały u podstaw wydania Dyrektywy, było zapewnienie jednolitego, minimalnego poziomu dostępu do informacji dla inwestorów dokonujących lokat w tytuły uczestnictwa IWI, niezależnie od tego, w którym z państw członkowskich transakcja została dokonana oraz tego, gdzie siedzibę ma IWI. Sposobem zapewnienia realizacji celu, o którym mowa wyżej, było między innymi zobowiązanie IWI do systematycznego publikowania wartości aktywów netto przypadających na tytuł uczestnictwa (zgodnie z pierwotną wersją Dyrektywy co najmniej dwa razy w miesiącu, obecnie co najmniej raz w miesiącu) oraz do regularnego aktualizowania i udostępniania sprawozdania finansowego oraz prospektu informacyjnego zawierającego podstawowe informacje o samym IWI, prowadzonej przez niego polityce inwestycyjnej oraz dane dotyczące innych podmiotów (spółki zarządzającej, depozytariusza, agenta transferowego, audytora).

Najważniejszą zmianą dotyczącą powyższych obowiązków informacyjnych IWI wprowadzoną już jednak na grunt polskiego prawa nowelizacja

³⁰ Directive 83/349/EEC on consolidated accounts (OJ L 193 1983).

Ustawy³¹ jest **wprowadzenie skrótu prospektu informacyjnego**, który winien zawierać dane dotyczące IWI, przedstawione w sposób komunikatywny i uproszczony. Zarówno prospekt informacyjny, jak i skrót tego prospektu winny zawierać co najmniej informacje niezbędne potencjalnym inwestorom dla prawidłowej oceny ryzyka związanego z lokowaniem w IWI. Oba dokumenty powinny zawierać jasne i zrozumiałe wytłumaczenie profilu ryzyka funduszu.

7. REGULACJE DOTYCZĄCE ORGANÓW ODPOWIEDZIALNYCH ZA UDZIELANIE ZEZWOLEŃ I NADZÓR

Brak w regulacjach dotyczących usytuowania organów nadzoru zasadniczych zmian. Jedyne zmiany wynikają z odmiennego podejścia do koncepcji wspólnego rynku i wiążą się z bardziej szczegółowym uregulowaniem zasad współpracy pomiędzy instytucjami nadzoru rynku w różnych państwach UE. Instytucje takie mają obowiązek współpracować i wymieniać informacje dotyczące konkretnych spółek zarządzających, w szczególności dotyczące zarządzania i akcjonariatu tych spółek oraz wszelkich innych informacji uzyskanych dzięki stałemu monitoringowi tych podmiotów. Dotyczy to także podmiotów, które świadczą swoje usługi na zasadzie swobodnego przepływu usług (bez konieczności otwierania stałych przedstawicielstw). Organy nadzoru mają prawo do zwracania się z prośbą do organów nadzoru w innych państwach UE o dokonanie kontroli wskazanego podmiotu.

8. PRZEPISY PRZEJŚCIOWE I KOŃCOWE

Ważnym *novum* wprowadzonym dyrektywą 2001/107/EC jest możliwość uzyskania zezwolenia na działalność przez podmioty operujące dotąd na podstawie Dyrektywy 93/22/EEC³² (m. in. firmy ubezpieczeniowe, banki, domy maklerskie, spółki doradcze, spółki *asset management*). Warunkiem uzyskania takiego zezwolenia jest zrzeczenie się dotychczasowego zezwolenia. Taki zapis może spowodować znaczny wzrost liczby podmiotów świadczących usługi zarządzania IWI.

Istniejące w dniu 13 lutego 2004 r. spółki zarządzające winny uzyskać zezwolenie na gruncie znowelizowanej Dyrektywy nie później niż do 13 lutego 2007 r. Nie później niż do 13 sierpnia 2003 r. państwa członkowskie wprowadzą do swoich prawodawstw wewnętrznych regulacje zawarte w Dyrektywie. Nie później niż do dnia 13 lutego 2004 r. takie regulacje winny wejść w życie.

³¹ Ustawa z dnia 16 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U., Nr 114, poz. 1192).

³² Directive 93/22/EEC on investment services in the securities - field (OJ L 141, 1993).

