

KRZYSZTOF ŁABOWSKI

## FUNDUSZE INWESTYCYJNE W POLSCE W ŚWIETLE ZMIENIAJĄCYCH SIĘ PRZEPISÓW PRAWA

Rynek kapitałowy w Polsce na przestrzeni ostatnich kilku lat od chwili jego powstania w 1991 r., przeszedł głębokie zmiany. Gwałtownie wzrosła liczba notowanych na warszawskiej giełdzie spółek, pojawiły się nowe instrumenty finansowe, wciąż zwiększa się liczba dostępnych funduszy inwestycyjnych oraz innych instytucji finansowych stawiających przed uczestnikami rynku rozmaite instrumenty. Coraz częściej obserwuje się korelację zachowania się polskiego rynku z największymi centrami finansowymi świata. Jest to niewątpliwie dowód na co raz szersze włączanie naszego rynku w skład globalnego systemu finansowego. Jednak zgodnie z powszechnie panującymi przekonaniem dalszy napływ zagranicznego kapitału i tym samym dalszy rozwój rynku, uzależniony jest od permanentnego dostosowywania obowiązujących przepisów prawa do nowych warunków oraz standardów ogólnoświatowych.

W ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy przeprowadzono w Polsce zmiany ustawodawcze mające zasadniczy wpływ na funkcjonowanie całego systemu finansowego. Wprowadzone w 1997 r. i na początku 1998 r. nowe uregulowania gruntownie zreformowały system finansowy. Większość nowych ustaw weszła w życie w dniu 1 stycznia 1998 r. i z pewnością ta data wyznacza nowy rozdział w historii naszych instytucji finansowych. Zmiany prawne objęły wszystkie części składowe systemu finansowego, a więc: system bankowy, system ubezpieczeniowy i emerytalny oraz system obrotu papierami wartościowymi<sup>1</sup>. Również w ubiegłym roku weszła w życie nowa Konstytucja RP z 2 kwietnia 1997 r., która przyjęła nowe zasady dotyczące źródeł prawa, w tym prawa finansowego. Obecnie źródłami prawa są:<sup>2</sup>

- źródła powszechnie obowiązujące w RP tzn.: Konstytucja, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe oraz rozporządzenia,
- rozporządzenia są wydawane przez organy wskazane w Konstytucji na podstawie szczegółowego upoważnienia zawartego w ustawie i w celu jej wykonania. Upoważnienie to powinno określać organ właściwy do wydania rozporządzenia, przy czym nie ma możliwości przekazania kompetencji w tym zakresie innemu organowi – zakaz subdelegacji,
- organy samorządu terytorialnego ustanawiają akty prawa miejscowego, obowiązujące na obszarze działania tych organów.

---

<sup>1</sup> Z. Dobbsiewicz, *Polskie instytucje finansowe w świetle nowego prawa*, INFOR, Warszawa 1998, s. 13.

<sup>2</sup> *Polskie prawo finansowe*, praca pod red. E. Rusikowskiego, K i K, Warszawa 1998, s. 11.

Prawidłowo funkcjonujący rynek kapitałowy ma na celu zapewnienie efektywnego i stabilnego rozwoju gospodarczego państwa. Rynek ten podlega jednak najczęściej surowej reglamentacji ze strony administracji państwowej, która dotyczy po pierwsze – trybu dopuszczania podmiotów do udziału w rynku i procedury dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu, a po drugie – nadzoru nad giełdami i obrotem poza-giełdowym, jak również stawiania określonych wymagań uczestniczącym w takim obrocie instytucjom – domom maklerskim, bankom i funduszom inwestycyjnym. Fundusze inwestycyjne obok Komisji sprawującej bezpośredni nadzór nad funkcjonowaniem systemu, biur maklerskich i samej giełdy, stanowią trzon systemu obrotu papierami wartościowymi<sup>3</sup>.

21 sierpnia 1997 r. Sejm RP uchwalił nowe prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>4</sup> – podstawowy akt regulujący funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, nadający mu podstawowe ramy i kanony działania. Odrębnymi uregulowaniami objęto również działalność funduszy inwestycyjnych, których gwałtowny rozwój również wykroczył poza dotychczasowe przepisy. Nowa ustawa dotycząca funduszy inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 r.<sup>5</sup> wprowadza szereg zmian i nowych rozwiązań w działalności tych instytucji. Nie tylko w sposób pełniejszy reguluje, w porównaniu z poprzednim aktem z marca 1991 r. – *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych*<sup>6</sup>, działalność funduszy, ale także zmienia całkowicie koncepcję ich funkcjonowania. Zmianie ulega nawet nazwa – z funduszy powierniczych na inwestycyjne<sup>7</sup>. Jakże zatem nowe uregulowania wprowadza uchwalona przed rokiem ustawa.

