Katarzyna GABRYELCZYK

PODSTAWY PRAWNE FUNKCJONOWANIA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE[1]

Fundusze inwestycyjne sięgają swą genezą drugiej połowy XVIII wieku, kiedy to powstał pierwszy notowany w Holandii trust inwestycyjny założony w 1774 roku przez duńskiego brokera Abrahama van Ketwicha o nazwie składającej się ze słów, będących ówcześnie maksymą Republiki Holenderskiej: *Eendragt Maakt Magt*, co oznacza: *jedność kreuje siłę*[2]. Obszarami geograficznymi powszechnie uważanymi jednak za miejsce rozwoju rynku tych instytucji są Wielka Brytania oraz Stany Zjednoczone, w których pod koniec XIX wieku powstało wiele trustów inwestycyjnych, mających charakter funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Brak odpowiedniego ustawodawstwa, chroniącego uczestników tych funduszy, odpowiedniej infrastruktury służącej wysokiej jakości zarządzania, w tym dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, a także instrumentów zabezpieczających lokaty tych podmiotów przed ówczesnymi kryzysami finansowymi spowodowały, że większość z funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w tamtym okresie zbankrutowała bądź też straciła prestiż czy reputację.

Utracone znaczenie dla rynku finansowego podmioty te zaczęły odzyskiwać jeszcze przed II wojną światową, głównie w Stanach Zjednoczonych, gdzie od wczesnych lat dwudziestych XX wieku popularnością zaczęły cieszyć się fundusze inwestycyjne otwarte. Fakt ten nie dziwił, choćby w związku z tym, że w porównaniu z funduszami zamkniętymi charakteryzowały się one właściwymi dla funduszy wspólnego inwestowania celami inwestycyjnymi, a w swych strategiach alokacyjnych wykazywały się konserwatyzmem[3], co oznaczało zwiększone bez-

---

[1] Opracowanie powstało podczas realizacji projektu promotorskiego pt.: *Rozwój rynku funduszy wspólnego inwestowania w Polsce* (nr 1 H02C 019 28), którego kierownikiem jest dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska, prof. nadzw. AE, finansowanego ze środków budżetowych na naukę w roku 2005.

[2] K.G. Rouwenhorst, *The Origins of Mutual Funds*, Yale International Center for Finance Working Paper Series, no. 04-48, 2004, p. 5.

[3] D.P. Jacobs, L.C. Farwell, E. Neave, *Financial institutions*, 5th ed., Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL 1972, p. 287.

pieczeństwo ich uczestników. Ich powstanie w Stanach Zjednoczonych spowodowało pojawienie się zjawiska wzmożonej konkurencji na amerykańskim rynku finansowym, która była odmienna od bierności instytucji, w tym głównie banków i uczestników na pozostałych rynkach finansowych świata[4].

Rozpatrując genezę rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych na świecie, należy zauważyć, że ich prawdziwy rozkwit został zapoczątkowany w drugiej połowie XX wieku, kiedy nastąpiło gwałtowne przyspieszenie rozwoju konkurencji na rynku usług finansowych. Jak wskazuje Wacław Wilczyński, jakościowy przełom na rynku finansowym w drugiej połowie XX wieku ma kilka źródeł. Pierwsze z nich to silny wzrost podaży pieniądza, wywodzący się z dominacji neokeynesizmu w polityce gospodarczej po II wojnie światowej. Drugie – to upowszechnienie się przekonania (nieobecnego jeszcze klasykom), że kredyty, leasing czy inne usługi finansowe, w tym fundusze inwestycyjne, umożliwiają przyspieszenie procesów gospodarczych w sferze realnej. Trzecim źródłem przełomu na rynku usług finansowych stała się komputeryzacja i informatyzacja. Przyspieszyła ona znakomicie nie tylko kształtowanie się wiedzy o realiach gospodarczych, ale także umożliwiła znacznie szybszą reakcję na zjawiska gospodarcze. Dzięki nowoczesnej informatyce można szybciej podejmować decyzje[5], w tym decyzje dotyczące alokacji kapitału, które można przedsiębrać, wykorzystując wiele narzędzi stosowanych w analizie technicznej, fundamentalnej czy wreszcie analizie portfela, mającej kluczowe znaczenie dla oceny efektywności funkcjonowania funduszy inwestycyjnych.

Gwałtowny rozwój konkurencji na rynku usług finansowych nie byłby możliwy bez istnienia szczegółowych i przejrzystych uregulowań prawnych, tyczących się organizacji i funkcjonowania tego rynku. W przypadku rynku funduszy inwestycyjnych, będącego jednym z segmentów rynku finansowego, przejrzystość regulacji prawnych dotyczących samych instytucji wspólnego inwestowania, a także podmiotów związanych z ich obsługą, ma szczególne znaczenie. Eliminuje bowiem możliwości podejmowania przez fundusze decyzji niezgodnych z ideą wspólnego inwestowania, a przede wszystkim ma na celu ochronę interesów ich uczestników.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce, podobnie jak cały polski rynek finansowy, rozpoczął swą egzystencję na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku. Podobnie jak na rynkach światowych, jego rozwój został zapoczątkowany przez wprowadzenie regulacji prawnych, ulegających modyfikacjom w związku ze zmianami zachodzącymi w rzeczywistości gospodarczej. Przeobrażenia, którym podlegało ustawodawstwo polskie, a także sam rynek funduszy inwestycyjnych,

---

[4] W. Wilczyński, *Konkurencja na rynku usług finansowych a tempo wzrostu gospodarki – uwagi wprowadzające*, w: *Rynek usług finansowych a rozwój gospodarki. Diagnozowanie i prognozowanie koniunktury*, Materiały konferencyjne, Poznań – Trzebaw, 15-16 czerwca 2005, s. 1.

[5] Ibidem, s. 2.

przyczyniły się do systematycznego zwiększania się liczby polskich funduszy, zwiększania się wielkości zarządzanych przez nie kapitałów oraz ich zróżnicowania, sprzyjających pogłębianiu się konkurencji na tym rynku.

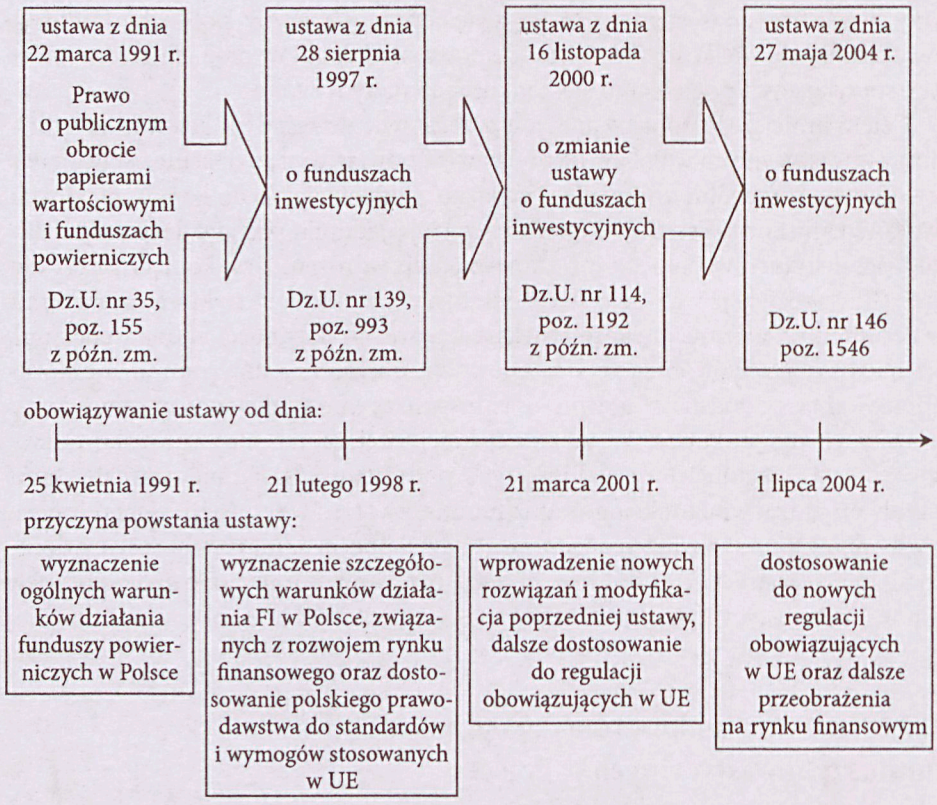
Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, na podstawie obowiązującego obecnie ustawodawstwa, co ma szczególne znaczenie w związku z akcesją Polski do konkurencyjnych rynków Unii Europejskiej, w której obowiązują jednolite zasady, dotyczące działalności instytucji wspólnego inwestowania. Ich wdrożenie jest koniecznością dla wszystkich rozwijających się rynków funduszy inwestycyjnych, które dzięki temu w niedługim czasie mają szansę zwiększenia swej atrakcyjności i konkurencyjności na rozszerzonym obszarze UE. Głównym obszarem zainteresowania autorki opracowania są podstawy prawne oraz organizacyjne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce. W pierwszej kolejności zaprezentowano ustawodawstwo polskie, regulujące działalność tych podmiotów. Następnie przedstawiono zasady organizacyjne funkcjonowania funduszy, w tym w szczególności podmioty niezbędne z punktu widzenia poprawnej działalności funduszy inwestycyjnych, charakter uczestnictwa w funduszach oraz mechanizm funkcjonowania polskich funduszy inwestycyjnych.

