

**KANCELARIA SEJMU
BIURO STUDIÓW
I EKSPERTYZ**



Biuro Studiów i Ekspertyz

**EKSPERTYZA
WYKONANA
NA ZLECENIE
BIURA STUDIÓW
I EKSPERTYZ**

**Opinia na temat ustawy
o funduszach inwestycyjnych**

(Druk Sejmowy nr 2042)

Kwiecień 1997

Justyn Konieczny

Ekspertyza

Nr 134

Rozdział I: Część podstawowa

1. Wstęp

Potrzeba szybkiego uchwalenia ustawy o funduszach inwestycyjnych (dalej zwanej także UFI) jest jasno i czytelnie przedstawiona przez Autorów tego aktu w uzasadnieniu. Jest ona niezbędna z uwagi na konieczność zapewnienia właściwego rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz realizowania procesów dostosowawczych naszego państwa do systemu prawnego Unii Europejskiej. Przed przystąpieniem do prezentacji uwag ogólnych i szczegółowych do projektu celowe jest przywołanie pewnych podstawowych faktów dotyczących ewolucji legislacji w Unii i w zmierzającej do niej Polsce.

Jedną z fundamentalnych przesłanek funkcjonowania Unii Europejskiej jest koordynacja regulacji prawnych we wszystkich dziedzinach, w których integracja krajów członkowskich powoduje lub wymaga ujednoczenia zasad działania - niezależnie od tego w jakim kraju podejmujący owe działania ma swą siedzibę. Taką dziedziną jest niewątpliwie sfera usług finansowych a w jej ramach wszelkie przedsięwzięcia służące zbiorowemu lokowaniu środków pieniężnych w papiery wartościowe lub szerzej - w instrumenty finansowe. Ten obszar działalności objęty jest przez dyrektywę nr 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 roku, znowelizowaną przez kolejny akt sygnowany numerem 88/220/EEC i datowany 22 marca 1988 r. Celem dyrektywy jest koordynacja praw, regulacji i postanowień administracyjnych dotyczących przedsięwzięć wspólnego inwestowania w zbywalne (przenaszalne) papiery wartościowe, zwanych UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). Jej zaprojektowanie związane było z ideą zharmonizowania zasad ochrony inwestorów we wszystkich państwach Wspólnoty Europejskiej.

Polska zamierzając włączyć się w organizację Unii Europejskiej - być może jeszcze przed końcem obecnego stulecia - musi doprowadzić do pełnej zgodności swojego prawa z europejskim w najbliższych latach również na polu usług finansowych. Niektóre z zasad regulacji Wspólnoty są już zastosowane w prawie polskim lecz ciągle część zagadnień potraktowana jest odmiennie lub nieuregulowana wcale. Dyrektywa o UCITS ustala wspólne standardy w odniesieniu do kilku ważnych obszarów - z reguły objętych regulacjami w każdym kraju - takich jak ograniczenia inwestycyjne, struktura i formy przedsięwzięcia, możliwości zaciągania zobowiązań i udzielania pożyczek, prospekty emisyjne, obowiązki informacyjne i sprawozdawczość a także polityka marketingowa. W Polsce aktem regulującym dotychczas funkcjonowanie funduszy powierniczych i zarządzanie nimi jest ustawa z 22 marca 1991 r. - z późniejszymi zmianami - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Akt ten łączył zatem sfery zasadniczo różne jakimi są obrót papierami wartościowymi oraz regulacje dotyczące zbiorowych form inwestowania. Pozostając jedynie

przy tej drugiej kwestii stwierdzić należy, iż mimo, że rozdział VIII cytowanej ustawy zawiera szereg niedoskonałości, **funkcjonowało na jego podstawie z powodzeniem kilka polskich instytucji** z PPTFP Pioneer na czele. Fakt zresztą, iż na praktyczne kształtowanie się modelu funkcjonowania polskich funduszy powierniczych wpłynęła instytucja z rodowodem amerykańskim ma oprócz wielu pozytywnych także negatywne konotacje. Nasza praktyka działalności na tym polu powinna być bowiem oparta w większym stopniu na instytucjach bankowych, gdyż na kontynencie europejskim (w tym w Polsce) dominuje model bankowości uniwersalnej a nie - jak w USA - specjalistycznej, z wyraźnym kompetencyjnym i legislacyjnym podziałem na bankowość inwestycyjną i komercyjną (charakterystyka systemów wspólnego inwestowania w Stanach Zjednoczonych i w Europie przedstawiona jest w części uzupełniającej niniejszej opinii).

2. Dyrektywa Unii a dotychczasowe regulacje polskie

Zgodnie z europejską dyrektywą pojęcie "przedsięwzięć wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe" obejmuje wszelkie **podmioty, które oferują inwestowanie środków pieniężnych klientów w papiery wartościowe dobrane według zasady dywersyfikacji ryzyka oraz umarzanie jednostek uczestnictwa we wspólnym funduszu na żądanie klienta. Takie przedsięwzięcia mogą być ukonstytuowane zgodnie z obowiązującym prawem bądź na podstawie umów pod rządami przepisów prawa cywilnego, bądź umów powiernictwa, bądź na podstawie statutów spółek prawa handlowego**. Mogą więc odpowiednio przyjąć formę kontraktowych funduszy zbiorowych (*concractual common funds* lub *fonds commun de placement-FCP*) zarządzanych przez wyspecjalizowane firmy zarządzająco-doradcze lub formę *unit trusts*, to jest trustów opartych na własności powierniczej - czyli brytyjskiego odpowiednika kontynentalnych *FCP*, lub wreszcie - formę otwartych spółek inwestycyjnych czyli spółek prawa handlowego o zmiennym kapitale (*open-ended investment companies* lub *societe d'investissement a capital variable - SICAV*). Kapitał akcyjny jest w ostatnim przypadku zawsze równy wartości netto aktywów funduszu, a spółki mają prawo do odkupywania swych własnych akcji. Siedziba funduszu musi być zlokalizowana w tym samym kraju członkowskim, w którym usytuowana jest spółka inwestycyjna lub zarządzająca funduszem.

Dyrektywa UCITS nie obejmuje spółek inwestycyjnych typu *closed-end* czyli o stałym kapitale oraz przedsięwzięć wspólnego inwestowania o kryteriach nie spełniających ograniczeń inwestycyjnych określonych w dyrektywie lub nie oferujących swych jednostek do sprzedaży publicznie jak również sprzedających swe udziały wyłącznie poza krajami Wspólnoty.

Sformułowanie UCITS nie ma bezpośredniej interpretacji w polskim słownictwie prawnym. Ustawa o publicznym obrocie definiuje wszakże fundusze powiernicze jako "zbiorowe lokowanie środków pieniężnych w papiery wartościowe", zarządzane przez towarzystwa fun-

duszy powierniczych zorganizowane w formie spółki akcyjnej z siedzibą na terenie Rzeczypospolitej Polskiej. Fundusz, będąc jedynie wspólną masą majątkową, nie posiada osobowości prawnej. Równocześnie spełnione jest kryterium inwestowania powierzonych pieniędzy w zdywersyfikowany portfel papierów wartościowych oraz gotowości do ciągłego emitowania nowych jednostek uczestnictwa oraz ich umarzania na każde żądanie inwestora.

Polskie ustawodawstwo nie przewiduje formuły tzw. otwartych spółek inwestycyjnych czyli spółek akcyjnych o zmiennym kapitale a więc i liczbie akcji uzależnionej od bieżącej ilości nowych "zamówień" i umorzeń, pozostając w tym względzie pod rządami Kodeksu Handlowego. Tak więc w Polsce pojęcie UCITS ograniczone jest do jednego tylko rodzaju podmiotu jakim jest towarzystwo funduszy powierniczych, który swą aktywność przejawiać może także w wyłącznie jednej formie a mianowicie funduszach typu otwartego, nie posiadających osobowości prawnej. Jedną z konsekwencji tej formy jest brak instytucji reprezentujących posiadaczy jednostek uczestnictwa zbliżonej do walnego zgromadzenia akcjonariuszy lub zebrania obligatariuszy.

Warto tu nadmienić, że w wielu krajach gdzie zbiorowe inwestowanie ma znacznie dłuższą tradycję niż w Polsce, nieznana u nas forma spółek inwestycyjnych o zmiennym kapitale (*SICAV*) cieszy się często większą popularnością niż przedsięwzięcia skonstruowane na zasadzie otwartego funduszu powierniczego. W zajmującym czołowe miejsce w Europie - z racji korzystnych rozwiązań podatkowych - Luksemburgu, tych pierwszych było w 1993 roku blisko sześćset, podczas gdy drugich o sto mniej. We Francji proporcja obu form jest odwrotna: liczba spółek typu *SICAV* niewiele przekracza 1000, natomiast otwartych funduszy powierniczych (*FCP*) wynosi ponad 3.5 tys. Jednakże wielkości zarządzanych aktywów wynoszące odpowiednio 310 mld ECU i 130 mld ECU (dane za 1993 r.) potwierdzają dominującą pozycję tych pierwszych.