**Po pierwsze nowy akt dotyczy wyłącznie funduszy inwestycyjnych**, podczas gdy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* z 1991 r. tworzyło przede wszystkim kanony funkcjonowania całego rynku kapitałowego. Jedynie jeden rozdział z poprzednio obowiązującej ustawy, obejmujący 25 artykułów oraz 7 innych artykułów, dotyczył funduszy wówczas nazywanych powierniczymi. Tak więc działalność funduszy była uregulowana niejako „przy okazji” określania zasad funkcjonowania całego rynku. Jednak gwałtowny rozwój tych instytucji na przestrzeni kilku ostatnich lat (wyrażający się dotychczas jedynie wzrastającą liczbą dostępnych funduszy, a nie sumą aktywów netto pozostających w ich dyspozycji) wykazał, że takie rozwiązanie jest niewystarczające. Pojawiła się zatem konieczność szerokiego uregulowania tej części rynku kapitałowego nowym, oddzielnym aktem prawnym.

**Po drugie przepisy starej ustawy miały zastosowanie tylko do „funduszy ze zmienną liczbą uczestników i niezbywalnymi jednostkami uczestnictwa”, a zatem do funduszy otwartych, gdy tymczasem nowa**

<sup>3</sup> J. Mojak, *Prawo giełdowe. Wprowadzenie, zbiór przepisów*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1998, s. 16.

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. (Dz. U. 97.118.754).

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. *o funduszach inwestycyjnych*. (Dz. U. 97.139.993).

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* (Dz. U. 94.58.239).

<sup>7</sup> Z. Dobosiewicz, *Polskie instytucje finansowe w świetle nowego prawa*, INFOR, Warszawa 1998, s. 223.

**ustawa przewiduje tworzenie czterech podstawowych rodzajów funduszy (art. 11.3.):**

- funduszu otwartego,
- specjalistycznego funduszu otwartego,
- funduszu zamkniętego,
- funduszu mieszanego.

Po trzecie, stara ustawa definiowała fundusz jako „wyodrębnioną finansowo wspólną masę majątkową uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzaną przez towarzystwo funduszy powierniczych”. Tymczasem **obecnie fundusz określa się jako oddzielną osobę prawną, której „wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe” (art. 2).**

Po czwarte, nowa ustawa opiera się na koncepcji **dwóch odrębnych osób prawnych**. Jedną, mającą osobowość prawną, jest fundusz inwestycyjny, zaś drugą, towarzystwo funduszu inwestycyjnego, zorganizowane w formie spółki akcyjnej i będące jednocześnie organem funduszu, przy czym siedzibą funduszu jest siedziba towarzystwa (art. 4). Porównując je do spółek kapitałowych można stwierdzić, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych pełni wobec funduszu podobną rolę jak zarząd w spółkach kapitałowych<sup>8</sup>.

Konstrukcja osoby prawnej, której organem jest inna osoba prawna, jest rozwiązaniem kontrowersyjnym i nowym w polskim prawie. Wobec dość szczątkowego uregulowania zasad funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako organu funduszu inwestycyjnego oczywista będzie chęć posiłkowania się tu przepisami kodeksu handlowego, określającymi zasady funkcjonowania zarządu. W związku z tym pojawia się pytanie o stosunek przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych do przepisów kodeksu handlowego w zakresie regulacji organów osób prawnych. Fundusze inwestycyjne są nowym typem osoby prawnej, regulowanym poza kodeksem handlowym. Należy więc uznać, iż przepisy kodeksu handlowego można stosować co najwyżej pomocniczo, a nigdy nie wprost. Jednak kwestia ta będzie z pewnością przedmiotem dyskusji wśród prawników<sup>9</sup>.

**Nowym rozwiązaniem jest powierzenie przez ustawę KPWiG oraz depozytariuszowi ścisłej kontroli nad tworzeniem i funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych oraz zarządzających nimi towarzystwami.** Depozytariusz obok towarzystwa działa w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego (art. 10). Ustawa przewiduje również możliwość powołania rady inwestorów jako organu kontrolnego dla funduszy specjalistycznych otwartych, zamkniętych i mieszanych, (art. 3.1). Funkcje organu nadzorczego pełni także walne zgromadzenie akcjonariuszy towarzystwa, zatwierdzające sprawozdania finansowe funduszu.

<sup>8</sup> K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Institucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 44.

<sup>9</sup> Tamże, s. 45.

Po szóste, dużą rolę w określaniu organizacji i sposób działania funduszu inwestycyjnego ustawa zostawia statutowi funduszu, który jednak musi zostać, przed jego utworzeniem, zaakceptowany przez KPWiG. Ze względu na określanie możliwości tworzenia oprócz funduszy otwartych również funduszy zamkniętych i mieszanych, wprowadzone zostało pojęcie certyfikatu inwestycyjnego (art. 5.1).

Nowym rozwiązaniem jest również wprowadzenie rejestru funduszy inwestycyjnych. Rejestr, który jest jawny i dostępny dla wszystkich prowadzony jest przez Sąd Wojewódzki w Warszawie (art. 13.1 - 2).

Ponadto określone zostały trzy podstawowe cele funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z ustawą są nimi (art. 15.1):

- ochrona realnej wartości aktywów funduszy,
- osiąganie dochodu funduszu z lokowania aktywów funduszy,
- wzrost wartości aktywów funduszy w wyniku wzrostu wartości lokat.