1. Prawne uwarunkowania działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce

Legislacyjne zasady funkcjonowania funduszy wspólnego inwestowania w Polsce zostały ukształtowane dzięki czterem ustawom zaprezentowanym na rysunku 1. Zmiany aktów prawnych, dotyczących działalności funduszy inwestycyjnych, związane były z jednej strony z dynamicznym rozwojem całego rynku finansowego, co powodowało, że obowiązujące regulacje stawały się z czasem niewystarczające, z drugiej zaś z potrzebą uelastycznienia i liberalizacji działalności funduszy inwestycyjnych, głównie w celu zwiększenia ich konkurencyjności, szczególnie w związku z akcesją Polski do struktur Unii Europejskiej.

Pierwszym aktem prawnym regulującym działalność funduszy inwestycyjnych w Polsce była **ustawa z dnia 22 marca 1991 roku prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych**[6]. Ustawa ta wyznaczała jedynie ogólne warunki działania funduszy powierniczych w Polsce, jednakże stanowiła podstawę prawną dla ich rynku przez niemal całą ostatnią dekadę XX wieku. Określała, że w Polsce mogą być tworzone **fundusze powiernicze**, które były

[6] Przepisy odnoszące się do funduszy powierniczych zawarto w rozdziale 8 ustawy z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierów wartościowych i funduszach powierniczych, Dz.U. nr 35, poz. 155, z późn. zm. (artykuły 89-113).



Rys. 1. Ewolucja aktów prawnych dotyczących funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz przyczyny ich powstania

wyodrębnioną finansowo wspólną **masą majątkową** uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym. Fundusz powierniczy mógł być tworzony przez działającą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej spółkę akcyjną, której nadano nazwę **towarzystwo funduszy powierniczych**. Podmiot ten został zobowiązany przez ustawodawcę do działania w najlepiej pojętym interesie uczestników. W celu rozpoczęcia działalności, towarzystwo musiało uzyskać zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych, która miała w stosunku do niego uprawnienia kontrolno-nadzorcze. Udzielając zezwolenia, Komisja zatwierdzała jednocześnie statut towarzystwa, regulaminy funduszy oraz wybór **banku powiernika**, czyli banku, który po podpisaniu umowy z towarzystwem bezpiecznie przechowywał aktywa funduszu oraz wykonywał inne czynności powierzone mu przez towarzystwo.

Poza regulacjami dotyczącymi podmiotów obsługujących fundusz powierniczy, w ustawie z 1991 roku wskazano również na ogólne zapisy, dotyczące instrumentarium, w które fundusze miały możliwość lokowania środków swoich uczestników

oraz wskazano zasady ich dywersyfikacji, a także obowiązki informacyjne, które powinny być przestrzegane przez towarzystwo funduszy powierniczych. Miało to na celu zapewnienia inwestorom dokonującym lokaty w jednostki uczestnictwa możliwości oceny stanu funduszy i zmiany jego wartości.

Pierwszą ustawą, w sposób pełny normującą działalność funduszy inwestycyjnych, co wiązało się z rozwojem rynku finansowego oraz dostosowaniem polskiego ustawodawstwa do ustawodawstwa unijnego, była **ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych**[7]. Wśród zmian, jakie wprowadziła, najważniejszą było **oparcie koncepcji** tych instytucji **na dwóch odrębnych osobach prawnych** – funduszu inwestycyjnym i towarzystwie funduszy inwestycyjnych. Od momentu wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz zbiorowego inwestowania nie był już tylko masą majątkową, a nowym typem osoby prawnej, o zmiennym kapitale, działającej na podstawie tej ustawy oraz statutu[8]. **Fundusz inwestycyjny** nabywał osobowość prawną z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych. Jednocześnie organem funduszu stawała się inna osoba prawna, zorganizowana w formie spółki akcyjnej, czyli **towarzystwo funduszy inwestycyjnych**. Ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła zatem niespotykaną uprzednio w prawie polskim koncepcję, w której organem osoby prawnej jest inna osoba prawna.

Rozpoczęcie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego jednoosobowym założycielem mogła być wyłącznie osoba prawna, a którego przedmiotem działalności mogło być jedynie tworzenie funduszy inwestycyjnych, zarządzanie nimi oraz reprezentowanie ich wobec osób trzecich, wymagało zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)[9]. W ustawie określono minimalną wielkość kapitału akcyjnego towarzystwa[10]:

- w przypadku zarządzania jednym funduszem inwestycyjnym kapitał akcyjny towarzystwa powinien wynosić co najmniej 3 mln PLN,
- w przypadku zarządzania więcej niż jednym funduszem, wartość ta ulegała zwiększeniu o 1 mln PLN na każdy kolejny fundusz[11].

---

[7] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 139, poz. 933 z późn. zm.

[8] A. Kostrz-Kostecka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z 27.08.1996, nr 199/1996, s. 7.

[9] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, art. 30.

[10] Ibidem, art. 35 ust. 3.

[11] Wielkość kapitału akcyjnego towarzystwa została określona na znacznie wyższym poziomie niż w „zwykłej" spółce akcyjnej, w przypadku której kapitał akcyjny wynosił zgodnie z ówcześnie obowiązującym kodeksem handlowym 100 tys. PLN (500 tys. PLN według kodeksu spółek handlowych). Zaostrzenie wymogów kapitałowych w stosunku do towarzystw funduszy inwestycyjnych miało zagwarantować bezpieczne i stabilne zarządzanie funduszami inwestycyjnymi oraz zdolność do zadośćuczynienia ewentualnym roszczeniom uczestników funduszy zarządzanych przez towarzystwo, za: W. Pochamra,

W celu oddzielenia funkcji zarządzającego funduszem od przechowującego jego aktywa, w miejsce banku powiernika ustawodawca powołał tzw. **depozytariusza**, którym, na podstawie zawartej z towarzystwem umowie i zezwolenia KPWiG, mógł zostać bank bądź też Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Jednakże ograniczono krąg banków, mogących pełnić tę funkcję do posiadających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, o funduszach własnych wynoszących co najmniej 100 mln PLN[12].

Fundusz inwestycyjny został przez ustawodawcę zdefiniowany jako osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności było lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe[13]. Nowym rozwiązaniem wprowadzonym w ustawie o funduszach inwestycyjnych było wyodrębnienie **czterech rodzajów funduszy inwestycyjnych**: funduszy inwestycyjnych otwartych (używających skrótu *fio*), zastępujących dotychczas istniejące fundusze powiernicze, specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (*sfio*), wzorowanych na funduszach otwartych, od których odróżniała je możliwość określenia w statucie funduszu wymogów formalnych w stosunku do uczestników funduszu (np. ograniczenia ich kręgu) bądź ustalenia specjalnych warunków, na jakich uczestnik mógł żądać odkupienia jednostki przez fundusz, funduszy inwestycyjnych zamkniętych (*fiz*), emitujących certyfikaty inwestycyjne oraz funduszy inwestycyjnych mieszanych (*fim*), łączących w sobie cechy funduszy otwartych i zamkniętych.

Poza tym, w przeciwieństwie do poprzednio obowiązującej ustawy, w ustawie o funduszach inwestycyjnych w sposób szczegółowy uregulowano kwestie dotyczące celów inwestycyjnych funduszy, zasad polityki inwestycyjnej, limitów dotyczących lokat poszczególnych rodzajów funduszu, a także obowiązki informacyjne.

Kolejną zmianą w ustawodawstwie polskim dotyczącym funduszy inwestycyjnych była nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 roku, czyli **ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych**[14]. Nie miała ona przełomowego charakteru, wprowadziła jednak wiele istotnych zmian oraz modyfikacji, które poprawiły ewidentne błędy w ustawie lub doprecyzowały zapisy ustawowe, budzące dotychczas wątpliwości interpretacyjne. Najważniejszymi rozwiązaniami wprowadzonymi w noweli ustawy o funduszach

---

A. Zapała, *Prawa uczestników funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003, s. 18.

[12] Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, art. 50.