Występujące różnice pomiędzy wytycznymi dyrektywy europejskiej a rozwiązaniami stosowanymi w prawie polskim nie dotyczą jedynie formy prawnej funduszu. Niektóre z "odstępstw" mieszczą się w granicach przewidzianych również dla ustawodawców krajów członkowskich Unii, gdyż dyrektywa pozostawia szereg spraw szczegółowych do regulacji poprzez kompetentne władze poszczególnych państw. Niektórych możliwości jednak nie przewiduje nasze prawo w ogóle, jak na przykład spółek o zmiennym kapitale akcyjnym czy traktowania jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych analogicznie do papierów wartościowych. Istotną sprawą jest brak możliwości delegowania funkcji doradcy inwestycyjnego funduszu - czyli podejmującego decyzje inwestycyjne w ramach nakreślonej przez fundusz polityki - innemu uprawnionemu podmiotowi. Z kolei kilka kwestii szczegółowych uregulowanych odmiennie niż w dyrektywie ma znaczenie drugoplanowe. Inne, nie ujęte bezpośrednio w prawie o publicznym obrocie i funduszach powierniczych - jak na przykład kwestie publikacji marketingowych, promocji i reklamy - są w sposób ogólny zawarte w innych aktach. W tym przypadku przytoczyć można sposób określenia odpowiedzialność za nierzetelną reklamę -

zawarty w ustawie o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji oraz odpowiedzialności za straty lub szkody wynikające z wprowadzającej w błąd informacji zgodnie z ogólnymi zasadami Kodeksu Cywilnego.

Podsumowując dotychczasowy stan prawny stwierdzić należy, że przed uzyskaniem przez Polskę pełnego członkostwa w Unii Europejskiej regulacje dotyczące instytucji finansowych - w tym zbiorowego inwestowania - wymagają dostosowania do właściwych dyrektyw, a więc istotnych nieraz zmian w dotychczas obowiązujących aktach. Szczęśliwie - dzięki nowoczesnemu potraktowaniu przez polskiego ustawodawcę tej sfery usług finansowych w ustawie z 1991 roku - zmiany wprowadzane omawianym niżej projektem nie powinny - z założenia - spowodować znaczących perturbacji w funkcjonowaniu operujących dotąd na polskim rynku funduszy. Jednak wobec licznych wad konstrukcyjnych, niepotrzebnie zbyt restrykcyjnej filozofii reglamentacyjnej oraz wielu przypadków zapisów wymagających korekt szczegółowych - uchwalenie projektu w prezentowanej przez rząd postaci przynieść może skutek odwrotny od zamierzonego. Poniżej zatem przedstawiam szczegółowe uwagi do prezentowanego przez rząd projektu.

3. Uwagi szczegółowe dotyczące konstrukcji oraz filozofii działalności funduszy w projekcie ustawy o funduszach inwestycyjnych

3.1. Fundusz i towarzystwo a Dyrektywa o UCITS

Wprowadzenie nowego typu osoby prawnej, tj. funduszu inwestycyjnego, którego organem jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych ("TFI") jest konstrukcją odmienną od podstawowych form prawnych wykorzystywanych w innych krajach. W skrócie można powiedzieć, iż jest to hybryda kilku rozwiązań (patrz p. 2):

* otwartej spółki inwestycyjnej (*open-ended investment company* lub *societe d'investissement a capital variable* - SICAV), w której jednakże interpretacja pojęcia "spółki" jest odmienna od spółki prawa handlowego, w szczególności akcyjnej; występuje tu jednakże zmienny "kapitał", a podmiot prawny jakim jest fundusz - tu odpowiednik spółki - działa w oparciu o statut;

* funduszu zbiorowego zarządzanego na podstawie umowy przez przedsiębiorstwo zarządzające określane dyrektywami UCITS jako *management company*;

* anglosaskiej konstrukcji własności powierniczej (*trustu*), w której jednakże masie majątkowej nadano osobowość prawną, nie przyznając jednak owej osobie prawnej uprawnień korporacyjnych; formuła ta - w pewnym sensie zbliżona do dotychczas obowiązującego stanu prawnego, w którym powiernictwo rozumiane jako "przewłaszczenie do zarządzania" - dotyczy wspólnej masy majątkowej; oznacza to, iż przekształcenie obecnie działających funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne otwarte może odbyć się bezkolizyjnie, gdyż uprawnienia uczestników nie ulegną ograniczeniu.

W związku z powyższym należy mieć na uwadze, że **nowa polska konstrukcja prawna - jako opisana wyżej hybryda nie ma odniesienia do jednej (którejkolwiek) z form dopuszczonych Dyrektywą o UCITS (Art. 1 p. 3).**

Artykuł ten mówi, że przedsięwzięcia takie mogą być konstytuowane zgodnie z prawem (danego kraju członkowskiego), we wspomnianych formach.

Jedynie traktując go rozszerzająco oraz uwzględniając Art. 12 Dyrektywy, który pozostawia państwom członkowskim swobodę w określaniu formy prawnej, jaką ma przyjąć spółka inwestycyjna (*investment company*), uznać można, iż proponowana forma funduszu inwestycyjnego nie naruszałaby warunków Dyrektywy.

Jest ona najbliższa formuły *investment company* zarządzanej wszakże nie przez statutowe władze takiej "spółki" lecz przez odrębną osobę prawną, jaką jest TFI.

W konsekwencji usankcjonowania takiej konstrukcji jako sposobu zapewnienia zgodności z Dyrektywą należałoby jednak uznać, iż faktycznie delegowanie funkcji zarządzania funduszem odrębnemu podmiotowi - skądinąd często praktykowane w Europie, o czym w punkcie 3.2. - stanowi integralny element filozofii polskiego projektu UFI. Uwaga ta ma fundamentalne znaczenie dla koncepcji, według których realizowana może być funkcja szeroko definiowana jako zarządzanie funduszem (rola TFI i/lub jego zleceńbiorców/podwykonawców).

W przypadku (kontrowersyjnego) przyjęcia, że nowy typ osoby prawnej jest zgodny z Dyrektywą, pamiętać należy, że po przyjęciu Polski do Unii Europejskiej **formuła ta podlegać będzie nie tylko prawnej weryfikacji przez Unię Europejską, lecz nade wszystko weryfikacji rynkowej.** Przedsięwzięcia zgodne z Dyrektywą UCITS i dopuszczone do działania w swym kraju macierzystym mogą być bowiem swobodnie sprzedawane w pozostałych krajach członkowskich. Nasze fundusze skonstruowane w oparciu o projektowany tym aktem mechanizm inwestycji zbiorowych konkurować więc będą z funduszami zagranicznymi oferowanymi w Polsce. Analogicznie, marketing naszych funduszy za granicą będzie musiał uwzględniać oprócz innych elementów także fakt pewnej różnicy w konstrukcji prawnej w stosunku do europejskich form prawnych.

3.2. Towarzystwo jako firma tworząca, zarządzająca i reprezentująca fundusze

Projekt UFI powiela w tym zakresie - co do zasady - poprzednią ustawę. Skrótowo rzecz ujmując wszelkie czynności związane z założeniem i udostępnieniem funduszu na rynku muszą być poprzedzone założeniem Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, które ponadto będzie uprawnione do zarządzania tym funduszem. Nie jest to konstrukcja błędna. **Nie ma jednak uzasadnienia fakt by miała być jedyną.**

W praktyce zarówno amerykańskiej, jak i europejskiej (anglosaskiej i kontynentalnej) powszechny jest schemat, w którym występują - oprócz samego funduszu - trzy podmioty. Chociaż na pierwszy rzut oka wydaje się to układ bardziej "skomplikowany", w rzeczywistości

ści jest bardziej efektywny. Każdy ze wzmiankowanych podmiotów realizuje bowiem wyłącznie funkcje, do których jest predestynowany i w których się specjalizuje. Dokładniejszy opis takich schematów znajduje się w rozdziale II tego opracowania stanowiącym część uzupełniającą niniejszej ekspertyzy. W skondensowanym ujęciu rzecz sprowadza się do następującego rozumowania.

Jednostki uczestnictwa, akcje lub inne tytuły uprawniające do udziału w funduszach są typowym produktem detalicznym oferowanym na cały świat przez banki. Przeanalizujemy sytuację w kraju o rozwiniętym poziomie usług finansowych (do takiego miana pretendujemy).

Czy bank, który chce sprzedawać tytuły uczestnictwa we własnym funduszu czyli utworzyć fundusz we właściwej dla niego formie prawnej musi jednocześnie - oprócz organizacji marketingu i dystrybucji - zakładać firmę administrującą funduszami i podejmującą decyzje inwestycyjne?

Może tak zrobić, ale wcale nie musi. Może bowiem do tych dwóch działalności wykrzystać operujące na rynku firmy.

Idąc dalej tym tropem postawmy pytanie: Czy bank, który chce utworzyć fundusz emerytalny, np. dla swoich pracowników (w uproszczeniu jest to *de facto* fundusz typu otwartego ze ściśle uregulowanymi wpłatami i wypłatami) musi jednocześnie zakładać firmę administrującą funduszem i podejmującą decyzje inwestycyjne? Może tak zrobić, ale również nie musi. Ponownie - decydując wciąż o statucie czy regulaminie funduszy i zapewniając marketing i sieć dystrybucji - wymienione funkcje może delegować wyspecjalizowanym podmiotom.