Każdy fundusz powinien w statucie określić zasady polityki inwestycyjnej, pozwalającej na osiągnięcie założonego wcześniej celu (art. 16). Chodzi przede wszystkim o:

- identyfikację papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu,
- kryteria doboru lokat,
- zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne,
- dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz.

### Podmiot zarządzający funduszami

Nowa ustawa, podobnie jak poprzedni akt regulujący działalność funduszy, przewiduje że funduszami może zarządzać wyłącznie towarzystwo funduszy inwestycyjnych działające w formie spółki akcyjnej z siedzibą na terytorium Polski (art. 30). Obecnie obowiązująca ustawa nadaje wyłączne prawo używania w firmie przedsiębiorstwa zarządzającego funduszami oznaczenia „Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych” (art. 33.1). Jest to nazwa zarezerwowana wyłącznie dla tego typu przedsiębiorstw. Nowe przepisy poszerzają natomiast obowiązki firmy zarządzającej.

Towarzystwo funduszu inwestycyjnego jest instytucją wyspecjalizowaną w zarządzaniu majątkiem funduszy wspólnego inwestowania. Ogranicza ono swój przedmiot działania do realizacji tego zadania (art. 3 i art. 30 - 49). Nie może np. udzielać pożyczek i gwarancji, zaciągać pożyczek i kredytów, emitować obligacji w wysokości przekraczającej 10% kapitałów własnych (art. 46.4). Towarzystwo zarządza funduszami inwestycyjnymi odpłatnie<sup>10</sup>. Obecnie poza tworzeniem funduszy i zarządzaniem nimi towarzystwo reprezentuje również fundusz na zewnątrz wobec osób trzecich (art. 34.1). Kapitał towarzystwa, tak jak pod rządami poprzedniej ustawy, powinien zostać opłacony wyłącznie gotówką (art. 35.1). Kilukrotnie jednak zwięks-

<sup>10</sup> Z. Dobosiewicz, *Polskie instytucje...*, op. cit., s. 223.

szona została minimalna ilość kapitałów własnych, jakim powinno dysponować towarzystwo. Jest to wzrost z 400 tys. zł do 3 mln, a w przypadku gdy towarzystwo ma zarządzać więcej niż jednym funduszem, kwota ta ulega powiększeniu o 1 mln zł na każdy kolejny fundusz (art. 35.3).

Towarzystwo podobnie jak wcześniej może emitować wyłącznie akcje imienne, nie podlegające zamianie na akcje na okaziciela (art. 38). Dopuszcza się jednak nabycie przez jednego akcjonariusza akcji lub praw z akcji towarzystwa umożliwiających wykonywanie ponad 20, 33 oraz 50% głosów na WZA. Wymagana jest do tego jednak zgoda Komisji (art. 39.1).

### **Depozytariusz**

Aktywa funduszy inwestycyjnych przechowuje depozytariusz, na którym spoczywają istotne obowiązki określone w art. 51 - 58 ustawy. Funkcję Depozytariusza, poza Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, może pełnić bank z siedzibą na terenie Polski, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln zł (art. 50). Do podstawowych obowiązków depozytariusza w zakresie przechowywania aktywów funduszu należy (art. 51.1):

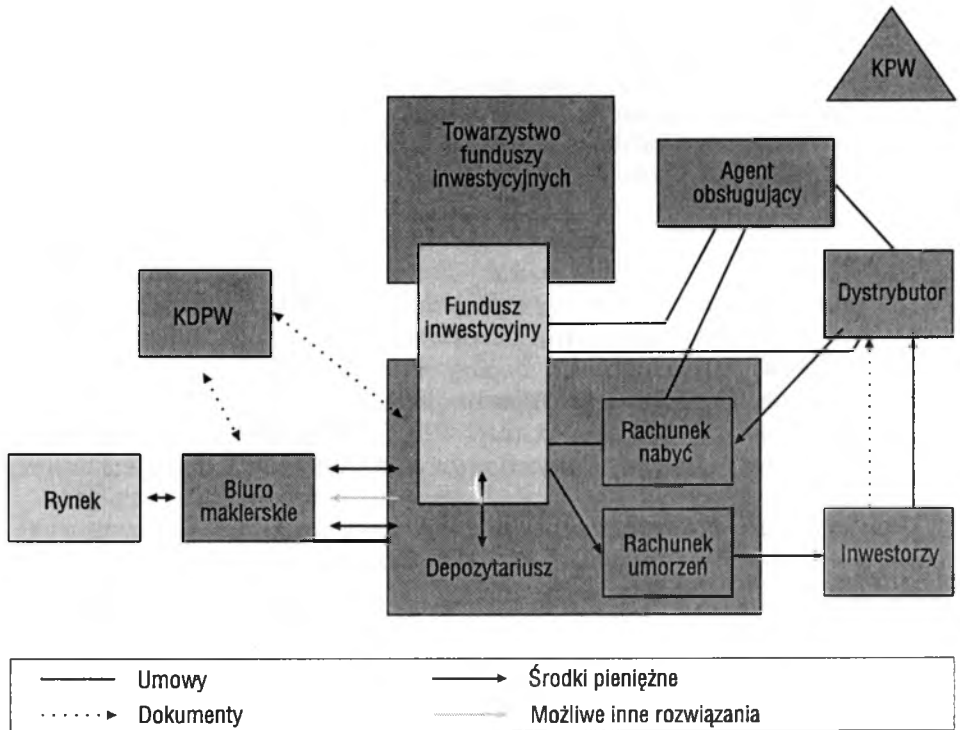
Depozytariusz ma zatem zapewniać zgodne z prawem i statutem wykonywanie obowiązków funduszu (art. 51.3). Przepisy nowej ustawy wyraźnie nakładają na depozytariusza, niezależnie od towarzystwa obowiązek działania w interesie uczestników funduszu (art. 10). Depozytariusz jest między innymi zobowiązany występować „w imieniu uczestników z powództwem przeciwko towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie zarządzania i reprezentacji” (art. 51.4). Poza tym obecnie określone zostały wymogi kapitałowe, które powinien spełniać depozytariusz (art. 50).