[13] Ograniczenie swobody działania funduszu inwestycyjnego wiązało się z faktem uznania go przez ustawodawcę za instytucję zaufania publicznego, za: J. Olszewski, *Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw*, INFOR, Warszawa 1998, s. 225.

[14] Ustawa z dnia 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 114, poz. 1192.

inwestycyjnych z 1997 roku z punktu widzenia obowiązujących obecnie zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych były:

- umożliwienie korzystania przy dystrybucji jednostek uczestnictwa z pośrednictwa osób fizycznych[15] oraz za pomocą elektronicznych nośników informacji, na przykład internetu,
- nadanie towarzystwom funduszy inwestycyjnych możliwości zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych,
- określenie celów inwestycyjnych wyróżnionych w ustawie funduszy jedynie w statutach funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, a nie jak dotąd we wszystkich rodzajach funduszy, tym samym, umożliwiono funduszom emitującym certyfikaty inwestycyjne realizowanie różnych celów,
- wprowadzenie ochrony nazwy *fundusz inwestycyjny* oraz używanie w nazwie funduszu inwestycyjnego skrótu oznaczenia rodzaju funduszu (np. *fio* dla funduszu inwestycyjnego otwartego) i skrótu *tfi* w firmie towarzystwa,
- umożliwienie i uregulowanie procedury łączenia funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych.

Po dwunastu latach funkcjonowania rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce dnia 1 lipca 2004 roku weszła w życie czwarta ustawa, regulująca fundusze zbiorowego inwestowania, czyli **ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych**[16]. Początkowo zmiany, jakie zamierzano wprowadzić, miały stanowić kolejną nowelę, obowiązującej dotychczas ustawy. Jednakże ze względu na ich obszerność zdecydowano się na opracowanie całkowicie nowego aktu prawnego.

Konieczność uchwalenia nowych regulacji dla funduszy inwestycyjnych wynikała przede wszystkim z wejścia w życie w lutym 2002 roku dwóch dyrektyw unijnych (2001/107/EC[17] oraz 2001/108/EC[18]), które w znaczącym zakresie zmieniły dyrektywę UCITS z 1985 roku, zwaną od tego momentu dyrektywą UCITS III. Ponadto dotychczasowa praktyka stosowania ustawy o funduszach inwestycyjnych z sierpnia 1997 roku oraz przeobrażenia, jakie zaszły na rozwijającym się

---

[15] Zgodnie z art. 26a ust. 1 znowelizowanej ustawy o funduszach inwestycyjnych, osoby te pozostają w stosunku zlecenia lub o podobnym charakterze z towarzystwem, podmiotem prowadzącym działalność maklerską bądź podmiotem mającym zezwolenie KPWiG na pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa.

[16] Ustawa z dnia 27 maja o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1546.

[17] Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 *amending Council 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 prospectuses* (OJ L 41 p. 20).

[18] Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 *amending Council 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 p. 35).

rynku finansowym w Polsce, spowodowały konieczność modyfikacji przepisów także w zakresie nieokreślonym przez unijne dyrektywy[19].

Wśród najważniejszych **przepisów, dotyczących towarzystw funduszy inwestycyjnych**, mających nowatorski charakter należy wyróżnić:

- możliwość rozszerzenia przedmiotu działalności towarzystwa o zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie (np. indywidualnymi kontami emerytalnymi – IKE), usługi doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi, dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa tak krajowe, jak i zagraniczne oraz pełnienie funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych[20],
- nowe wymogi dotyczące ustalania wysokości kapitałów własnych towarzystwa, powodujących, że w myśl nowych przepisów wielkość kapitału własnego towarzystwa zależna jest nie od liczby zarządzanych funduszy inwestycyjnych, jak do tej pory, ale od zakresu jego działalności, kosztów przez niego ponoszonych oraz od wartości aktywów, którymi towarzystwo to zarządza,
- regulację zasad tworzenia przez towarzystwa oddziałów w państwach członkowskich Unii Europejskiej, a także działalności na ich terytorium bez tworzenia oddziałów oraz zasad prowadzenia takiej działalności i tworzenia oddziałów w Polsce przez zagraniczne spółki, które mają siedzibę w UE.

Oprócz przepisów dotyczących towarzystw funduszy inwestycyjnych, nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła wiele nowatorskich zapisów, tyczących się samych **instytucji wspólnego inwestowania**. Do istotniejszych zmian można zaliczyć:

- wprowadzenie możliwości tworzenia trzech (a nie pięciu jak do tej pory) rodzajów funduszy inwestycyjnych: otwartego, specjalistycznego otwartego oraz zamkniętego,
- większą dywersyfikację źródeł dochodów funduszy[21],
- zliberalizowanie istniejących limitów inwestycyjnych, co wynika w głównej mierze z konieczności ich dostosowania do limitów, wynikających z dyrektywy UCITS III, oraz ustanowienie niskich limitów dla nowych instrumentów, co ze względu na ich charakter nie wpływa na zmniejszenie bezpieczeństwa lokat,
- umożliwienie tworzenia przez towarzystwa szczególnych konstrukcji funduszy inwestycyjnych (np. funduszy parasolowych – *umbrella funds*) i typów funduszy inwestycyjnych (np. funduszy rynku pieniężnego, sekurtyza-

[19] T. Miziołek, *Rząd przyjął projekt ustawy*, Nasz Rynek Kapitałowy 2004, nr 7, s. 96.

[20] Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, art. 45 ust. 2.

[21] Chodzi o rozszerzenie zakresu lokat o instrumenty rynku pieniężnego, depozyty bankowe o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok czy tytuły uczestnictwa innych funduszy oraz rozszerzenie zakresu możliwości wykorzystywania przez fundusze instrumentów pochodnych.

cyjnych czy aktywów niepublicznych), co ma na celu znaczne wzbogacenie oferty polskich funduszy i wzrost ich konkurencyjności względem funduszy zagranicznych[22],
- szczególne uregulowanie funduszu rynku pieniężnego[23],
- zliberalizowanie obowiązków informacyjnych funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych, wskazujących na możliwość publikowania prospektów informacyjnych i ich skrótów, a także półrocznych sprawozdań finansowych na stronach internetowych wskazanych w statutach tych funduszy[24].

Ustawodawstwo polskie, dotyczące instytucji wspólnego inwestowania, ewaluowało w sposób dynamiczny, podążając i dostosowując się do zmieniającego się otoczenia przede wszystkim w kraju, ale również i w Unii Europejskiej. Wprowadzane w kolejnych okresach zmiany w prawie miały na celu przede wszystkim umożliwienie polskim funduszom inwestycyjnym poszerzania swojej oferty przeznaczonej dla szerokiego grona inwestorów o wiele interesujących instrumentów, a tym samym zwiększanie ich konkurencyjności względem innych instytucji finansowych, przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego stopnia bezpieczeństwa kapitału uczestników funduszy. Zapewne kształt obowiązującej ustawy o funduszach inwestycyjnych nie jest ostateczny. Jednakże zmiany, jakich dokonano w przepisach kolejnych aktów prawnych o funduszach inwestycyjnych, niewątpliwie przyczyniły się do prawidłowego funkcjonowania tych instytucji w Polsce.

2. Funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce

Model funkcjonowania funduszy inwestycyjnych wykształcony w naszym kraju wzorowany jest na zasadach działania tych instytucji w krajach mających bogate doświadczenie w zarządzaniu kapitałem wielu inwestorów na zasadzie wspólnego inwestowania. Na prawidłowe funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych mają wpływ z jednej strony klarowne i ujęte w sposób kompleksowy regulacje prawne, dotyczące tych instytucji, z drugiej zaś sprawność i rzetelność działania podmiotów zaangażowanych w ich obsługę, rodzaj uczestnictwa w funduszu, a także sam mechanizm funkcjonowania tych podmiotów.

---

[22] O szczegółach dotyczących tych funduszy czytaj np. w: W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*.

[23] Wyodrębnienie standardu funduszu rynku pieniężnego w ustawie powoduje umieszczenie tego typu funduszu jako jednej z najbezpieczniejszych lokat na równi z papierami skarbowymi i lokatami bankowymi, co w konsekwencji pozwoli na przechowywanie wolnych środków finansowych w jednostki uczestnictwa przez podmioty takie jak: jednostki budżetowe, gminy, samorządy terytorialne, fundacje, BFG, NFZ czy spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe.