I na koniec pytanie, które w niedługim czasie przestanie być retoryczne również w Polsce: Czy przedsiębiorstwo lub organizacja branżowa, która zechce utworzyć dla swoich pracowników fundusz emerytalny też musiałoby jednocześnie zakładać firmę administrującą funduszem i podejmującą decyzje inwestycyjne?

Odpowiedź twierdząca byłaby absurdem.

Wniosek nr 1

Błędna jest teza zawarta w projekcie UFI, iż wyłączność na zakładanie funduszy mają towarzystwa oraz, że do utworzenia funduszu inwestycyjnego niezbędne jest utworzenie towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Możliwość tworzenia funduszy nie może być wyłączną domeną TFI. Inne podmioty, w szczególności banki i inne instytucje finansowe, powinny mieć możliwość zakładania funduszy, co przecież nie wyklucza, by TFI - wybrane i działające na podstawie umowy z założycielem funduszu - pozostawały jego "organem" (w sensie sprawującego funkcję administracji i ewentualnie zarządzania aktywami funduszu).

Dodać tu należy, że podzielam powszechną wątpliwość ekspertów, co do słuszności koncepcji organu osoby prawnej - czyli funduszu w postaci innej osoby prawnej czyli TFI. Ponieważ wiąże się ona z podstawową kwestią omówioną w punkcie 3.1., nie będę ponownie rozważał tego problemu i pojęcie "organ" stosowane w ustawie pozostawię w cudzysłowie.

Drugą kwestią jest zakres działania TFI jako "organu" funduszu zarówno w przypadku gdy jest ono podmiotem tworzącym fundusz i zarazem jego organem (zaiste jest to egzotyczna konstrukcja), jak i w przypadku gdy TFI jest tylko "organem" funduszu, działającym na podstawie umowy z założycielem. Ponownie w tej sprawie co do zasady utrzymano rozwiązanie z poprzedniej ustawy, która przecież tworzona była w innych warunkach. Przypisano bowiem towarzystwu oprócz tworzenia funduszu - która to funkcja, podobnie jak na świecie, może być z powodzeniem realizowana także przez inne podmioty - również rolę reprezentowania funduszu wobec osób trzecich, jak i funkcję zarządzania funduszem. Nie budzi większych wątpliwości rola TFI, które pozostaje "organem" funduszu, jako jego reprezentant, w sytuacji gdy fundusz nie byłby - jak dotąd - osobą prawną. W przeciwnym razie jest to możliwe pod warunkiem, iż statut nie ustanowi innej reprezentacji. Jednakże, w przyjętej w projekcie konstrukcji, relacje umowne między TFI a funduszem a więc między dwoma osobami prawnymi wynikałyby ze statutu, który wszakże jest w projekcie UFI efektem jednostronnej czynności prawnej (nadanie funduszowi statutu przez towarzystwo). Osoba prawna jaką byłby fundusz nie miałaby zatem realnej możliwości egzekwowania swoich praw w przypadku nieprzestrzegania przepisów statutu funduszu przez TFI lub niewywiązywania się przez TFI ze zobowiązań. Towarzystwo bowiem jako organ funduszu występowałoby wówczas przeciwko sobie jako zarządzającemu.

Podstawowa wątpliwość dotyczy jednak sformułowania "zarządzanie funduszem", które nie jest w projekcie UFI zdefiniowane; jak zresztą nie miało to też miejsca w poprzedniej ustawie. Z wykładni poprzedniej ustawy stosowanej przez KPW jak i z zapisów projektu UFI (art. 40 p. 6) wynika, iż warunkiem koniecznym działania towarzystwa, traktowanego skądinąd jako odpowiednik tzw. *management company* w Dyrektywie UCITS, jest zatrudnienie w ramach towarzystwa osób posiadających licencję doradcy inwestycyjnego (angielskie sformułowanie to *investment adviser*, a czynności przezeń wykonywane to *investment advisory* lub *investmant management* czyli doradztwo/zarządzanie inwestycyjne).

Doradca inwestycyjny jest zatem osobą uprawnioną do podejmowania - zgodnie z celem i zasadami inwestycyjnymi określonymi w statucie/regulaminie funduszu lub zleceniu klienta (w przypadku rachunków indywidualnych) - wszelkich decyzji inwestycyjnych, a więc dotyczących zakupu i sprzedaży papierów wartościowych, czy szerzej, wszelkich instrumentów finansowych. Podobnie jak w przypadku tworzenia funduszy przez towarzystwa nie można powiedzieć, że wykonywanie funkcji zarządzania inwestycyjnego (*investment management*) inaczej zarządzania aktywami (*asset management*) w ramach towarzystwa (czyli *management*

company) jest nieprawidłowe, lecz ponownie - nie jest uzasadnione by miałyby to być jedyna możliwość.

Praktyka wskazuje bowiem, iż pod pojęciem firmy określanej jako *management company* rozumie się częściej przedsiębiorstwo sprawujące ogólny zarząd sprawami funduszu, a tym w szczególności funkcje związane z administracją funduszu. Pojęcie to wymaga wyjaśnienia, gdyż stanowi podstawową działalność niezbędną dla egzystencji funduszu. Administracja funduszu obejmuje m.in.:

- * obliczanie wartości aktywów netto funduszu oraz wartości aktywów netto przypadających na jednostkę funduszu;
- * prowadzenie księgowości funduszu;
- * w związku z obiema ww. czynnościami - prowadzenie rejestru aktywów, ustalanie na podstawie wiarygodnych źródeł informacji cen poszczególnych instrumentów finansowych, rejestracja wszelkich przychodów (np. odsetek, dywidend) oraz kosztów funduszu itp.;
- * monitorowanie i kontrolę zgodności transakcji i stanu aktywów z zasadami inwestycyjnymi i przepisami;
- * opracowywanie i dystrybucję prospektów informacyjnych, raportów finansowych (dziennych, miesięcznych, półrocznych, rocznych) oraz wszelkich innych dokumentów wymaganych prawem;
- * prowadzenie rejestru uczestników funduszu oraz ich transakcji dotyczących zakupów i umorzeń tytułów uczestnictwa;
- * wydawanie świadectw powierzenia środków oraz prowadzenie wszelkiej korespondencji z uczestnikami funduszu, w tym kwestie skarg, reklamacji oraz ogólnej informacji;
- * prowadzenie rozliczeń oraz wszelkie kontakty z dystrybutorami tytułów uczestnictwa w funduszu.

Rozległość wymienionych zadań oraz stopień ich technologicznego (informatyka, telekomunikacja, rachunkowość, dokumentacja) skomplikowania są tak duże, iż w ramach firmy określanej jako *management company* występujących najczęściej pod handlowym znakiem "XYZ Fund Management" nie realizuje się funkcji zarządzania inwestycyjnego. Na podstawie odpowiedniej umowy deleguje się ją tzw. doradcy inwestycyjnemu czyli odrębnemu (choć często będącemu członkiem tej samej grupy/holdingu) podmiotowi występującemu na ogół pod nazwą "ABC Investment Management" lub "DEF Asset Management". Jest to firma posiadająca uprawnienia do działania jako zarządzający portfelami inwestycyjnymi klientów - zarówno indywidualnych (tzw. rachunki wydzielone), jak i w postaci zinstytucjonalizowanej (wszelkie fundusze zbiorowe) - na podstawie udzielonego zlecenia lub pełnomocnictwa.

Zarządzający aktywami czyli portfelem funduszu zobowiązany jest umową do realizacji polityki inwestycyjnej zgodnej z celem oraz zasadami inwestycyjnymi określonymi w statucie/regulaminie funduszu oraz podlega w tym względzie pełnej kontroli ze strony *management company*, gdyż na niej spoczywa odpowiedzialność za wszelkie szkody - w tym wynika-

jące z nierzetelnego podejmowania decyzji inwestycyjnych - jakie ponieść mogliby uczestnicy funduszu. Pamiętać przy tym należy, iż niezależnie od tego czy funkcje zarządzania inwestycyjnego wykonywane są w ramach *management company* (u nas TFI) czy delegowane firmie zarządzającej - doradczej, dodatkową kontrolę nad formalną prawidłowością decyzji inwestycyjnych sprawuje zawsze bank powiernik.

Uwzględniając wcześniejsze uwagi na temat obowiązkowego (w projekcie UFI) przypisania towarzystwu funkcji tworzenia funduszy oraz w konsekwencji konieczności praktycznej realizacji przez TFI również funkcji marketingu funduszy, a także organizacji ich dystrybucji i nadzoru nad sprzedażą tytułów uczestnictwa, rysuje się obraz bardzo rozbudowanej organizacyjnie, kadrowo i technologicznie instytucji realizującej cały wachlarz odmiennych rodzajów aktywności.

Model taki jest być może adekwatny do sytuacji, gdy działalność tę prowadzi nie mająca bezpośredniego oparcia o bank niezależna korporacja specjalizująca się na wielką skalę w prowadzeniu funduszy (jak w USA np. Fidelity, Franklin-Templeton czy Pioneer).