Ustawa uniemożliwia unię osobową pomiędzy członkami władz towarzystwa i depozytariusza (art. 52). Szczegóły współpracy pomiędzy towarzystwem a depozytariuszem określać powinna stosowna umowa (art. 53) i co ważne, przechowywane przez depozytariusza aktywa funduszu inwestycyjnego albo wpłaty dokonane na wydzielony rachunek prowadzony przez depozytariusza na imię funduszu, nie mogą być przedmiotem egzekucji kierowanej przeciwko depozytariuszowi, nie wchodzi do masy upadłości depozytariusza i nie mogą być objęte postępowaniem układowym (art. 59).

### **Struktura organizacyjno-funkcjonalna**

W obsługę funduszu zaangażowanych jest szereg różnych podmiotów w zależności od jego rodzaju. I tak np. w przypadku funduszu otwartego konieczne jest współdziałanie dystrybutora jednostek, który zbędny jest przy funduszu zamkniętym. Cechą charakterystyczną rozwiązań przyjętych w Polsce jest nie wykonywanie przez fundusz, posiadający osobowość prawną, żadnych czynności prawnych, natomiast spełnianie tej funkcji przez

towarzystwo. Rozwiązanie to wynika ze specyficznej formy prawnej funduszu, jaką przyjął polski ustawodawca. Schemat powiązań pomiędzy podmiotami obsługującymi fundusz otwarty ilustruje rysunek 1.



Rys. 1. Powiązania pomiędzy podmiotami obsługującymi fundusze

Źródło: K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 48.

### Normy ostrożnościowe

Ustawa uznaje fundusze za instytucje zaufania publicznego, co uzasadnia ograniczenie swobody ich działania. Muszą one stosować się do nakreślonych w ustawie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, przy czym wprowadzone normy ostrożnościowe są odmienne dla różnych typów funduszy, a najostrożniejsze w przypadku funduszy otwartych. Określona w ustawie dywersyfikację portfeli inwestycyjnych poszczególnych typów funduszy przedstawia tabela 1. Fundusze obciążone są również obowiązkami informacyjnymi, których forma także zależy od typu funduszu.

Dodatkowo, aby zwiększyć bezpieczeństwo lokat, wprowadzono dolną granicę aktywów netto funduszu (wartość aktywów pomniejszona o wartość zobowiązań) w wysokości 2,5 mln zł i minimalną wartość zebranych wpłat – 4 mln zł (art. 8).

Tabela 1

**Dywersyfikacja portfeli poszczególnych funduszy inwestycyjnych**

	Fundusze otwarte i specjalistyczne	Fundusze zamknięte	Fundusze mieszane
Papiery wartościowe – rynek pierwotny	+	+	+
Papiery wartościowe – rynek wtórny	+	+	+
Obligacje skarbowe	+	+	+
Bony skarbowe	+	+	+
Wierzytelności (z wyjątkiem wierzytelności od osób fizycznych)	–	+	+
Waluty	–	+	+
Udziały w spółkach z o.o.	–	+	+
Prawa pochodne	–	+	–
Transakcje terminowe	–	+	–
Jednostki i certyfikaty funduszy inwestycyjnych	–	+	+

**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych.

***Fundusze inwestycyjne otwarte***

**Fundusze otwarte**, podobnie jak wcześniej funkcjonujące fundusze powiernicze, emitują jednostki uczestnictwa, które może nabyć każdy. Jednostki te nie mogą być przedmiotem odsprzedaży osobom trzecim, ale podlegają dziedziczeniu (art. 61.2 - 3). Odkupione przez fundusz jednostki są umarzane (art. 60). Częstotliwość zbywania i odkupywania jednostek musi zostać określona w statucie, nie może być jednak rzadsza niż raz na dwa tygodnie (art. 62.1). Jednak statut może zawierać zapis, że ze względu na przekroczenie określonego poziomu wartości aktywów netto, zbywanie jednostek może zostać zawieszona (art. 62.2). W każdym dniu zbywania lub odkupywania jednostek fundusz zobowiązany jest do dokonywania (art. 63):

- wyceny aktywów funduszu,
- ustalania wartości aktywów netto,
- ustalania ceny zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa.