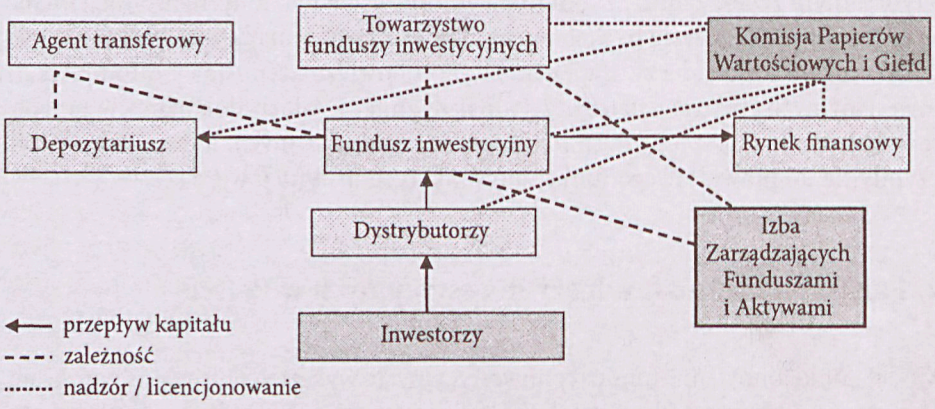
[24] T. Miziołek, *Rząd przyjął*, s. 97.

2.1. Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych

Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce można podzielić, ze względu na pełnione przez nie funkcje, na dwie grupy:

- podmioty zaangażowane w bieżącą działalność funduszy inwestycyjnych (towarzystwo funduszy inwestycyjnych, depozytariusz, dystrybutorzy i agenci transferowi),
- podmioty zajmujące się nadzorem nad tym rynkiem i dbające o jego prawidłowe funkcjonowanie, czyli Komisja Papierów Wartościowych i Giełd oraz Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami[25].

Podmioty te oraz występujące między nimi powiązania zaprezentowano na rysunku 2.



Rys. 2. Podmioty zaangażowane w funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych w Polsce

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 151

Najważniejszym podmiotem z punktu widzenia działalności funduszu inwestycyjnego jest **towarzystwo funduszy inwestycyjnych**, którym w warunkach polskich może być wyłącznie spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a które uzyskało na prowadzenie swej działalności zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Jako organ funduszu inwestycyjnego towarzystwo uprawnione jest wyłącznie do:

- tworzenia funduszy inwestycyjnych,

[25] K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 151.

- zarządzania nimi, w tym pośredniczenia w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa,
- reprezentowania ich wobec osób trzecich,
- zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Ponadto, za zezwoleniem KPWiG, może rozszerzyć przedmiot 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 towarzystwa lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych,
- pełnienie funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania funduszy inwestycyjnych ma wielkość kapitału własnego towarzystwa, w szczególności:

- kapitał początkowy towarzystwa powinien wynosić co najmniej wyrażoną w PLN równowartość 125 tys. EUR; gdy oprócz działalności podstawowej towarzystwo prowadzi również działalność rozszerzoną, kwota ta ulega powiększeniu do 730 tys. EUR,
- kapitał własny towarzystwa powinien być w trakcie jego działalności utrzymywany na poziomie nie niższym niż 25% kosztów poniesionych w poprzednim roku obrotowym,
- od chwili, gdy wartość aktywów funduszy inwestycyjnych oraz zbiorczych portfeli papierów wartościowych zarządzanych przez towarzystwo przekroczy wyrażoną w złotych równowartość 250 mln EUR, towarzystwo ma obowiązek niezwłocznie zwiększać poziom kapitału własnego o kwotę dodatkową, wynoszącą 0,02% różnicy między sumą wartości aktywów zarządzanych przez towarzystwo funduszy i zbiorczego portfela papierów wartościowych a kwotą 250 mln EUR, aż do momentu, w którym suma kapitału początkowego i kwoty dodatkowej przekroczą wyrażoną w złotych równowartość 10 mln EUR.

W celu zachowania bezpieczeństwa kapitału uczestników funduszu aktywa towarzystwa funduszy inwestycyjnych są oddzielone od aktywów samego funduszu. Podmiotem, który zajmuje się ich przechowywaniem oraz ewidencją jest **depozytariusz**. Może nim być bank (krajowy lub oddział banku zagranicznego) bądź Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych do obowiązków depozytariusza należą:

- prowadzenie rejestru aktywów funduszy i subrejestrów subfunduszy,
- zapewnienie, aby zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa lub emitowanie, wydawanie i wykupywanie certyfikatów inwestycyjnych odbywało się zgodnie z prawem i statutem funduszu inwestycyjnego,
- zapewnienie, aby rozliczanie umów dotyczących aktywów funduszu następowało bez nieuzasadnionego opóźnienia oraz kontrolowanie terminowości rozliczania umów z uczestnikami funduszu,

- zapewnienie, aby wartość aktywów netto (WAN) i wartość jednostki uczestnictwa były obliczane zgodnie z prawem i statutem funduszu inwestycyjnego,
- zapewnienie, aby dochody funduszu były wykorzystywane w sposób zgodny z przepisami prawa i statutem funduszu,
- wykonywanie poleceń funduszu, chyba że są sprzeczne z prawem lub z jego statutem.

Depozytariusz zapewnia zatem zgodne z prawem i statutem funduszu inwestycyjnego wykonywanie jego obowiązków. Ponadto jest obowiązany do występowania w imieniu uczestników funduszu z powództwem przeciwko towarzystwu z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie jego zarządzania i jego reprezentacji, będąc tym samym rzecznikiem interesów uczestników funduszu.

Podmiotem zaangażowanym w obsługę funduszu jest również podmiot prowadzący rejestr uczestników funduszy inwestycyjnych. Rejestr ten prowadzony jest przez każdy fundusz, celem identyfikacji uczestników i ustalenia liczby jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych każdemu z nich przysługujących. W związku ze złożonością informacji zawartych w rejestrze uczestników, w praktyce czynności rejestracyjne wykonywane są przez wyspecjalizowanych w tym zakresie tzw. **agentów transferowych**. Przepisy prawa określają, że w przypadku funduszu zamkniętego agentami transferowymi mogą być: towarzystwo zarządzające tym funduszem, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, dom maklerski oraz bank krajowy lub instytucja kredytowa[26].

Do głównych zadań agenta transferowego związanych z prowadzeniem rejestrów uczestników funduszy należy bieżąca aktualizacja sald rejestrów oraz przyjmowanie dyspozycji od uczestników skutkujących zmianami danych w rejestrze, na przykład teleadresowych lub dotyczących udzielonych pełnomocnictw. Agent transferowy, jako podmiot mający dane o wszystkich uczestnikach funduszy, utrzymuje z nimi także kontakt w zakresie wynikającym ze statutów, na przykład przekazuje im potwierdzenia nabyć jednostek uczestnictwa lub niekiedy nawet informuje o zmianach statutów lub innych istotnych dla uczestników kwestiach[27].

Poza wymienionymi podmiotami w obsługę funduszu inwestycyjnego zaangażowana jest również osoba **dystrybutora**, czyli podmiot zajmujący się zbywaniem i odkupywaniem tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszy może odbywać się bezpośrednio (przez fundusz inwestycyjny) lub za pośrednictwem:

- towarzystwa zarządzającego tym funduszem inwestycyjnym,
- podmiotu prowadzącego działalność maklerską,

---

[26] Ibidem, art. 123 ust. 4.

[27] W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 21-22.

- podmiotu innego niż podmiot prowadzący działalność maklerską, który może pośredniczyć w obrocie jednostek uczestnictwa i współpracować z funduszami za zezwoleniem KPWiG,
- osób fizycznych, współpracujących z wyżej wymienionymi podmiotami pośredniczącymi w dystrybucji jednostek uczestnictwa na podstawie umowy zlecenia[28].

Oprócz podmiotów zajmujących się bieżącym działaniem funduszy inwestycyjnych, w funkcjonowanie funduszy zaangażowane są również podmioty, pełniące zarówno w stosunku do nich samych, jak i instytucji je obsługujących, funkcje nadzorcze. Pierwszym z takich podmiotów jest **Komisja Papierów Wartościowych i Giełd**, centralny organ administracji rządowej, który zajmuje się nadzorem nad rynkiem kapitałowym. Jej rola wynika z zadań, jakie instytucja ta realizuje na rynku finansowym w Polsce. Należą do nich między innymi:

- sprawowanie nadzoru nad działalnością podmiotów nadzorowanych i wykonywaniem przez te podmioty obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym w zakresie określonym przepisami prawa,
- podejmowanie działań edukacyjnych i informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego[29].