Według tego schematu funkcjonuje - z powodzeniem - polska afiliacja amerykańskiej grupy Pioneer International Corporation. Znający złożoność całej działalności Pioneer wprowadził jednak w praktyce zredukowanie struktury organizacyjnej w ramach jednego podmiotu poprzez odciążenie TFI od części niektórych czynności administracyjnych - poprzez przekazanie ich do wydzielonej spółki prowadzącej rejestr uczestników funduszy. Ponadto w początkowej fazie swego istnienia (w Polsce nie było licencjonowanych doradców inwestycyjnych do końca 1993 roku) przynajmniej część zarządzania portfelowego realizowana była z wykorzystaniem centrali Pioneera w Bostonie (co przypomina "delegowanie" tej funkcji na zewnątrz TFI).

Wyłączność takiego schematu - w sytuacji gdy większość polskich instytucji zainteresowanych dziedziną funduszy funkcjonować będzie w oparciu o banki, w szczególności te posiadające, już w ramach biur maklerskich lub w formie niezależnych spółek, zorganizowaną działalność w zakresie zarządzania inwestycyjnego czyli zarządzania powierzonymi aktywami (*asset management*) - nie znajduje więc racjonalnego uzasadnienia.

Powierzenie funkcji zarządzania całością lub częścią aktywów dużych funduszy jest często podyktowane również potrzebą dywersyfikacji zarówno geograficznej (w tzw. *global funds*), czy branżowej, czy - co najważniejsze - wg szerokiej gamy klas aktywów. Dywersyfikacja zarządzania, której celem jest minimalizacja ryzyka ponoszenia strat oznacza wprowadzenie do portfeli wielkich funduszy, zwłaszcza planów emerytalnych - tak dużej ilości klas różnorodnych aktywów, że wręcz konieczne jest rozdzielenie zarządzania inwestycjami na kilka "subfunduszy" oraz specjalizujących się w nich zarządzających.

Wniosek nr 2

Należy wprowadzić do ustawy jasny przepis umożliwiający delegowanie przez towarzystwo lub samego założyciela funduszu funkcji zarządzania inwestycjami innemu podmiotowi posiadającemu licencję na zarządzanie portfelowe. Umożliwi to istnienie następujących modeli powiązań między podmiotami i przypisanymi im funkcjami:

Model wskazany w projekcie ustawy	Model dodatkowo proponowany
1. bank/inna instytucja - tworzenie towarzystwa 2. towarzystwo - tworzenie funduszu - marketing funduszu - organizacja dystrybucji funduszu - zarządzanie ogólne (administracja funduszu) * obliczanie wartości aktywów * księgowość funduszy * sprawozdawczość funduszy * rejestr uczestników i transakcji * wydawanie certyfikatów i korespondencja * współpraca z bankiem powiernikiem - zarządzanie inwestycyjne funduszami 3. fundusz - podmiot prawny, nad którym ogólny i inwestycyjny zarząd sprawuje towarzystwo jako "organ"	1. bank/inna instytucja finansowa - tworzenie funduszy - marketing funduszy - dystrybucja funduszy - wybór towarzystwa + ewentualnie firmy zarządzającej inwestycjami 2. towarzystwo - zarządzanie ogólne (administracja) funduszu - wybór zarządzającego inwestycjami (wspólnie z założycielem funduszu) - kontrola firmy zarządzającej 3. firma zarządzająca inwestycjami funduszu 4. fundusz - podmiot prawny nad którym zarząd ogólny sprawuje towarzystwo jako organ a zarząd inwestycyjny upoważniona firma

Dopuszczalne powinny być także warianty pośrednie (mieszane), na przykład:

- bank tworzy towarzystwo, towarzystwo tworzy i administruje funduszem, ale deleguje zarządzanie inwestycyjne;

- przedsiębiorstwo (także bank) tworzy plan emerytalny, wybiera towarzystwo zdolne prowadzić administrację planu (m.in. rejestr uczestników, wypłaty świadczeń i zwłaszcza wpłaty czyli pobór i przekazywanie składki na fundusz emerytalny oraz rozdysponowanie składek na "subfundusze" o różnych profilach ryzyka inwestycyjnego) oraz - alternatywnie - zarządzać aktywami funduszu i subfunduszy lub delegować tę funkcję - w stosunku do całego funduszu i/lub subfunduszy - firmie typu *asset management*.

3.3. Fundusze emerytalne

Ostatni przywołany przykład ma na celu wskazanie ścisłej korelacji między aktami prawnymi regulującymi sferę funduszy inwestycyjnych i emerytalnych w aspekcie podkreślonej przeze mnie wykładni terminu "zarządzania funduszami".

Aczkolwiek niniejsza opinia dotyczy UFI nie mogę się ograniczyć tylko do stwierdzenia, iż wystarczającym dla prawidłowości działania przyszłego systemu wszystkich funduszy będzie zapis rozszerzający proponowany w projekcie przedmiot przedsiębiorstwo towarzystwa ("...wyłącznie tworzenie i zarządzanie funduszami inwestycyjnymi...") także na zarządzanie funduszami emerytalnymi.

W tym wypadku bowiem rozległość funkcji administracyjnych (w tym strony technologicznej wynikającej z wielkości bazy danych obejmującej rejestry uczestników i ilość operacji) oraz specyfika zarządzania aktywami funduszy będących elementami planów emerytalnych, w jeszcze większym stopniu uzasadniają konieczność możliwości delegowania (powierzenia) obowiązków innym uprawnionym podmiotom.

Nieuwzględnienie tego postulatu w ustawie o funduszach inwestycyjnych oraz w ustawie o funduszach emerytalnych (powinna to być raczej "ustawa o planach emerytalnych") może wywołać daleko idące konsekwencje dla systemu instytucji finansowych.

Tworzenie nowych podmiotów pod nazwą "towarzystwo funduszy emerytalnych" (TFE) jako jedynych uprawnionych do zarządzania funduszami w ramach tzw. II filaru jest **sztucznym mnożeniem bytów gospodarczych** (kolejna kategoria podmiotów "licencjonowana" do tego samego rodzaju działalności czyli do zarządzania powierzonymi funduszami - obok dzisiejszych towarzystw funduszy powierniczych oraz maklerskich lub niezależnych firm zarządzających aktywami).

Podstawowe skutki będą następujące:

* znacznie wyższe koszty - tworzenie nowych instytucji TFE wiąże się z odrębną siedzibą, budową od podstaw całej struktury administracyjnej i organizacyjno-prawnej tych przedsiębiorstw, w szczególności technologii informatycznej a także olbrzymim kosztem ich zasobów ludzkich (specjalistyczne szkolenia nowej kadry lub koszt pozyskania za odpowiednią cenę specjalistów z istniejących instytucji tego typu).

Wniosek:

Koszty te poniosą w ostatecznym rozrachunku uczestnicy funduszy.

* niewykorzystanie potencjału organizacyjnego, kadrowego i technologicznego istniejących instytucji oraz ich kilkuletnich doświadczeń w dziedzinie zarówno administracji funduszami zbiorowymi i portfelami indywidualnych klientów, jak i samego zarządzania inwestycyjnego.

Wniosek:

Skutki prawdopodobnych błędów popełnianych przez "nowe" instytucje TFE z powodu oczywistych - w początkowej fazie działalności - niedostatków organizacyjno-technologicznych i kadrowych oraz niemożności skorzystania z szerokiej dywersyfikacji zarządzania inwestycyjnego poniosą w ostatecznym rozrachunku uczestnicy funduszy.

3.4. Fundusze zamknięte

Jak powiedziałem we wstępie, fundusze zamknięte nie są przedmiotem regulacji Dyrektywy UCITS, gdyż tytuły uczestnictwa w takich funduszach nie są instrumentami kierowanymi do detalicznych klientów, lecz do tzw. inwestorów kwalifikowanych (instytucjonalnych lub dużych inwestorów prywatnych) potrafiących samodzielnie ocenić ryzyko. W szczególności fundusze takie nie muszą być oferowane publicznie, jak i notowane na regulowanych rynkach, stąd ich ogólny podział na tzw. fundusze zamknięte publiczne i niepubliczne.

Proponowane w projekcie regulacje dotyczące funduszy zamkniętych są zatem z jednej strony niepełne - gdyż dotyczą jedynie tych gromadzących środki publiczne - a z drugiej zbyt rozbudowane i zbyt restrykcyjne. Nie w sensie ustanowienia nadzoru KPW czy narzucenia obowiązków informacyjnych - gdyż w zamian za przywilej publicznego pozyskiwania środków z rynku i możliwości uzyskania z tego tytułu potencjalnie większych dochodów konieczne są pewne ograniczenia natury prawno-administracyjnej, których celem jest ochrona innych - niż same fundusze zamknięte - uczestników rynku. Zbytne rozbudowanie i restrykcyjność przejawia się głównie w sferze procedury tworzenia funduszy (analogiczna uwaga w stosunku do funduszy otwartych), jak i praktyki działalności inwestycyjnej.

Pamiętać przecież należy, że wbrew pewnym nośnym propagandowo hasłom znaczenie funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest dla rozwoju rynku kapitałowego daleko mniejsze niż funduszy zbiorowych typu otwartego a na świecie obserwuje się zmniejszanie zainteresowania tą formą inwestowania.