Wszystkie jednostki uczestnictwa w funduszu otwartym reprezentują taką samą wartość, tj. takie same prawa (art. 61.1). Cena zbycia lub odkupienia jednostek wynika z dzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru uczestników w dniu wyceny (art. 64). Cena określona w ten sposób jest oczywiście powiększona lub pomniejszona o stosowne opłaty dla funduszu, których pobieranie przewiduje art. 26 ust. 4 ustawy.

Dopuszczalne jest zawieszenie odkupu jednostek na dwa tygodnie, jeżeli w ciągu dwóch tygodni suma wartości odkupionych przez fundusz jedno-

stek przekroczy 10% wartości jego aktywów (art. 67.4). Komisja może wyrazić w takiej sytuacji zgodę na zawieszenie odkupywania jednostek do dwóch miesięcy, lub ich odkupywanie w ratach w okresie do sześciu miesięcy (art. 67.5).

Ustawa szczegółowo określa sposoby lokowania aktywów przez poszczególne fundusze. Inwestowanie w fundusze otwarte ma być z założenia najbezpieczniejsze, dlatego też fundusz otwarty może lokować wyłącznie w (art. 70.1 – patrz tabela 1):

- papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego lub na regulowanym rynku pozagiełdowym,
- papiery wartościowe, które będą dopuszczone do publicznego obrotu, a kupowane są w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej,
- inne papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne o okresie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są zbywalne i ich wartość rynkowa może być ustalona w każdym czasie, z tym że wartość tych lokat nie może przekraczać 10% aktywów funduszu.

Dla zmniejszenia ryzyka wiążącego się z inwestowaniem ustawa określa zasady dywersyfikacji lokat. Fundusz otwarty nie może zatem lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wyemitowane przez jeden podmiot (art. 71.1). Statut funduszu może jednak dopuszczać takie sytuacje, w których możliwe było ulokowanie w papiery jednego podmiotu i wierzytelności wobec tego podmiotu do 10% wartości aktywów. Łączna wartość takich lokat nie może jednak przekroczyć 40% wartości wszystkich aktywów (art. 71.2). Tych ograniczeń nie stosuje się w odniesieniu do papierów emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski (art. 72.1).

Lokowanie w podobne papiery wartościowe w państwach innych niż Polska i nie należących do OECD wymaga zgody Komisji (art. 70.2). W krajach OECD fundusze mogą lokować swobodnie bez takich zezwoleń.

Fundusz otwarty nie może nabyć papierów wartościowych pozwalających wykonywać prawa z więcej niż 10% głosów w jakimkolwiek organie emitenta tych papierów (art. 75.1). W przypadku przekroczenia powyższego ograniczenia przez różne fundusze zarządzane przez to samo towarzystwo możliwe jest wykonanie praw tylko z 10% głosów (art. 75.2).

Fundusz otwarty może nabywać jednostki uczestnictwa w innych funduszach mających siedzibę w kraju (art. 73.1), a także pod pewnymi warunkami – w zagranicznych (art. 73.2).

### **Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte**

**Fundusz specjalistyczny** jest wzorowany na funduszu otwartym. Podstawową różnicą jest możliwość określenia w statucie wymogów formalnych w stosunku do uczestników funduszu oraz określenia, warunków na jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostek. Dzięki temu możliwe jest tworzenie na przykład funduszy dla pracowników danej firmy czy przedstawicieli społeczności lokalnej.



Większość postanowień odnoszących się do funduszy otwartych, w tym również nakazy i zakazy dotyczące sposobów inwestowania i zaciągania zobowiązań odnoszą się również do specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, z pewnymi jednak modyfikacjami (art. 83).

Statut funduszu specjalistycznego może ograniczyć krąg uczestników do osób spełniających pewne warunki, w jakich uczestnik funduszu może żądać odkupienia jednostki uczestnictwa przez fundusz (art. 84.1 - 2). Statut może również przewidywać utworzenie rady inwestorów jako organu kontrolnego (art. 85.1). Rada inwestorów kontroluje działalność funduszu, realizację polityki inwestycyjnej oraz stosowanie wskazanych w statucie ograniczeń (art. 85.3). W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości może postanowić o rozwiązaniu funduszu (art. 85.5). W skład rady inwestorów może wchodzić uczestnik posiadający ponad 5% ogólnej liczby jednostek w danym funduszu (art. 86.1).