Jeśli chodzi o fundusze inwestycyjne, to istotnym zadaniem Komisji jest ochrona interesów inwestorów na rynku finansowym. Jej rola w tym zakresie jest podwójna – ma dbać zarówno o bezpieczeństwo uczestników funduszy, którzy przez udział w funduszach inwestycyjnych stają się uczestnikami rynku finansowego, jak i chronić interesy samych funduszy inwestycyjnych, które na rynku finansowym są również inwestorami (inwestorami instytucjonalnymi).

Szczegółowe zadania Komisji w zakresie nadzoru nad funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych określa ustawa o funduszach inwestycyjnych, a także przepisy o postępowaniu kontrolnym i wyjaśniającym zawarte w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym[30]. Ogólnie nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd może być sprawowany jako:

- nadzór wstępny – analiza wniosków i udzielanie zezwoleń, w tym zezwoleń na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, utworzenie funduszu inwestycyjnego, zmiany depozytariusza lub zmiany statutu funduszu,
- nadzór bieżący nad działalnością podmiotów zaangażowanych w działalność funduszy inwestycyjnych, który obejmuje monitorowanie sytuacji na rynku funduszy (analizy raportów bieżących i sprawozdań finansowych), przepro-

[28] K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 152-154.

[29] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, art. 7, ust. 1, pkt 1-2 (Dz.U. nr 183, poz. 1537).

[30] Ibidem.

wadzanie kontroli w podmiotach nadzorowanych, prowadzenie postępowań administracyjnych i nakładanie kar na podmioty nadzorowane[31].

Drugim z podmiotów, który czuwa nad prawidłowością funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, jest organizacja pozarządowa, zrzeszająca na zasadach dobrowolności działające w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych, czyli **Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA)**. Jak wskazano wyżej, jej utworzenie stało się możliwe z dniem wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 roku. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami została powołana do życia dnia 28 października 2004 roku[32]. Przejęła ona dorobek niematerialny Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce (STFIwP), które to do tej pory reprezentowało środowisko instytucji wspólnego inwestowania i kontynuuje zapoczątkowane przez nie działania. Ponadto IZFiA jest członkiem europejskiego stowarzyszenia, zrzeszającego towarzystwa funduszy inwestycyjnych i spółki asset management European Fund and Asset Management Association (EFAMA).

Jej rola, jako podmiotu zaangażowanego w prawidłowe funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, wynika z **celów** jej działalności. Są nimi:

- reprezentowanie środowiska towarzystw funduszy inwestycyjnych,
- wspieranie rozwoju towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce,
- upowszechnianie wiedzy o funduszach inwestycyjnych,
- rozwijanie i doskonalenie zasad etyki zawodowej specjalistów związanych z zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi[33].

Poprzez należyte wykonywanie swoich działań przedstawione powyżej podmioty stanowią o prawidłowości funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Zakres ich obowiązków, a także zadań, jakie realizują, zależne są w dużej mierze od rodzaju funduszu inwestycyjnego, w którego działalność są zaangażowane. Ten z kolei determinuje charakter uczestnictwa, który wiąże się z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne[34].

2.2. Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym

Zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz inwestycyjny może być utworzony jako fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty oraz fundusz inwestycyjny zamknięty.

---

[31] W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 162-163.

[32] Działa ona na podstawie ustawy z dnia 30 maja 1989 roku o izbach gospodarczych (Dz.U. nr 35, poz. 195 z późn. zm.), art. 70 przytaczanej ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz postanowień jej statutu.

[33] Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami; Internet: www.izfa.pl.

[34] K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 155-157.

W zamian za powierzone funduszowi środki uczestnicy funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych otrzymują jednostki uczestnictwa. Uczestnicy funduszy inwestycyjnych zamkniętych otrzymują zaś certyfikaty inwestycyjne.

Jednostki uczestnictwa

Jednostki uczestnictwa, zbywane przez fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, stanowią tytuł prawny uczestników funduszu do udziału w wartości aktywów netto funduszu. Instrumenty te ucieleśniają prawa uczestnika o charakterze majątkowym. Mimo że wyrażają udziały inwestorów w aktywach funduszu, to zgodnie z prawem nie są papierami wartościowymi. Fundusz inwestycyjny zbywa je i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarzane z mocy prawa.

Fundusz inwestycyjny otwarty i specjalistyczny otwarty zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na siedem dni. Statut funduszu może określać wartość aktywów netto, po której przekroczeniu fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa. W takim wypadku statut funduszu określa warunki wznowienia zbywania jednostek uczestnictwa[35].

Z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż w każdym dniu zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa, fundusz inwestycyjny otwarty dokonuje:

- wyceny aktywów funduszu,
- ustalenia wartości aktywów netto funduszu,
- ustalenia ceny zbycia i odkupienia jednostek uczestnictwa,
- ustalenia wartości aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa.

Jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane po cenie ($P_{j.u.}$) wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu (WAN) przez liczbę jednostek ($N_{j.u.}$) ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w dniu wyceny:

$$P_{j.u.} = \frac{WAN}{N_{j.u.}}.$$

Zbycie jednostek uczestnictwa następuje w chwili wpisania do rejestru uczestników funduszu liczby jednostek nabytych przez uczestnika za dokonaną wpłatę.

---

[35] Zgodnie z art. 84 ust. 2-4 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa na dwa tygodnie, jeżeli nie można dokonać wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn od niego niezależnych. W takim wypadku i na warunkach określonych przez KPWiG, zbywanie jednostek uczestnictwa może zostać zawieszone na okres dłuższy niż dwa tygodnie, nieprzekraczający jednak dwóch miesięcy.

Statut funduszu może określać minimalną kwotę, za jaką jednorazowo można nabyć jednostki uczestnictwa. Odkupienie jednostek uczestnictwa następuje z kolei w chwili wpisania do rejestru uczestników funduszu liczby odkupionych jednostek i kwoty należnej uczestnikowi z tytułu ich odkupienia. Przy zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa mogą być pobierane opłaty manipulacyjne, jeżeli statut funduszu tak stanowi i określa maksymalną wysokość i sposób pobierania tych opłat.

Biorąc pod uwagę **uprawnienia**, jakie przysługują uczestnikowi funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, **z tytułu posiadania jednostki uczestnictwa**, można wyróżnić:

- prawo do zażądania odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz,
- jeśli statut funduszu przewiduje taką możliwość, prawo do konwersji jednostek uczestnictwa, czyli bezgotówkowego przenoszenia środków pieniężnych pomiędzy jednym funduszem a drugim w ramach funduszy zarządzanych przez to samo towarzystwo,
- jeśli statut funduszu przewiduje taką możliwość, prawo do wypłacania dochodów funduszu bez odkupywania jednostek uczestnictwa,
- prawo do zawarcia dodatkowych umów, przewidzianych statutem, dotyczących na przykład planów systematycznego oszczędzania,
- prawo do udziału w aktywach funduszu w przypadku jego likwidacji,
- prawo do otrzymania na żądanie rocznego i półrocznego sprawozdania finansowego oraz prospektu informacyjnego,
- możliwość posiadania kilku rejestrów w jednym funduszu,
- możliwość posiadania wspólnych rejestrów, w tym rejestrów małżeńskich[36].

W przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, poza wymienionymi wyżej uprawnieniami, jego uczestnicy mają również uprawnienia ściśle związane z jednostką uczestnictwa, czyli prawo głosu w **radzie inwestorów**[37] funduszu – organie kontrolnym funduszu. Każda jednostka uczestnictwa posiadana przez uczestnika będącego członkiem rady daje prawo do jednego głosu w radzie. Uchwały rady są podejmowane bezwzględną większością głosów oddanych.

---

[36] W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 64-65.

[37] Rada inwestorów rozpoczyna swą działalność, gdy co najmniej trzech inwestorów spełnia warunki posiadania ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa. Członkostwo w niej ustaje natomiast z dniem złożenia rezygnacji przez członka rady lub z dniem zawiadomienia inwestora przez fundusz, że liczba posiadanych przez niego jednostek uczestnictwa jest mniejsza niż 5% ogólnej liczby jednostek udziałowych w danym funduszu. Jeżeli w wyniku ustania członkostwa (lub członkowstw) w radzie inwestorów będzie mniej niż trzech członków, zawiesza ona swoją działalność, do czasu spełnienia przez co najmniej trzech uczestników wymogu progu reprezentatywności ponad 5% jednostek uczestnictwa w funduszu, za: K. Gabryelczyk, *Rola specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2003, z. 2, s. 184.