Niemniej odgrywają one konkretną rolę w pozyskiwaniu i alokacji kapitału oraz są pewnym stabilizatorem rynku kapitałowego, również w Polsce. Praktyka gospodarcza wskazuje bowiem, że działają w Polsce spółki akcyjne wypełniające kryteria funduszu zamkniętego, bazujące na Kodeksie Handlowym. Z uwagi na niedogodności podatkowe w Polsce większość zamkniętych funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych jest poza krajem i działa w oparciu o kapitały zagraniczne. Polskie instytucje wykazują jednakże zainteresowanie tą formą inwestycji (ostatni przykład BRE zakładającego wspólnie ze szwajcarskim Pictet & Cie fundusz zarejestrowany w Luksemburgu, którego celem inwestycyjnym są świadectwa oraz akcje funduszy NFI oraz spółek parterowych).

Wniosek:

Fundusz zamknięty o zdefiniowanym charakterze powinien być regulowany w UFI z możliwymi formami zarówno publiczną, jak niepubliczną. Całkowicie zbędne wydaje się w tym wypadku szukanie nowej formy osobowości prawnej. Z pewnymi zastrzeżeniami wystarczająca jest formuła spółki akcyjnej i odwołanie do regulacji KH. Bezwzględnie konieczne jest zastosowanie zasady obojętności podatkowej, pozwalającej na uniknięcie podwójnego opodatkowania w przypadku funduszy publicznych i niepublicznych.

4. Uwagi szczegółowe do poszczególnych zapisów Projektu UFI

Uwagi poniższe wynikają z oceny ogólnej filozofii projektu oraz uwag dotyczących całego aktu przedstawionych w punkcie 3.1.

4.1. Przedmiot ustawy - art. 1

Art. 1 powinien obejmować inne podmioty szczegółowo regulowane ustawą (bank depozytariusz, towarzystwo).

4.2. Definicja funduszu i organu funduszu - art. 2, art. 3 ust. 1

Należy przyjąć jedną formułę: umowną (podobnie jak dotychczas) lub ewentualnie korporacyjną. Zlikwiduje to potrzebę ustanowienia innej osoby prawnej organem funduszu.

4.3. Tworzenie funduszy i definicja zarządzania - art. 3 ust. 2, art. 11, i inne

Należy uwzględnić możliwość tworzenia funduszu przez inne podmioty - w szczególności banki i inne instytucje finansowe (biura maklerskie, przedsiębiorstwa doradczo-zarządzające typu *investment management*, ewentualnie firmy ubezpieczeniowe itp.).

Ponadto użyte w art. 3 ust. 2 pojęcie "zarządzania funduszem" wymaga zdefiniowania, w szczególności jeśli towarzystwo, zgodnie z artykułem 44 odpowiada (słusznie) za szkody z tytułu niewłaściwego wykonania obowiązków **w zakresie zarządzania funduszem**. Definicja powinna precyzować kwestie zarządu ogólnego czyli administracji funduszu oraz zarządu inwestycyjnego (czyli zarządzanie aktywami funduszu jako *de facto* jedynej czynności w stosunku do której wymagane jest oddzielne licencjonowanie).

4.4. Tytuły uczestnictwa - art. 5 ust. 1 i 2

Należy wprowadzić jedno pojęcie obejmujące jednostki uczestnictwa, certyfikaty inwestycyjne oraz - według mnie - akcje (w funduszach zamkniętych) a nazwy szczególne stosować w ustawie jedynie tam, gdzie specyfika funduszu tego wymaga.

4.5. Majątek funduszu. - art. 6

a) W ustępie 1 należy zastąpić pojęcie "mienie" pojęciem "majątek".

b) W ustępie 3 bardzo słusznie dopuszczono wnoszenie papierów wartościowych. Należy jednakże wskazać sposób wyceny wpłat w papierach wartościowych, w szczególności jeśli zostałyby utrzymany tryb zapisywania się na tytuły uczestnictwa określony w art. 20 (rozłożenie zapisów w czasie i oczywista zmienność cen papierów wartościowych).

4.6. Tworzenie funduszy i wpłaty do funduszu - art. 11 i 12

a) Uwagi jak w punkcie 4.3.

b) Całkowicie nieuzasadniona jest koncepcja warunkowania utworzenia funduszu przez zbieranie wpłat do funduszu w drodze publicznych zapisów, z dodatkowo restrykcyjnym wymogiem przekroczenia minimum na poziomie 4 mln zł.

4.7. Cele funduszu - art. 15

Enumeratywne wymienienie 3 celów inwestycyjnych funduszy jako wyłącznych i jak rozumieć samodzielnych jest nieprawidłowe. Rzeczywiście wymienione cele inwestycyjne należą do grupy podstawowych celów w praktyce inwestycyjnej funduszy zbiorowych. Jednakże:

* po pierwsze mogą istnieć inne cele inwestycyjne odpowiadające pewnym grupom inwestorów,

* po drugie - co nawet istotniejsze - cel funduszu jest często określany jako pewna kombinacja celów "podstawowych".

Przykłady można znaleźć w końcowej części rozdziału II niniejszej opinii, chociaż przedstawiona tam klasyfikacja funduszy oparta jest o kryterium instrumentów finansowych. Należy zatem przerehabilitować treść art. 15, tak by odpowiadał on realiom praktyki gospodarczej. Ponadto bardziej prawidłowym określeniem celu podanego w ustępie 1 p. 1 jest "zabezpieczenie powierzonego kapitału czyli aktywów funduszu poprzez utrzymanie ich realnej wartości".

4.8. Tryb utworzenia funduszu (łącznie art. 11 - 14, 17 - 29 oraz odpowiednie artykuły rozdziału III o towarzystwie)

a) Procedura (artykuły jw.)

Już sama liczba przywołanych artykułów, bezpośrednio lub pośrednio znajdujących zastosowanie do procedury tworzenia funduszu oraz analogicznie - wszystkich przepisów dotyczących poprzedzającego zaistnienie funduszu utworzenia towarzystwa są nie do przyjęcia.

Oczywiście istota rzeczy nie tkwi w zbyt dużej liczbie samych artykułów lecz w tym, że opisana nimi procedura jest zbyt rozbudowana. Po części jest to "wina" przyjętej konstrukcji ustanowienia osoby prawnej jako organu innej osoby prawnej. W tym kontekście pojawia się dodatkowa wątpliwość czy takie ustanowienie w ogóle może mieć miejsce, jeśli samym ustanawiającym (siebie w postaci organu) jest tenże organ.

Nawet jednak przy tej błędnej konstrukcji jest to wynikiem przede wszystkim powielenia badania dokumentów i kwestii formalnych zarówno w procedurach sądowych, jak i administracyjnych oraz narzucenia powtórnego analizowania samego towarzystwa przy tworzeniu przezeń funduszu.

Niektóre wymagania co do przedstawiania dokumentów przez wnioskodawców są z jednej strony - zbyt daleko idące - np. niezrozumiała jest ingerencja w stosunki umowne z depozytariuszem (KPW winna opiniować jedynie wybór banku a nie treść umowy i jej poszczególne warunki, w tym przecież wynagrodzenie!).

Z drugiej strony w projekcie UFI pozostawia się organom administracyjnym zbyt szeroki - moim zdaniem - margines uznaniowości w podejmowaniu decyzji o udzieleniu zezwolenia. Przeważające w poprzedniej ustawie podejście formalne polegające na badaniu wniosków pod względem ich kompletności i zgodności z prawem uzupełniono obecnie o silne elementy oceny merytorycznej (m.in. art. 18 ust. 3 - ocena rękojmi należytego wykonywania obowiązków w zakresie np. polityki inwestycyjnej funduszu czy banku depozytariusza).

Tak duża liczba dokumentów i czynności, którymi ma się zająć Komisja Papierów Wartościowych (na dodatek na zmianę z sądem), obarczona przecież ogromem innych odpowiedzialnych zadań może spowodować, że i tak już długie terminy związane z tworzeniem TFI i funduszy ulegną w praktyce dalszemu wydłużeniu.

b) Sens ekonomiczny - art. 20, - 22

Na koniec argument czysto ekonomiczny - dotyczący art. 20 i następnych. Zbieranie wpłat przez okres czterech miesięcy, z gromadzeniem ich na wydzielonym rachunku przy co najwyżej (jeśli w ogóle) przeciętnym ich oprocentowaniu, bez możliwości dysponowania nimi (wycofania) przez osoby, które wpłat dokonały, ani możliwości rozporządzania tymi kwotami (zarządzania inwestycyjnego) przez TFI **podważa ekonomiczny sens przedsięwzięcia.**

Zakładając nawet, że środki zostaną zgromadzone w wymaganej wysokości (analogia do publicznej oferty papierów wartościowych - kolejki pod kasami w ostatnim dniu zapisów?!) nadal nie ma gwarancji, iż sąd nie odmówi rejestracji funduszu. W skrajnym zatem przypadku osoby wpłacające mogą przez co najmniej pół roku nie być rzeczywistymi posiadaczami swoich pieniędzy ani ostatecznie uczestnikami funduszu.