9. PODSUMOWANIE

Dyrektywa 85/611/EEC została znowelizowana w związku z burzliwym rozwojem instytucji wspólnego inwestowania, jaki dokonał się na terenie UE od momentu jej wejścia w życie. Rozwój ten polegał z jednej strony na znacznym wzroście ilości instytucji wspólnego inwestowania, z drugiej strony na postępującym różnicowaniu ich strategii inwestycyjnych. W ostatnich piętnastu latach pojawiły się na rynku podmioty wyspecjalizowane w inwestycjach określonego rodzaju, które nie poddawały się regulacji zawartej w Dyrektywie.

Nowelizacja Dyrektywy to próba zachowania równowagi pomiędzy wolnością podejmowania działalności gospodarczej, w tym także na gruncie inwestycji kapitałowych, a ochroną inwestorów lokujących w IWI.

Rozważając potencjalne konsekwencje wprowadzenia zmian do Dyrektywy dla Ustawy należy podkreślić fakt, że już w toku prac nad ostateczną wersją nowelizacji Dyrektywy, wprowadzono na grunt Ustawy rozwiązania, które – jako nie budzące kontrowersji – miały znaleźć się w Dyrektywie po nowelizacji. Do takich rozwiązań należą w szczególności uregulowania dotyczące obowiązku publikowania skrótu prospektu informacyjnego, czy obowiązku posiadania odpowiednich kwalifikacji przez osoby odpowiedzialne za realizację polityki inwestycyjnej funduszy.

Pozostaje jednak wiele zmian, których wprowadzenia należy oczekiwać. Najważniejsze z nich dotyczą:

- rozszerzenia kategorii dopuszczalnych lokat dla funduszy inwestycyjnych otwartych,
- zapewnienia większej swobody w inwestowaniu aktywów funduszy, przy jednoczesnym dostosowaniu obecnie obowiązujących limitów inwestycyjnych do katalogu przewidzianego w Dyrektywie,
- rozbudowania katalogu rodzajów działalności, które mogą być podejmowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Zmiany Ustawy odnoszące się do dopuszczalnych lokat funduszy inwestycyjnych otwartych obejmować będą przede wszystkim wskazanie wśród nich *expressis verbis* instrumentów rynku pieniężnego i depozytów bankowych oraz rozszerzenie możliwości lokowania aktywów w tytuły uczestnictwa innych IWI. Ustawa, co prawda, dopuszcza lokowanie aktywów funduszy inwestycyjnych otwartych w instrumenty rynku pieniężnego, lecz czyni to w sposób pośredni, wskazując w art. 70 ust. 1 pkt 3, iż przedmiotem lokat mogą być wierzytelności pieniężne o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są one zbywalne i ich wartość może być ustalona w każdym czasie. Dyskusyjne na gruncie obowiązującej Ustawy jest to, czy depozyty bankowe są „wierzytelnościami” w powyższym rozumieniu³³.

Dopuszczenie w zakresie wskazanym znowelizowaną Dyrektywą lokat w tytuły uczestnictwa innych IWI winno umożliwić tworzenie funduszy, których wyłączonym przedmiotem lokat będą takie tytuły (tzw. *fund of funds*).

³³ Należy zwrócić uwagę, że cytowany zapis zezwala na lokowanie aktywów w istniejące już wierzytelności. W przypadku depozytów bankowych wydaje się, że wierzytelność jest kreowana w chwili zawarcia odpowiedniej umowy.

Przewidziane w Ustawie limity inwestycyjne są w znacznym stopniu zgodne z Dyrektywą. Należy jednak spodziewać się wprowadzenia dodatkowego ograniczenia polegającego na określeniu maksymalnego dwudziestoprocentowego zaangażowania aktywów IWI w wyemitowane przez jeden podmiot papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty i ekspozycję związaną z derywatami OTC.

Obecnie obowiązująca Ustawa stanowi, że przedmiotem działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych może być wyłącznie tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi i reprezentowanie funduszy wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych (art. 34). Należy mieć nadzieję, że ustawodawca wykorzysta przewidzianą przez Dyrektywę możliwość rozszerzenia spektrum przedmiotu działalności towarzystw o zadania immanentnie związane z zarządzaniem funduszami, takie jak doradztwo w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi czy zarządzanie na zlecenie portfelami klientów indywidualnych (dotąd te usługi świadczone są przez domy maklerskie typu *asset management*).

Wskazane wyżej zmiany – na wzór wprowadzonych już do Ustawy – winny wejść w życie z dniem uzyskania przez Polskę członkostwa w UE³⁴.