Certyfikaty inwestycyjne

Certyfikaty inwestycyjne są tytułami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych zamkniętych. Są one niepodzielnymi **papierami wartościowymi** na **okaziciela lub imiennymi**, z tym że certyfikaty dopuszczone do publicznego obrotu[38] muszą być wyłącznie na okaziciela. Podobnie jak w przypadku jednostek uczestnictwa, certyfikaty inwestycyjne na okaziciela reprezentują jednakowe prawa majątkowe. 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. Statut może wprowadzić również uprzywilejowanie certyfikatów inwestycyjnych imiennych w zakresie prawa głosu, z tym że jednemu certyfikatowi mogą być przyznane nie więcej niż dwa głosy[39].

Uczestnicy funduszu inwestycyjnego zamkniętego emitującego certyfikaty inwestycyjne podlegające wprowadzeniu do publicznego obrotu mają możliwość zbycia tego instrumentu na rynku regulowanym. Fundusz inwestycyjny zamknięty, emitujący takie certyfikaty inwestycyjne, jest bowiem obowiązany, w terminie 7 dni od dnia wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych oraz od dnia zamknięcia każdej kolejnej emisji certyfikatów, do złożenia wniosku o dopuszczenie certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku giełdowym lub regulowanym rynku pozagiełdowym[40].

Fundusz inwestycyjny zamknięty dokonuje wyceny aktywów funduszu i ustala wartość aktywów netto oraz wartość aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na 3 miesiące oraz na 7 dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji, a także w dniu wykupywania certyfikatów[41].

Cena emisyjna certyfikatów inwestycyjnych drugiej i następnych emisji nie może być niższa niż wartość aktywów netto funduszu, przypadająca na certyfikat inwestycyjny według wyceny aktywów dokonanej na 7 dni przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji, chyba że statut funduszu określi maksymalną wysokość różnicy między wartością aktywów netto funduszu przypadającą na certyfikat inwestycyjny według tej wyceny a ceną emisyjną certyfikatu kolejnej emisji.

---

[38] Do dopuszczenia certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu i do obrotu tymi certyfikatami stosuje się przepisy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, jeżeli ustawa nie stanowi inaczej.

[39] W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 75, oraz ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 121 ust. 4 i 7.

[40] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 120 ust. 1.

[41] Ibidem, art. 131.

W przypadkach określonych w statucie funduszu, może on wykupywać, a następnie umorzyć, wyemitowane przez siebie certyfikaty inwestycyjne. Cena wykupu certyfikatów jest równa wartości aktywów netto danego funduszu, przypadającej na certyfikat inwestycyjny, według wyceny aktywów z dnia wykupu.

Podobnie jak w przypadku jednostek uczestnictwa, przy zakupie lub wykupie certyfikatów mogą być pobierane opłaty manipulacyjne, jeżeli statut funduszu tak stanowi i określa maksymalną wysokość i sposób pobierania tych opłat. Opłata manipulacyjna nie może być uwzględniana w cenie emisyjnej, może natomiast być uwzględniana w cenie wykupu certyfikatu[42].

Wśród **praw inkorporowanych w certyfikacie inwestycyjnym** można wyróżnić:

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

Powyższe wskazuje, że **prawa wynikające z posiadania certyfikatu inwestycyjnego**, powodują, iż może być rozpatrywany jako papier wartościowy o charakterze dłużnym. Jednakże w związku z faktem występowania w nim także uprawnienia do uczestniczenia w radzie lub zgromadzeniu inwestorów, które to prawo ma charakter korporacyjny, certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym o charakterze mieszanym, tj. **zarówno dłużnym, jak i korporacyjnym**[43].

Podobnie jak w przypadku specjalistycznego funduszu otwartego w funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa **rada inwestorów**, która pełni funkcje **organu kontrolnego**. Reguły dotyczące uczestnictwa w radzie, a także zasady związane z rozpoczęciem, zawieszeniem bądź wznowieniem jej działalności są podobne do występujących w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego. W stosunku do specjalistycznego funduszu otwartego działalność rady inwestorów w funduszu zamkniętym różni się:

---

[42] Ibidem, art. 132 ust. 1-3 oraz art. 139.

[43] W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 76.

- w związku z faktem, że statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może rozszerzyć uprawnienia rady inwestorów[44],
- rodzajem podmiotów uprawnionych do uczestniczenia w radzie inwestorów, a także podmiotem określającym krąg uprawnionych[45].

W funduszu inwestycyjnym zamkniętym oprócz albo zamiast rady inwestorów może działać **zgromadzenie inwestorów**. Certyfikat inwestycyjny daje na zgromadzeniu inwestorów prawo do jednego głosu. Zgromadzenie inwestorów jest zwoływane przez towarzystwo zarządzające funduszem i ogłaszane co najmniej na 21 dni przed terminem zgromadzenia. Podobnie jak rada inwestorów, może podjąć uchwałę o rozwiązaniu funduszu. Jeśli statut tak stanowi, może wyrazić zgodę na: zmianę depozytariusza, emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych oraz zmiany statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów, a także emisję obligacji[46].

Zgromadzenie ma również wpływ na politykę inwestycyjną funduszu – jeżeli bowiem jego statut nie stanowi inaczej, decyzja inwestycyjna dotycząca aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu, wymaga dla swej ważności zgody zgromadzenia inwestorów. Ponadto dopuszczono tu wyjątek od zasady nadzoru nad weryfikacją sprawozdawczości funduszu – zgromadzenie inwestorów, w terminie 4 miesięcy po upływie każdego roku obrotowego, rozpatruje i zatwierdza sprawozdanie finansowe funduszu za ten rok[47].

---

[44] Zgodnie z art. 140 ust. 4-6 rada inwestorów funduszu zamkniętego, oprócz czynności typowo kontrolnych, może mieć wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, w tym w szczególności przyznawać prawo wiążącego dla towarzystwa sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych, jeżeli w skład rady inwestorów wchodzą uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu. W przypadku stwierdzenia nieprawidłowości w realizowaniu celu inwestycyjnego, polityki inwestycyjnej lub przestrzeganiu ograniczeń inwestycyjnych, rada inwestorów wzywa towarzystwo do niezwłocznego usunięcia nieprawidłowości oraz zawiadamia o nich KPWiG. Ponadto rada inwestorów może postanowić o rozwiązaniu funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Uchwała o rozwiązaniu funduszu jest podjęta, jeżeli głosy za rozwiązaniem funduszu oddali uczestnicy, reprezentujący łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu.

[45] W FIZ nie ma możliwości wspólnego reprezentowania uczestników mniejszościowych. Oznacza to, że podmioty, które mają mniej niż 5% ogólnej liczby wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych nie mogą się łączyć w grupę celem wybrania wspólnego reprezentanta do rady inwestorów. Poza tym w SFIO powołanie do życia rady inwestorów leży w gestii towarzystwa, to ono bowiem, mając dostęp do rejestru uczestników, stwierdza, czy w funduszu są uczestnicy mający co najmniej 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa bądź czy liczbę tę mają łącznie członkowie grupy zebranej celem wyłonienia wspólnego reprezentanta. W FIZ ustalenie, czy posiadana przez danego uczestnika funduszu liczba certyfikatów inwestycyjnych uprawnia go do udziału w radzie, jest monitorowane przez niego samego, za: W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestników*, s. 84.

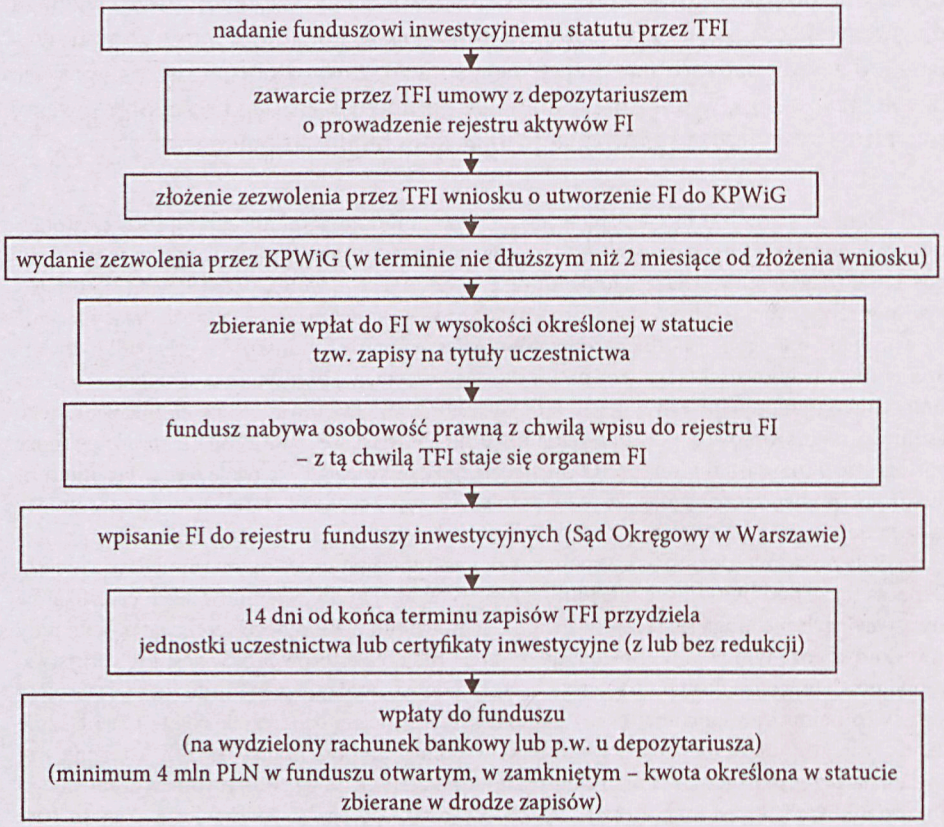
[46] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 144 ust. 3.