Należy po prostu zrezygnować z procedury zapisów publicznych proponowanej w art. 12 i dalszych, umożliwiając jednocześnie zakup tytułów uczestnictwa przez towarzystwo i/lub założycieli zarówno przy powstawaniu funduszu (tzw. *seed* lub *settlement capital*) jak i w trakcie jego funkcjonowania (modyfikacja art. 46 ust. 2 punkt 2).

c) Niektóre inne istotne szczegóły:

- * art. 21 ust. 1 - powinny być dodane także banki (bez odrębnej zgody KPW);
- * art. 22 ust. 2 - uwaga analogiczna do punktu 4.5 b dotycząca wskazania sposobu wyceny papierów wartościowych i określenie kto ponosi ryzyko zmian cen papierów warto-

ściowych, gdy zgodnie z ust. 3 cytowanego artykułu, TFI nie zarządza jeszcze uzyskanymi środkami;

* art. 23 ust. 2 - co będzie jeśli sąd nie rozpozna sprawy w terminie 14 dni (wyoce prawdopodobne!);

* art. 23 ust. 4 - nie można "wydać" jednostek uczestnictwa podobnie jak certyfikatów inwestycyjnych (i akcji) jeśli "istnieją" one najpierw w formie zapisów na jednostki a potem w postaci komputerowego rejestru; można jedynie wyżej wymienione przydzielić lub przyznać, a wydać pisemnie potwierdzenie czy też świadectwa powierzenia środków;

* art. 24 ust. 3 - należy doprecyzować, iż chodzi o dokonanie zwrotu środków osobom, o których mowa w art. 20 ust. 2;

* art. 26 ust. 1 - powinny dodane być także banki;

* art. 28 - bałagan w kolejności artykułów; ten konkretny artykuł powinien być po art. 25;

* art. 28, ust. 3 - przykład, gdzie powinien być zamieszczony obowiązek informowania (w przypadku wystąpienia postulowanej przeze mnie możliwości) o delegowaniu funkcji zarządzania inwestycyjnego.

4.9. Towarzystwo - przedmiot przedsiębiorstwa - art. 34

a) Konieczność rozszerzenia przedmiotu działalności na zarządzanie (kolejne odwołanie do definicji tego słowa) funduszami planów emerytalnych.

b) Konieczność uwzględnienia możliwości delegowania całości lub części zarządzania inwestycyjnego innym uprawnionym podmiotom.

4.10. Towarzystwo - kapitał akcyjny a kapitały własne - art. 35, 36

Konieczne jest określenie - lub delegacja do aktu niższej rangi - pojęcie kapitału własnego.

4.11. Utworzenie towarzystwa - art. 40

a) Ustęp 2 - jego brzmienie sankcjonuje (moim zdaniem słusznie) konstrukcję, w której mogą pojawić się akcjonariusze nie będący założycielami - czy to miał na myśli projektodawca?

b) Ustęp 4 - może chodzić tylko o dane osób **desygnowanych** na wymienione funkcje, gdyż obowiązywać ma artykuł 42 (skoro nie ma jeszcze zgody, to we wniosku nie można jeszcze mówić o członkach władz).

c) Ustęp 6 - lista doradców inwestycyjnych zatrudnionych w TFI jest potrzebna warunkowo, a więc tylko jeśli towarzystwo nie będzie delegować funkcji zarządzania inwestycyjnego.

4.12. Zawiadomienia dotyczące funduszu - art. 43

Bałagan. Ten artykuł powinien być w rozdziale o funduszach, bo tego dotyczy, a więc - po artykule 17 lub jako ostatni ustęp art. 17.

4.13. Odpowiedzialność towarzystwa i powierzanie obowiązków - art. 44

Bardzo ważny artykuł w kontekście postulowanego delegowania obowiązków w zakresie zarządzania inwestycyjnego czyli zarządzania aktywami funduszu (całością lub częścią).

Należy dobitnie wskazać, że obowiązkiem TFI w takich przypadkach jest dołożenie należytej staranności w wyborze firmy doradczo-inwestycyjnej oraz, iż ta informacja musi być zawarta w statucie funduszu wraz z określeniem obowiązków obu stron.

4.14. Informacja poufna - art. 45

W kontekście punktu 4.13 należy wymienić w art. 45 ustęp 1 punkt 3 i 4, w szczególności doradców inwestycyjnych oraz inne osoby zatrudnione w firmie, której TFI delegowało zarządzanie aktywami funduszu.

4.15. Obowiązki depozytariusza - art. 51

a) Ustęp 1 punkt 1 - według takiego zapisu przechowywanie przez subdepozytariusza byłoby tylko możliwe na podstawie umów zawartych na polecenie funduszu. Depozytariusz powinien mieć również prawo do zawarcia takiej umowy z własnej inicjatywy. Niezrozumiałe jest odwołanie do odrębnych przepisów (jakich) w sprawie przechowywania aktywów przez "inne podmioty".

b) Ustęp 1 punkt 3 - rozliczane są - moim zdaniem - nie same umowy dotyczące aktywów lecz transakcje wynikające z tych umów.

c) Ustęp 2 - odwołanie do umów z ustępu 1 musi być badane precyzyjnie (patrz podpunkt "a").

d) Ustęp 3 - duże niejasności:

- czy chodzi o obowiązki w zakresie zarządzania towarzystwem - jak napisano w projekcie, czy w zakresie zarządzania funduszem,

- czy zobowiązanie depozytariusza do występowania w imieniu funduszu - z powództwem przeciwko towarzystwu - jest ustanowieniem depozytariusza jako organu funduszu?, może "superorgan" w stosunku do "organu" jakim jest towarzystwo?

4.16. Odkupienie i umorzenie jednostek - art. 60

Nie ma - moim zdaniem - potrzeby wskazywania dwóch czynności prawnych - wystarczy umarzenie (i wypłata kwot należnych z tytułu umorzenia).

4.17. Sposób określania ceny jednostek uczestnictwa - art. 64

Tę kwestię należy skonsultować z istniejącymi towarzystwami w celu właściwego zdefiniowania relacji pomiędzy ceną po jakiej zbywane są jednostki uczestnictwa (tzw. cena w ofercie publicznej a wartością aktywów netto).

4.18. Członkostwo w radzie - art. 72 ust. 3

Obowiązki uczestnika wykonywane są osobiście (jeśli uczestnik jest osobą fizyczną) lub przez przedstawiciela (jeśli uczestnik jest osobą prawną nie może wykonać jakichkolwiek obowiązków osobiście).

4.19. Certyfikaty inwestycyjne funduszu mieszanego - art. 108, 109

Niejasna jest logika nadawania numerów certyfikatom, które są papierami wartościowymi na okaziciela funkcjonującymi w formie zdematerializowanej (zapisy na rachunkach papierów wartościowych). Być może, iż możliwe jest określenie numerów certyfikatów umorzonych z mocy prawa - czyli tych, które w ramach danej emisji nie zostały zbyte. Wykreślone z rejestru zostałyby chyba ostatnie numery (ewentualnie pierwsze), których liczba odpowiadać będzie liczbie umorzonych certyfikatów. Numery nadane umorzonym certyfikatom są im nadane jednak "po czasie". Domniemywać należy, że certyfikat, które zostały nabyte w trakcie emisji nie nadaje się jednakże numerów, gdyż zbycie następuje w chwili wpisania certyfikatu objętego przez uczestnika na jego rachunek papierów wartościowych (zdematerializowanych).

Powstaje pytanie, w jakim trybie certyfikaty jako papiery zdematerializowane są wykupywane przez fundusz na żądanie uczestnika:

- przy jednoczesnym zachowaniu obowiązku umieszczenia w rejestrze numerów tychże certyfikatów umorzonych w wyniku ich wykupienia przez fundusz (art. 108 ust. 2 p. 4);
- przy zachowaniu zasady, iż wykupienie certyfikatu następuje w chwili wykreślenia (?) certyfikatu z rachunku papierów wartościowych uczestnika (art. 110 ust. 2).

Inną sprawą jest, iż niezrozumiałą jest określony w art. 110 ust. 2 zarówno moment, jak i samo pojęcie "wykreślenia" certyfikatu z rachunku papierów wartościowych - jako zdarzenia (czynności) równoznacznego z wykupieniem certyfikatu.

Niejasny jest także sposób w jaki fundusz dokonuje wypłaty kwoty należnej za wykupione certyfikaty (niezwłocznie, w sposób określany w statucie funduszu) w sytuacji gdy pośrednikiem w tej operacji będzie dowolne biuro maklerskie.

Rozdział II: Część uzupełniająca

Charakterystyka działalności w dziedzinie zbiorowych form inwestowania - podstawowe systemy w Stanach Zjednoczonych AP i w Europie

Zarządzanie aktywami obejmuje bardzo szerokie spektrum usług od zarządzania środkami na rachunkach inwestycyjnych klientów prywatnych, przedsiębiorstw i instytucji (*discretionary account management*) wraz z doradztwem finansowym (*advisory services*) po zarządzanie zinstytucjonalizowanymi funduszami inwestycyjnymi. Wśród nich wymienić można fundusze powiernicze typu otwartego i zamkniętego (*open-end i closed-end funds*), fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe (*pension and insurance funds*) i wszelkie inne fundusze inwestycyjne lokujące powierzone środki na zasadzie dywersyfikacji ryzyka lub innej polityki inwestycyjnej.