### **Fundusze inwestycyjne zamknięte**

**Fundusze zamknięte** emitują certyfikaty inwestycyjne – niepodzielne papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, reprezentujące jednakowe prawa majątkowe (art. 88 - 89.1 - 3). Obrót certyfikatami podlegać będzie tym samym regułom co obrót akcjami spółek publicznych. Wydanie przez Komisję zezwolenia na utworzenie funduszu jest równoznaczne z dopuszczeniem pierwszej emisji certyfikatów do publicznego obrotu (art. 91). Fundusz zamknięty nie odkupuje certyfikatów od inwestorów, którzy dokonali wpłat na certyfikaty, ale zbywa im je po cenie ustalonej według wartości aktywów netto przypadających na certyfikat (art. 95.1). Ustawa pozostawia funduszom zamkniętym większą swobodę w określaniu celu inwestycyjnego i zasad polityki inwestycyjnej. Fundusz taki ma możliwość inwestowania w papiery wartościowe, wierzytelności (poza wierzytelnościami od osób fizycznych), waluty, udziały w spółkach z o.o., transakcje terminowe oraz prawa pochodne od praw majątkowych (art. 98.1). Podobnie jak w funduszu otwartym, obowiązują go jednak ostre ograniczenia w koncentracji tych papierów wartościowych (art. 98.2 - 5).

Fundusz inwestycyjny zamknięty może zaciągać znacznie więcej pożyczek i kredytów, bo aż do poziomu 50% wartości aktywów w chwili ich zaciągania (art. 99). W funduszach zamkniętych, podobnie jak w specjalistycznych, działa rada inwestorów jako organ kontrolny, posiadający takie same prawa i obowiązki jak w funduszu otwartym (art. 101.1 - 2).

### **Fundusze inwestycyjne mieszane**

**Fundusze mieszane** są odmianą funduszy zamkniętych. Emitują certyfikaty inwestycyjne i wykupują je na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą wykupienia certyfikaty są umarzone (art. 103). Jest to podstawowa cecha odróżniająca fundusze mieszane od zamkniętych. Terminy owego

wykupu określa statut, z tym że nie mogą być one rzadsze niż jeden rok (art. 104.1). Podobnie jak w przypadku funduszy zamkniętych, emitowane przez fundusze mieszane certyfikaty są papierami wartościowymi na okaziciela, dopuszczonymi do publicznego obrotu (art. 105, 107).

Ograniczenia inwestycyjne w przypadku tego typu funduszy są nieco bardziej liberalne w porównaniu z funduszami otwartymi, gdyż zamierzeniem ustawodawcy było upodobnienie ich do popularnych w Stanach Zjednoczonych funduszy inwestujących wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego. Fundusz mieszany może lokować zatem swe aktywa w (art. 113.1):

- papiery wartościowe,
- wierzytelności pieniężne o okresie wymagalności nie dłuższym niż rok,
- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,
- waluty.

Do inwestycji w papiery i wierzytelności w państwach nie należących do OECD, podobnie jak w przypadku funduszy otwartych, konieczna jest zgoda Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (art. 113.2). Fundusz taki, podobnie jak inne, może nabywać jednostki uczestnictwa w innych funduszach inwestycyjnych oraz tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą (art. 116.1). Obowiązują go również ograniczenia w inwestowaniu i zaciąganiu zobowiązań podobne w charakterze jak w innych funduszach. I tak lokaty funduszu mieszanego w papiery wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec jednego podmiotu czy udziały w tym podmiocie nie mogą przekraczać 5% wartości aktywów funduszu (art. 114.1). Podobnie waluta jednego państwa nie może przekraczać tego poziomu w portfelu funduszu (art. 114.2). Statut funduszu może dopuszczać sytuację, kiedy próg ten zostaje podniesiony do 10%. Łączna wartość takich lokat nie może przekroczyć jednak 40% wartości aktywów funduszu (art. 114.2). Ograniczeń tych, podobnie jak w odniesieniu do innych funduszy, nie stosuje się w stosunku do papierów Skarbu Państwa lub Narodowego Banku Polskiego (art. 115.1). Komisja może również zezwolić na nie stosowanie się do tych ograniczeń, jeżeli chodzi o papiery emitowane lub gwarantowane przez państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub przynajmniej jedno z państw należących do OECD (art. 115.2).

Fundusz mieszany może zaciągać pożyczki i kredyty do poziomu 30% wartości aktywów w chwili ich zaciągania (art. 119).

### **Obowiązki informacyjne funduszy i nadzór KPWiG**

Na funduszach inwestycyjnych otwartych spoczywa obowiązek publikowania w dzienniku ogólnokrajowym prospektów informacyjnych (art. 122), które powinny zawierać statut funduszu oraz wszelkie informacje niezbędne do oceny ryzyka inwestycyjnego. Fundusze zamknięte i mieszane obowiązane są natomiast do przedstawiania prospektów emisyjnych wraz ze statutami zgodnie z przepisami o publicznym obrocie papierami wartościowymi (art. 123), a więc przed każdą emisją certyfikatów.

Przy zbywaniu jednostek uczestnictwa fundusz inwestycyjny otwarty udostępnia roczne i półroczne sprawozdania finansowe oraz prospekt informacyjny funduszu (art. 125.1). Uczestnik funduszu otwartego ma prawo żądać rocznego i półrocznego sprawozdania oraz prospektu informacyjnego (art. 125.2).