[47] Ibidem, art. 144 ust. 5-6.

2.3. Mechanizm funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne są podmiotami o szczególnym charakterze i przeznaczeniu, dlatego ich działalność na rynku finansowym jest ściśle i szczegółowo uregulowana. Mechanizm funkcjonowania tych instytucji można rozpatrywać z punktu widzenia funduszu inwestycyjnego oraz z punktu widzenia inwestora. W przypadku funduszu inwestycyjnego istotnymi etapami jego funkcjonowania są czynności wykonywane w trakcie jego tworzenia, łączenia się czy przekształcania, a także likwidacji. Dla inwestora najistotniejszym momentem, który wiąże się z działalnością funduszu inwestycyjnego, jest przystąpienie do funduszu.

Jak wskazano wyżej, fundusz inwestycyjny może być **utworzony** wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, po uzyskaniu odpowiedniego zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (rysunek 3), przy czym jedno towarzystwo może utworzyć więcej niż jeden fundusz inwestycyjny.



Rys. 3. Tworzenie funduszu inwestycyjnego w Polsce

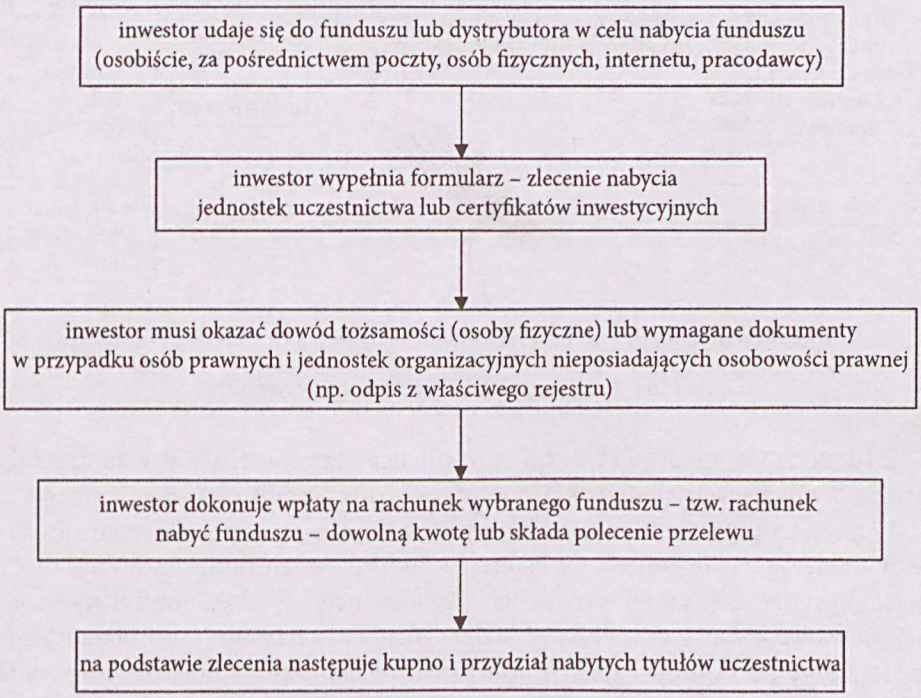
Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 164

Utworzenie funduszu inwestycyjnego wymaga dokonania następujących czynności:

- nadania funduszowi inwestycyjnemu statutu przez towarzystwo,
- zawarcia przez towarzystwo umowy z depozytariuszem o prowadzenie rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego,
- wydania zezwolenia przez Komisję, w terminie nie większym niż 2 miesiące od momentu złożenia wniosku o utworzenie funduszu inwestycyjnego,
- zebrania wpłat do funduszu inwestycyjnego w wysokości określonej w jego statucie,
- wpisania funduszu inwestycyjnego do rejestru funduszy inwestycyjnych[48].

Z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych fundusz inwestycyjny nabywa osobowość prawną, a towarzystwo staje się jego organem.

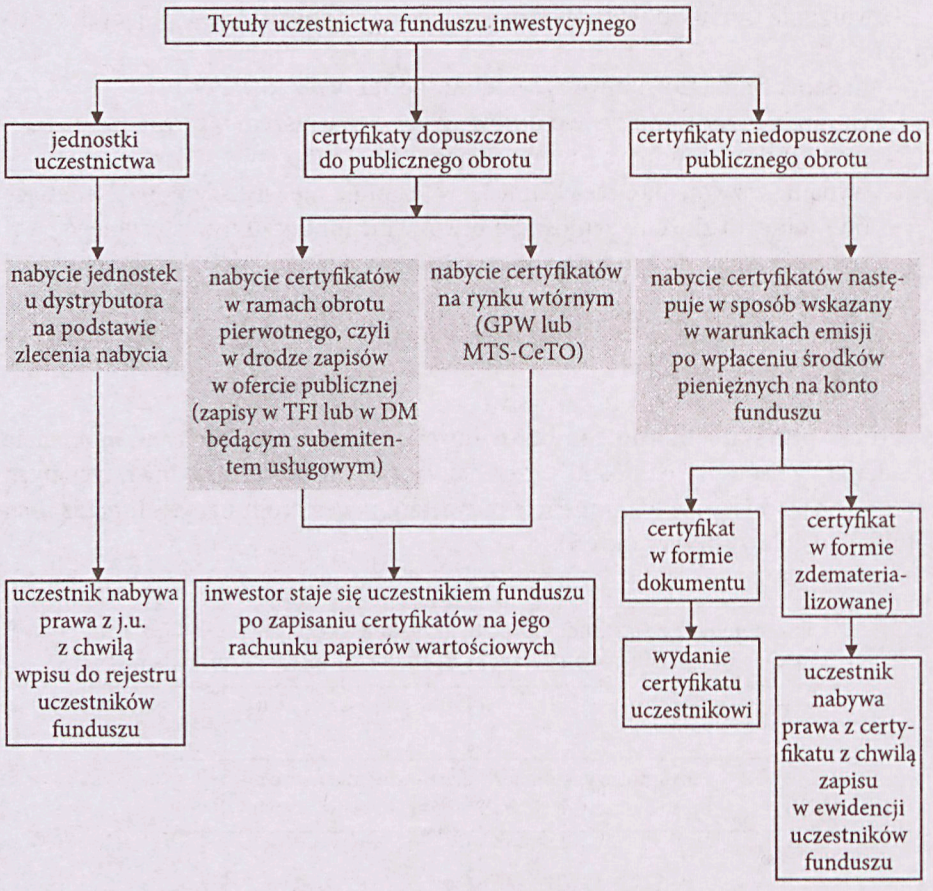
Proces **przystąpienia do funduszu inwestycyjnego** rozpoczęty w momencie składania zapisów na jednostki uczestnictwa bądź certyfikatów inwestycyjnych (rysunek 4), kończy się w momencie przydziału inwestorom nabytych przez nich tytułów udziałowych (rysunek 5).



Rys. 4. Przystąpienie do funduszu inwestycyjnego

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 165

[48] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, art. 15 ust. 1.