Ze względu na znaczenie zbiorowych form inwestowania na współczesnych rynkach kapitałowych warto poświęcić im nieco więcej miejsca. Generalnie istnieją dwie kategorie funduszy inwestycyjnych, różniące się formą prawną, to jest fundusze o charakterze statutowym czyli spółkowym i o charakterze umownym czyli kontraktowym. Typ statutowy lub spółkowy (*direct lub statutory type*) cechuje się brakiem rozdziału majątku spółki i majątku funduszu, a jego uczestnik jest zarówno inwestorem, jak i akcjonariuszem wyposażonym w prawa o charakterze majątkowym i korporacyjnym. Natomiast w funduszach typu umownego (*contractual lub indenture type*) stosunek prawny pomiędzy inwestorem a spółką inwestycyjną nie ma charakteru korporacyjnego a sam fundusz ma postać wydzielonej masy majątkowej pochodzącej z lokat inwestorów i przeznaczonej do nabywania papierów wartościowych. W obu wymienionych typach występować mogą fundusze o charakterze otwartym i zamkniętym. Ponieważ systemy wspólnego inwestowania w Stanach Zjednoczonych i w Europie różnią się między sobą, zostaną pokrótce omówione oddzielnie.

W USA spółka czy też firma inwestycyjna (*investment company*), która gromadzi fundusze indywidualnych inwestorów i za te środki zakupuje papiery wartościowe dobierane według kryteriów przez nią określonych, podlega regulacji *The Investment Company Act* z 1940 roku. Zgodnie z tą ustawą może przyjąć jedną z dwóch podstawowych form: korporacyjną - określaną jako *Management Company* lub kontraktową - w postaci *Unit Investment Trust*. (trzecia zdefiniowana w ustawie forma czyli *Face Amount Certificate Company* praktycznie już nie istnieje na rynku). W pierwszym przypadku firma inwestycyjna jest zorganizowana w postaci spółki emitującej akcje zwykłe a jej założycielem (*fund sponsor lub underwriter*) jest najczęściej bank inwestycyjny bądź korporacja specjalizująca się w prowadzeniu funduszy jak np. Fidelity, Franklin-Templeton czy Pioneer. Sponsor musi dokonać rejestracji funduszu w Komisji Papierów Wartościowych i przedłożyć prospekt przedstawiający władze spółki, cel i politykę inwestycyjną funduszu, wysokość opłat oraz wskazanie przechowującego aktywa funduszu banku powiernika i firmy zarządzającej funduszem. Do zadań zarządzającego

(*investment management company*), działającego na podstawie kontraktu ze spółką inwestycyjną należy badanie rynku - *research*, zarządzanie portfelem funduszu i administracja funduszu. Te ostatnie czynności administracyjne związane z funkcją agenta transferowego - jak prowadzenie rejestrów zakupów i umorzeń, wypłaty dywidend itp. mogą być wykonywane także przez powiernika lub niezależną firmę usługową. Struktura samej spółki inwestycyjnej może mieć charakter otwarty - *open end*, lub zamknięty - *closed end*. Spółka inwestycyjna typu otwartego, popularnie nazywana *mutual fund*, emituje wyłącznie akcje zwykłe nie podlegające wszakże obrotowi. Inwestor może zawsze kupić nowo emitowane akcje a w celu wycofania się z funduszu dokonuje umorzenia akcji według jej aktualnej wartości zwanej *net asset value per share*. Cena zakupu, zwana *Public Offering Price (POP)*, odpowiada wartości netto aktywów funduszu na akcję (*NAV per share*) powiększonej o opłatę manipulacyjną. Opłaty pobierane przy wpłatach na fundusz wynikają z prowizji za dystrybucję dla agentów i brokerów oferujących akcje funduszu i są limitowane. Jeśli akcje funduszu są sprzedawane bezpośrednio przez sponsora lub z wykorzystaniem tzw. *direct marketing* (pocztą, telefonicznie, z użyciem technik *electronic banking* itp.), gdzie wyłącza się udział pośrednika - wówczas opłat się nie pobiera i mamy do czynienia z tak zwanym *no-load fund*, w którym cena ofertowa POP równa jest wartości NAV. Większość funduszy rynku pieniężnego - *money market funds* - jest tego rodzaju, gdyż są one postrzegane głównie jako miejsce krótkoterminowych lokat dla środków klientów i stosowanie opłat, zwykle w innych funduszach sięgających od kilku do maksymalnych 8.5%, stałoby w sprzeczności z celem takich funduszy. Spółka inwestycyjna typu zamkniętego funkcjonuje natomiast analogicznie jak inne spółki publiczne, z tą różnicą, że środki zebrane podczas emisji przeznaczone są wyłącznie na nabywanie innych papierów wartościowych. Akcje funduszu zamkniętego nie są umarzone lecz podlegają normalnemu handlowi giełdowemu. Bieżąca cena giełdowa, choć skorelowana z wartością netto aktywów funduszu, zazwyczaj jest od niej niższa chociaż w pewnych sytuacjach może być odwrotnie. Mówi się więc, że akcje notowane są z dyskontem albo z premią w stosunku do NAV.

Druga grupę przedsięwzięć stanowią oparte na stosunku kontraktowym "trusty inwestycyjne" - *Unit Investment Trusts (UIT's)*. W przeciwieństwie do spółek inwestycyjnych wydających akcje, UIT's emitują jednostki reprezentujące niepodzielne udziały w określonym portfelu papierów wartościowych określane potocznie jako "*shares of beneficial interest*". Jednostki są umarżalne, więc podlegają wykupowi przez sponsora w dowolnym momencie wybranym przez inwestora, według wartości NAV. Istnieją dwa podstawowe typy trustów inwestycyjnych: o stałym portfelu - *Fixed Trusts*, oraz portfelu o charakterze udziałowym - *Participating Trusts*. W pierwszym przypadku tworzy się fundusz o stałym składzie portfela papierów wartościowych, najczęściej obligacji a następnie - po dopełnieniu przez sponsora obowiązku rejestracyjnego w Komisji Papierów Wartościowych - jednostki takiego funduszu sprzedaje się inwestorom. Gdy portfel jest już ustalony nie dokonuje się w jego ramach żadnych trans-

akcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, nie ma więc mowy o zarządzaniu portfelowym. Koszty są więc bardzo niewielkie, gdyż fundusz nie ponosi obciążeń z tytułu wynagrodzenia za zarządzanie oraz transakcyjnych prowizji maklerskich. Fundusz wypłaca jego uczestnikom, proporcjonalnie do posiadanych przez nich udziałów, pożytki wynikające z płatności odsetkowych z obligacji znajdujących się w portfelu, jak również kwoty uzyskane z tytułu terminowej zapadalności pożyczki lub wcześniejszego wykupu papierów przez ich emitenta. UIT's są popularnym mechanizmem zwłaszcza dla portfeli obligacji komunalnych, oferowanych lokalnym społecznościom korzystającym wówczas z potrójnych przywilejów podatkowych (federalnych, stanowych i municypalnych). Jeśli zamiast wyselekcjonowania indywidualnych papierów wartościowych do stałego portfela, UIT będzie lokował w akcje spółek inwestycyjnych w szczególności w *mutual funds*, to mamy wówczas do czynienia z trustem typu udziałowego - *Participating Unit Investment Trust*. Uczestnicy takiego przedsięwzięcia są więc pośrednimi nabywcami akcji innych funduszy zbiorowych, a sama struktura wykorzystywana jest z reguły jako element kontraktowych planów emerytalnych stosowanych przez firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Używana tu metoda polega na comiesięcznych płatnościach dokonywanych na rzecz trustu przez uczestników planu, które są inwestowane w określone kontraktem akcje spółek inwestycyjnych czyli *mutual funds* o zdefiniowanym profilu. Wraz z zakończeniem kontraktu, inwestor może wycofać środki poprzez wypłatę całej sumy jednorazowo bądź w kilku transzach lub w formie comiesięcznej renty. Ponieważ nie gwarantuje się tutaj określonego poziomu stopy zwrotu a wielkość renty lub wypłat jest zmienna i zależna od wyników osiąganych przez fundusze jakie znalazły się w portfelu - czyli ryzyko leży tu po stronie inwestora - tego typu UIT's powszechnie znane są jako *Variable Annuity Contractual Plans* czyli plany umowne o rencie zmiennej. Odmienne jest w sytuacji, gdy ryzyko inwestycyjne przejmuje na siebie instytucja ubezpieczeniowa, gwarantując stopę zwrotu dla inwestorów niezależnie od tego jakie wyniki osiągnął fundusz, z którego finansowane są płatności rentowe. Wówczas jednak produkt jakim jest pozbawiony ryzyka inwestycyjnego *Fixed Annuity* przestaje podlegać pod regulacje *Investment Company Act (ICA)* lecz wchodzi w domenę prawa ubezpieczeniowego. Pod przepisy ICA podlegają natomiast *Real Estate Investment Trusts - REIT's* czyli zbliżone do spółek inwestycyjnych typu zamkniętego trusty lokujące środki swych uczestników w nieruchomości, krótkoterminowe pożyczki budowlane i pożyczki zabezpieczone zastawem hipotecznym. Inwestor nabywając akcje REIT notowane na giełdzie lub OTC, uzyskuje zarówno dywersyfikację jak i płynność swej lokaty niemożliwe do osiągnięcia w przypadku inwestycji bezpośrednich w nieruchomości.