Zgodnie z ustawą – fundusze zobowiązane są ogłaszać, w sposób określony w statucie, cenę zbywania i odkupywania lub wykupywania jednostek uczestnictwa i certyfikatów, niezwłocznie po jej ustaleniu (art. 126).

### **Przejęcia, likwidacja i przekształcenia funduszy inwestycyjnych**

Ustawa dopuszcza na podstawie zawartej umowy, przejęcie przez towarzystwo zarządzania funduszem wcześniej kierowanym przez inną firmę. Towarzystwo, przejmujące zarządzanie aktywami zgromadzonymi w innym funduszu, wstępuje we wszystkie prawa i obowiązki towarzystwa będącego wcześniej organem tego funduszu. Nie ma możliwości wyłączenia z przejęcia części obowiązków (art. 136.1 - 2).

Fundusz inwestycyjny w myśl ustawy ulega likwidacji, jeżeli (art. 138.1):

- upłynął okres, na który fundusz został utworzony,
- zarządzanie funduszem nie zostało przejęte przez inne towarzystwo w terminie 3 miesięcy od dnia wejścia w życie decyzji o cofnięciu zezwolenia dla towarzystwa dotychczas zarządzającego funduszem (art. 48.2),
- wartość aktywów netto funduszu spadła poniżej 2,5 mln zł (art. 8),
- rada inwestorów podjęła decyzję o rozwiązaniu funduszu,
- wystąpiły inne przyczyny określone w statucie funduszu.

Likwidacja funduszu następuje na podstawie decyzji KPWiG (art. 138.2). Likwidatorem funduszu na mocy ustawy jest depozytariusz, chyba że Komisja wyznaczy innego likwidatora (art. 140). Likwidacja funduszu polega na zbyciu jego aktywów, ściągnięciu należności, zaspokojeniu wierzycieli i umorzeniu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych przez wypłatę uzyskanych środków pieniężnych uczestnikom funduszu, oczywiście proporcjonalnie do posiadanych przez nich jednostek bądź certyfikatów (art. 141.1).

Zgodnie z art. 152, istniejące w dniu wejścia w życie ustawy (21 lutego 1998 r.) fundusze powiernicze mają prawo prowadzić działalność na dotychczasowych zasadach przez dalsze trzy lata, po czym będą musiały przekształcić się w fundusze inwestycyjne otwarte. Przewidziane są szczegółowe zasady przekształcania:

- towarzystwo funduszy powierniczych dokonuje zmiany swego statutu, obejmującej zmianę firmy oraz przedmiotu przedsiębiorstwa,
- z dniem zarejestrowania zmian statutu towarzystwo funduszy powierniczych przekształca się w towarzystwo funduszy inwestycyjnych. O zmianie statutu należy niezwłocznie powiadomić KPWiG,
- powstałe towarzystwo funduszy inwestycyjnych może przystąpić do przekształcenia funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne otwarte,

- towarzystwo składa do KPWiG wnioski o zezwolenie na przekształcenie funduszu należy dołączyć komplet dokumentów wymagany przy uzyskiwaniu zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego,
- po uzyskaniu zezwolenia towarzystwo dokonuje dwukrotnego ogłoszenia o zamiarze przekształcenia funduszu powierniczego w fundusz inwestycyjny. Pomiedzy ogłoszeniami powinno upłynąć co najmniej 30 dni,
- po upływie trzech miesięcy od dnia dokonania drugiego ogłoszenia towarzystwo funduszy inwestycyjnych składa do sądu rejestrowego wnioski o wpis przekształconego funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych,
- z chwilą wpisu przekształconego funduszu do rejestru, fundusz staje się następcą prawnym funduszu powierniczego, przejmując jego aktywa i zobowiązania.

Biorąc pod uwagę okres postępowania przed KPWiG oraz pozostałe wyżej wymienione terminy, należy podkreślić, że łączny czas przekształcenia funduszu może przekroczyć pół roku.

W tym czasie towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie zarządzało funduszem powierniczym zgodnie z przepisami ustawy z 22 marca 1991 r. prawo o publicznym obrocie papierami wartościowym i funduszach powierniczych<sup>11</sup>.

Pierwszym towarzystwem, które przystąpiło do procedury przekształcenia funduszu było Pioneer Pierwsze Polskie Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. Do końca bieżącego roku w towarzystwa funduszy inwestycyjnych przekształconych zostanie najprawdopodobniej większość działających podmiotów. Natomiast pierwszy wniosek o wydanie nowego zezwolenia na utworzenie funduszy po wejściu w życie nowej ustawy złożyło TFI Banku Handlowego.