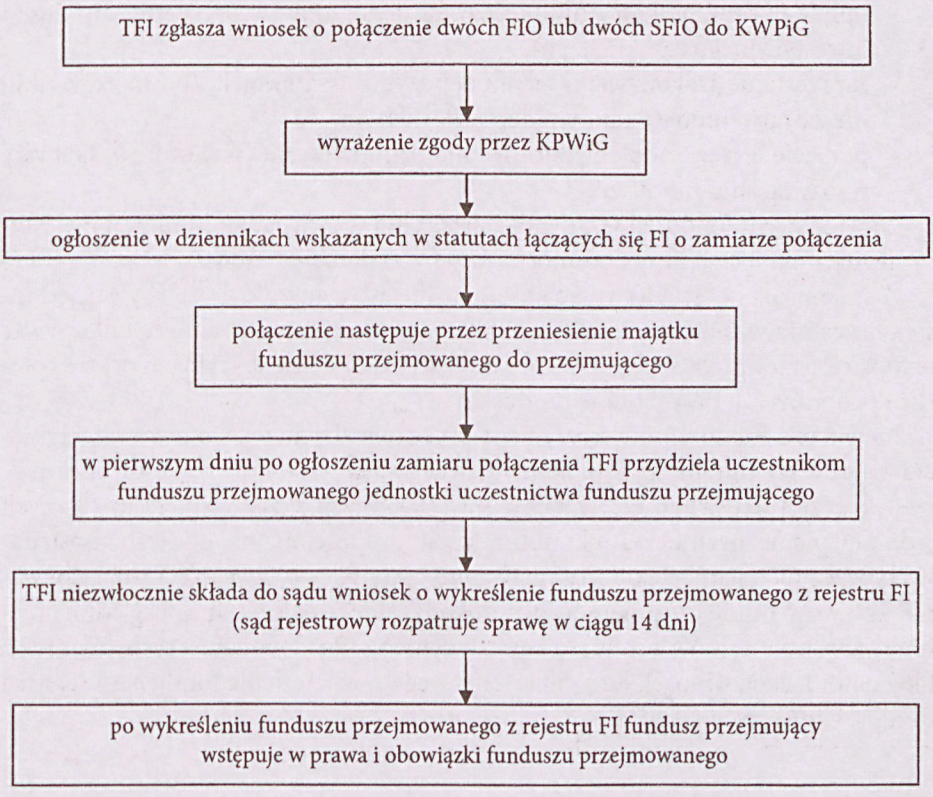


Rys. 5. Sposób nabycia i przydziału tytułów uczestnictwa funduszu inwestycyjnego

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 166

Po dokonaniu przydziału tytułów uczestnictwa uczestnik ma prawo korzystania z praw, wynikających z jednostki uczestnictwa bądź certyfikatu inwestycyjnego.

W związku z tym, że fundusze inwestycyjne otwarte oraz specjalistyczne otwarte charakteryzują się zmiennym kapitałem, w trakcie ich funkcjonowania może dojść do sytuacji, w której wartość ich aktywów netto spadnie poniżej wymaganej ustawowo kwoty 2 mln PLN. W takiej sytuacji towarzystwo nimi zarządzające może złożyć do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd wniosek o połączenie takiego funduszu z innym funduszem o takim samym rodzaju, zarządzanym przez to samo towarzystwo. W przeciwnym bowiem razie fundusz taki musiałby zostać rozwiązany, co oznaczałoby jego likwidację. Następstwem połączenia jest powstanie jednego funduszu o wymaganej przez prawo wartości aktywów.



Rys. 6. Łączenie funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych

Źródło: K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 169

Proces **połączenia dwóch funduszy inwestycyjnych otwartych lub specjalistycznych otwartych** prezentuje rysunek 6.

Należy nadmienić, że nie mogą być łączone fundusze, które zbywają jednostki uczestnictwa różniące się od siebie sposobem pobierania opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa funduszu, chyba że przed łączeniem wszystkie jednostki zostaną zamienione na jednostki uczestnictwa tej samej kategorii. Ponadto ze względu na swoją konstrukcję połączeniu nie mogą ulec fundusze otwarte lub specjalistyczne otwarte utworzone jako fundusze z wydzielonymi funduszami, fundusze podstawowe oraz fundusze powiązane.

W pewnych przypadkach może dojść do sytuacji, w której ze względu na bezpieczeństwo uczestników funduszu Komisja Papierów Wartościowych i Giełd nie wyrazi zgody na połączenie dwóch funduszy zbywających jednostki uczestnictwa. Wówczas dochodzi do **rozwiązania funduszu inwestycyjnego**. **Rozwiązanie** funduszu powstaje po przeprowadzeniu jego **likwidacji**. Oprócz sytuacji wskazanej wyżej, powoduje je również:

- upływ okresu, na który fundusz został utworzony (w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego),
- zaprzestanie wykonywania przez depozytariusza swoich obowiązków, jeśli nie zawarto umowy z innym depozytariuszem,
- podjęcie przez radę inwestorów lub zgromadzenie inwestorów uchwały o rozwiązaniu funduszu.

Likwidatorem funduszu jest depozytariusz lub w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego inny podmiot wskazany w statucie funduszu.

Z dniem rozpoczęcia likwidacji fundusz inwestycyjny nie może zbywać jednostek uczestnictwa albo emitować certyfikatów inwestycyjnych, a także odkupywać jednostek uczestnictwa albo wykupywać certyfikatów inwestycyjnych oraz wypłacać dochodów lub przychodów funduszu.

Likwidacja funduszu inwestycyjnego polega na zbyciu jego aktywów, ściągnięciu należności funduszu, zaspokojeniu wierzycieli funduszu i umorzeniu jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych przez wypłatę uzyskanych środków pieniężnych uczestnikom funduszu, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Zbywanie aktywów funduszu powinno być dokonywane z należytym uwzględnieniem interesów uczestników funduszu inwestycyjnego. Po dokonaniu tych czynności likwidator składa wniosek do sądu rejestrowego o wykreślenie funduszu z rejestru funduszy inwestycyjnych[49].

Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu skupiono się na przedstawieniu zagadnień prawnych i organizacyjnych funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, co ma kluczowe znaczenie szczególnie w związku z dołączeniem rynku polskiego do struktur rozwiniętego rynku instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej. Zaadaptowanie do warunków polskich obowiązujących tam zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, zasad w sposób liberalny i elastyczny regulujących działalność tych podmiotów, daje polskim funduszom niespotykaną dotąd szansę na zwiększenie swej konkurencyjności. Zdaniem autorki zarówno ustawodawca polski, jak i zarządzający polskimi funduszami inwestycyjnymi w sposób dynamiczny podążają za zmianami, jakim podlegają działające w UE fundusze inwestycyjne, przyczyniając się do przejrzystego i prawidłowego funkcjonowania polskich funduszy, a tym samym dalszego rozwoju tego rynku w Polsce.

[49] K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, s. 164-169.

Bibliografia

Directive 2001/107/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 *amending Council 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 prospectuses* (OJ L 41 p. 20).

Directive 2001/108/EC of the European Parliament and of the Council of 21 January 2002 *amending Council* Council 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 p. 35).

Gabryelczyk, K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

Gabryelczyk, K., *Rola specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2003, z. 2.

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, www.izfa.pl.

Jacobs, D.P., Farwell, L.C., Neave, E., *Financial institutions*, 5th ed., Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL 1972.

Kostrz-Kostecka, A., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z 27.08.1996, nr 199.

Miziołek, T., *Rząd przyjął projekt ustawy*, Nasz Rynek Kapitałowy 2004, nr 7.

Olszewski, J., *Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw*, INFOR, Warszawa 1998.

Pochamra, W., Zapała, A., *Prawa uczestników funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003.

Rouwenhorst, K.G., *The Origins of Mutual Funds*, Yale International Center for Finance Working Paper Series , no. 04-48, 2004.

Ustawa z dnia 30 maja 1989 roku o izbach gospodarczych (Dz.U. nr 35, poz. 195 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierów wartościowych i funduszach powierniczych (Dz.U. nr 35, poz. 155, z późn. zm.).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. nr 139, poz. 933 z późn. zm.).

Ustawa z 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. nr 114, poz. 1192).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. nr 146, poz. 1546).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1537).

Wilczyński W., *Konkurencja na rynku usług finansowych a tempo wzrostu gospodarki – uwagi wprowadzające*, w: *Rynek usług finansowych a rozwój gospodarki. Diagnozowanie i prognozowanie koniunktury*, materiały konferencyjne, Poznań – Trzebaw, 15-16 czerwca 2005.

LEGAL ASPECTS OF FUNCTIONING OF INVESTMENT FUNDS IN POLAND

Summary

The main goal of the paper is to present the principles of functioning of Polish investment fund market. The issue is very important due to the accession of Poland to the structures of European Union, in which the institutions of collective investment act under the Directive on UCITS. The implementation of the regulations of the Directive is necessary for all the European emerging fund markets, which thanks to that, have a great opportunity to increase their attractiveness and competitiveness within the EU market.

The paper consists of two parts. The first one shows the principles included in Polish legislation, with a special attention put on its evolution and its present shape. The second one deals with the principles of functioning of mutual funds in Poland, including the institutions essential for a proper acting of investment funds, the possibilities of participation in funds and the mechanism of functioning of Polish investment funds.