Poza zmianami mającymi charakter *stricte* dostosowujący rozwiązania Ustawy do znowelizowanej Dyrektywy, należy spodziewać się również rozwiązań o charakterze systemowym. Polskie fundusze inwestycyjne zostały ukształtowane jako podmioty wyposażone w osobowość prawną. Ich organem – z mocy prawa – jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych posiadające odrębną od funduszu osobowość. Co prawda, istnieją już przykłady dopuszczenia przez prawo ustanowienia osoby prawnej organem innej osoby prawnej, ale nigdy taki stan nie wynikał bezpośrednio z ustawy (np. możliwość ustanowienia osoby prawnej likwidatorem innej osoby prawnej)³⁵. Takie rozwiązanie jest unikalne na rynku europejskim i może spowodować daleko idące konsekwencje dla funduszy inwestycyjnych. Dyrektywa przyznaje prawo korzystania z jednolitej licencji tylko instytucjom wspólnego inwestowania, które zostały zgodnie z nią utworzone i zgodnie z nią działają. Art. 1 ust. 3 Dyrektywy zawiera zamknięty katalog form funkcjonowania takich instytucji. **Polskie rozwiązanie jest rozwiązaniem hybrydowym – pomiędzy określonym w Dyrektywie typem umownym** (fundusze posiadają spółkę zarządzającą, a emitowane przez nie tytuły uczestnictwa nie inkorporują praw korporacyjnych), **a typem statutowym**³⁶ i jako takie nie może być zaliczone do żadnego z wyżej wskazanych trzech form. W konsekwencji, nie można pominąć ryzyka, że polskie fundusze do czasu wprowadzenia zmian ich ukształtowania mogą być pozbawione przywileju korzystania z jednolitej licencji³⁷.

³⁴ Szerzej o dostosowaniu ustawy do pierwotnej wersji Dyrektywy: A. Chłopecki, M. Dyl. *Prawo Wspólnot Europejskich a prawo polskie. Rynek kapitałowy*. Warszawa 2000.

³⁵ Szerzej: S. Grzybowski, *System prawa cywilnego*, t. 1, Warszawa 1974, s. 363 i nast.

³⁶ Patrz: A. Chrościcki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne. Komentarz*, Warszawa 1998, s. 28.

³⁷ Szerzej: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 44 i nast.

Wydaje się, że dla pełnego otwarcia rynku dla inwestycji ponadgranicznych w IWI potrzebne będzie jeszcze zunifikowanie przepisów podatkowych³⁸ związanych z opodatkowaniem zysku uzyskanego z takich lokat oraz wprowadzenie do Dyrektywy – na wzór regulacji dotyczących autoryzacji IWI i spółek zarządzających – zapisów umożliwiających uzyskanie jednolitej licencji dla osób mających zarządzać aktywami IWI. Ponadto nieodzowne wydaje się zniesienie ograniczeń wynikających z nie ujednoczonych przepisów administracyjnych obowiązujących w państwach członkowskich. Dopiero wtedy będzie można mówić o pełnej swobodzie świadczenia usług polegających na zarządzaniu powierzonym kapitałem.

INFLUENCE OF AMENDMENT OF EU DIRECTIVE ON COLLECTIVE MANAGEMENT INSTITUTIONS ON POLISH REGULATIONS ON OPEN INVESTMENT FUNDS

Summary

The article presents the modifications introduced in January 2002 to the Directive on the coordination of laws, regulations and administrative provisions related to undertakings for collective investment in transferable securities, which is crucial for the principle of free flow of capital in reference with collective investment institutions.

Against the background of the Directive provisions the author presents the economic and legal reasons for the amendment, discussing the amendments in reference to the authorization of collective investment institutions, the principles of starting activity by companies managing such institutions and the obligation of such institutions to keep the investors informed.

The author pays special heed to the potential consequences of the amendment for the Polish regulations on open investment funds included in the Act of 28 August 1997 on investment funds (full text in legislative journal Dz.U. 2002, No49, poz.448 with further amendments).

³⁸ Por. projekt Dyrektywy o zapewnieniu efektywnego opodatkowania dochodów z oszczędności (*Proposal for a Council Directive to ensure effective taxation of savings income in the form of interest payments within the Community COM(2001) 400 of 18 July 2001, OJ C 2001*).