Poza przekształceniami z funduszy powierniczych w otwarte fundusze inwestycyjne ustawa przewiduje również możliwość, na podstawie zmiany statutu, przekształcania funduszu inwestycyjnego zamkniętego w fundusz mieszany i odwrotnie (art. 137). Zmian w statucie, a tym samym przekształcenia funduszu, dokonuje towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

### **Przepisy antymonopolowe i karne**

W przypadku łączenia się towarzystw zarządzających funduszami lub przejęcia zarządzania obcym funduszem inwestycyjnym stosuje się przepisy ustawy o przeciwdziałaniu praktykom monopolistycznym (art. 145). Zamiar połączenia towarzystw lub przejęcia zarządzania innym funduszem podlega poza tym zgłoszeniu Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (art. 146.1). W sytuacji, gdy w wyniku połączenia towarzystw lub przejęcia zarządzania innym funduszem towarzystwo uzyskałoby lub umocniłoby pozycję dominującą na rynku, Urząd może wydać decyzję zakazującą łączenia (art. 146.4).

<sup>11</sup> K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, op. cit., s. 53 - 55.

Ustawa przewiduje również bardzo surowe kary pozbawienia wolności lub wysokich grzywnien za:

- podanie w prospekcie informacyjnym nieprawdziwych informacji lub zatajenie danych mogących w istotny sposób wpłynąć na treść informacji (art. 147),
- niedochowania, ujawnienia lub wykorzystania tajemnicy zawodowej dotyczącej działalności funduszu inwestycyjnego (148.1),
- prowadzenie działalności, której przedmiotem jest lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w papiery wartościowe lub inne prawa majątkowe (art. 149).

Przychody uczestników funduszy z tytułu umorzenia jednostek uczestnictwa i zbycia certyfikatów inwestycyjnych są zgodnie z omawianą ustawą zwolnione od podatku dochodowego (art. 158 i 159). Także fundusze inwestycyjne są zwolnione od podatku dochodowego od osób prawnych. Zwolnienia dotyczą jednak tylko inwestycji na rynku publicznym<sup>12</sup>.

**Nowa ustawa zatem znacznie szerzej, w porównaniu z poprzednimi przepisami, reguluje działalność funduszy inwestycyjnych w Polsce.** Jednak pomimo kompleksowego charakteru **ustawa zawiera szereg odniesień do szeregu aktów wykonawczych**, które razem z ustawą będą tworzyły całość przepisów dotyczących funduszy: zatem to również rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości dotyczącego sposobu prowadzenia rejestru funduszy (art. 13.3), rozporządzeń Ministra Finansów określających ograniczenia inwestycyjne (art. 81, 102, 121), warunków, jakim powinny odpowiadać prospekty informacyjne funduszy otwartych oraz sprawozdania i bieżące informacje z działalności funduszu przedstawiane Komisji (art. 124.2, 127.2), a także rozporządzenie Rady Ministrów dotyczące trybu likwidacji funduszu (art. 144) będą miały wpływ na charakter całości przepisów regulujących działalność funduszy. Istotne znacznie mają również przepisy regulujące funkcjonowanie całego rynku kapitałowego.

Podkreślając fundamentalne znaczenie **zmian**, które się dokonały w prawodawstwie tej części rynku finansowego, trzeba jednocześnie zauważyć, że są one **niepełne**. Na te niedoskonałości nakładają się **problemy wywołane olbrzymim zakresem dotychczasowych zmian**, dlatego też niełatwe będą początki instytucji tworzonych na podstawie nowych ustaw. Dodatkową trudność stwarza **brak niektórych aktów wykonawczych**, które mają zostać wydane w terminie późniejszym.

Należy jednak zaznaczyć, że **ustawa wprowadza wiele nowych rozwiązań, które z pewnością nie tylko ułatwią rozwój funduszy w Polsce, ale przede wszystkim uporządkują dotychczasową, często mało klarowną sytuację prawną.** Nowe przepisy dają przede wszystkim podstawy rozwoju tej niezwykle ważnej części rynku kapitałowego. Wydaje się jednak, że rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce będzie ściśle uzależniony od rozwoju całego rynku kapitałowego, na który nie ma wpływu wyłącznie sama ustawa o funduszach inwestycyjnych, ale również regulacje odnoszące się do całego rynku.

<sup>12</sup> G. Ordak, *Nie ma pośpiechu*, „Gazeta Bankowa” z dnia 13 - 14 czerwca 1998, s. 15.

INVESTMENT FUNDS IN POLAND IN THE LIGHT  
OF ALTERING PROVISIONS OF LAW

S u m m a r y

During a dozen or so last months in Poland a series of changes in the legislation has been carried out. All of them have an essential influence on functioning of the whole financial system.

The Author discusses fundamental new regulations that are distinct from the previously binding provisions as well as the most important issues of the funds operation.

Main distinct regulations of the new law are: distinguishing of four basic kinds of the funds, new definition of the investment fund, introduction of conception of a fund based on two separated subjects of rights, detailed definition of control functions of the depositary, increasing of the role of the funds' statute, introduction of funds register, definition of three fundamental aims of investment funds.

Further the Author analyses the details of: regulations concerning subjects managing the assets of funds, provisions on depositaries, organizational and functional structure of subjects engaged with funds' service, precaution norms that are obligatory for the activity of funds, particular types of funds, their limitations in investing and obligations to keep informed, and, as well, the provisions concerning takings over, liquidations and transformations of investment funds.