W państwach europejskich, podobnie jak w USA występują zarówno zamknięte jak i otwarte fundusze inwestycyjne. Fundusze zamknięte są przedsiębiorstwami w postaci spółek akcyjnych emitujących - w przeciwieństwie do schematów otwartych - określoną ilość akcji reprezentujących prawa własności ich aktywów. Podobnie jak w funduszach powierniczych

otwartych aktywa te pomniejszone o zobowiązania po podzieleniu przez liczbę wyemitowanych akcji stanowią wartość aktywów netto na akcję (*NAV per share*). Przedsiębiorstwo inwestycyjne może być niedużą - pod względem liczby akcjonariuszy - firmą prywatną lub spółką publiczną. W pierwszym przypadku posiadacze walorów spółki muszą się liczyć z ograniczoną ich płynnością, w drugim - jej akcje mogą być przedmiotem obrotu na rynku oficjalnym - giełdowym lub pozagiełdowym. Istnieje oczywiście związek pomiędzy wartością NAV i ceną walorów spółki na otwartym rynku, jednakże nie oznacza to bezpośredniej, "ekwiwalentnej" ich relacji. Z reguły akcje handlowane są z dyskontem w stosunku do bieżącej wartości aktywów netto, co wynika między innymi z faktu, iż posiadacz akcji nie może zażądać od spółki ich umorzenia w celu natychmiastowego odzyskania zainwestowanego kapitału. Ta cecha powoduje, że fundusze zamknięte charakteryzują się zarówno innymi celami i politykami inwestycyjnymi jak i na ogół odmiennym od funduszy otwartych spektrum inwestorów.

Wspomniane czynniki ograniczonej płynności akcji i dużego dyskonta w stosunku do wartości aktywów w połączeniu ze specyficzną polityką inwestycyjną funduszy zamkniętych, niekoniecznie skoncentrowaną na rynku publicznym powodują, że przeważająca część środków drobnych inwestorów ale również i instytucji kierowana jest do funduszy typu otwartego. W Europie dodatkowym elementem wspierającym formy lokowania w zbiorowe fundusze inwestycyjne typu otwartego są ujednoczone regulacje prawne w tej dziedzinie. Wynika to z jednej z fundamentalnych przesłanek funkcjonowania Unii Europejskiej czyli koordynacji regulacji prawnych we wszystkich dziedzinach, w których integracja krajów członkowskich powoduje lub wymaga ujednoczenia zasad działania - niezależnie od tego w jakim kraju podejmujący owe działania ma swą siedzibę. Taką dziedziną jest niewątpliwie sfera usług finansowych a w jej ramach wszelkie przedsięwzięcia służące zbiorowemu lokowaniu środków pieniężnych w papiery wartościowe lub szerzej - w instrumenty finansowe. Ten obszar działalności objęty jest przez dyrektywę nr 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 roku, znowelizowaną przez kolejny akt sygnowany numerem 88/220/EEC i datowany 22 marca 1988 r. Celem dyrektywy jest koordynacja praw, regulacji i postanowień administracyjnych dotyczących przedsięwzięć wspólnego inwestowania w przenaszalne papiery wartościowe, zwanych UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). Jej zaprojektowanie związane było z ideą zharmonizowania zasad ochrony inwestorów we wszystkich państwach Wspólnoty Europejskiej. Dyrektywa o UCITS ustala wspólne standardy w odniesieniu do kilku ważnych obszarów - z reguły objętych regulacjami w każdym kraju - takich jak ograniczenia inwestycyjne, struktura i formy przedsięwzięcia, możliwości zaciągania zobowiązań i udzielania pożyczek, prospekty emisyjne, obowiązki informacyjne i sprawozdawczość a także polityka marketingowa.

Zgodnie z europejską dyrektywą pojęcie "przedsięwzięć wspólnego inwestowania w przenaszalne papiery wartościowe" obejmuje wszelkie podmioty, które oferują inwestowanie

środków pieniężnych klientów w papiery wartościowe dobrane według zasady dywersyfikacji ryzyka oraz umarzanie jednostek uczestnictwa we wspólnym funduszu na żądanie klienta. Oznacza to, iż dyrektywa nie zajmuje się funduszami typu *closed-end* czyli o stałym kapitale, gdzie w praktyce nie występuje potrzeba ochrony drobnych inwestorów, lecz reguluje wyłącznie fundusze o charakterze otwartym. Takie przedsięwzięcia mogą być ukonstytuowane zgodnie z obowiązującym w poszczególnych państwach prawem bądź na podstawie umów pod rządami przepisów prawa cywilnego, bądź umów powiernictwa, bądź na podstawie statutów spółek prawa handlowego. Mogą więc odpowiednio przyjąć formę kontraktowych funduszy zbiorowych (*concractical common funds* lub *fonds commun de placement-FCP*) zarządzanych przez wyspecjalizowane firmy zarządzająco-doradcze lub formę *unit trusts* czyli brytyjskiego odpowiednika kontynentalnych *FCP*, lub wreszcie formę otwartych spółek inwestycyjnych czyli spółek prawa handlowego o zmiennym kapitale (*open-ended investment companies* lub *societe d'investissement a capital variable - SICAV*). Kapitał akcyjny jest w ostatnim przypadku zawsze równy wartości netto aktywów funduszu, a spółki mają prawo do odkupywania swych własnych akcji.

Przedsięwzięcie w celu wspólnego inwestowania w papiery wartościowe czyli UCITS może być realizowane wyłącznie po uzyskaniu zezwolenia od właściwych władz kraju członkowskiego Unii, w którym jest ono usytuowane. Kompetentnymi organami władzy administracyjnej w tym obszarze są w różnych państwach Wspólnoty określone instytucje. W Niemczech jest to Federalny Urząd Nadzoru Bankowego (*Bundesaufsichtamt fuer das Kreditwesen*), w Luksemburgu - tamtejszy Instytut Monetarny (*I.M.L.*), we Francji - *Commission des Operation de Bourse* a w Wielkiej Brytanii - kraju o dużych tradycjach samoregulacji - samorządowa *Investment Management Regulatory Organisation* oraz bliska naszej KPW - Rada ds. Papierów Wartościowych i Inwestycji (*S.I.B.*). Prawna "akceptacja" funduszu powierniczego wymaga zatwierdzenia firmy zarządzającej aktywami funduszu, regulaminów funduszu i wyboru instytucji powierniczej. W przypadku spółki inwestycyjnej typu SICAV, jej działalność może być prowadzona po zaaprobowaniu zarówno dokumentów konstytuujących spółkę, w tym jej statutu, jak również wyboru instytucji powierniczej.

Bardzo istotnym postanowieniem europejskiej dyrektywy jest możliwość prowadzenia działalności - po uzyskaniu zezwolenia w jednym z krajów członkowskich - we wszystkich państwach Wspólnoty, bez konieczności ubiegania się o odrębne autoryzacje. Istnieje jedynie obowiązek powiadomienia stosownych władz oraz przestrzegania zasad marketingu i promocji obowiązujących w danym kraju.

Jedną z kluczowych zasad regulacji Unii Europejskiej jest obowiązek powierzania aktywów funduszu powierniczego lub spółki inwestycyjnej na przechowanie powiernikowi. Powiernikiem może być wyłącznie instytucja podlegająca publicznej kontroli oraz działająca niezależnie od firmy zarządzającej. Krajom członkowskim Unii pozostawia się swobodę określenia jakie kategorie instytucji mogą być uprawnione do pełnienia tej roli. Przykładowo

w Luksemburgu są to instytucje bankowe i oszczędnościowe działające na podstawie prawa regulującego sektor finansowy, a we Francji instytucje umieszczone na specjalnej liście ministerstwa gospodarki, na której figuruje m.in. Banque de France, inne instytucje kredytowe, jak banki czy firmy finansowe, a także firmy brokersko-dealerskie i ubezpieczeniowe. Zadaniem powiernika jest zapewnienie, by prowadzona działalność była zgodna z prawem oraz regulacjami funduszu lub spółki inwestycyjnej. Tak więc powiernik zapewnia między innymi, by sprzedaż i wykup, emisja i umarzanie bądź wycofywanie jednostek dokonywane na zlecenie funduszu lub przez zarządzającego a także dokonywane przez spółkę inwestycyjną lub na jej zlecenie - przeprowadzane było zgodnie z prawem oraz regulaminem funduszu lub statutem spółki inwestycyjnej. Jednocześnie powiernik odpowiada wobec firmy zarządzającej lub spółki inwestycyjnej oraz wobec uczestników funduszu za wszelkie szkody poniesione przez nich w wyniku nieusprawiedliwionego niewykonania lub niewłaściwego wykonania swych zobowiązań.

Firma zarządzająca (*management company*) kontraktowym funduszem zbiorowym czy też funduszem powierniczym (*FCP* lub *unit trust*) przygotowuje zasady zarządzania oraz regulaminy funduszu oraz zarządza nim w wyłącznym interesie jego uczestników. Firma taka musi mieć wystarczające zasoby finansowe umożliwiające jej prawidłowe prowadzenie działalności oraz wypełnianie zobowiązań. Zarządzający jest odpowiedzialny wobec posiadaczy jednostek uczestnictwa za wszelkie straty będące wynikiem nienależytego wykonywania swoich obowiązków. Otwarta spółka inwestycyjna (*SICAV*) jest zarządzana przez swoich dyrektorów (zarząd), bez żadnych ograniczeń w stosunku do ich narodowości lub miejsca zamieszkania. Jednakże kraje członkowskie mają swobodę określenia formy prawnej jaką przyjąć mogą spółki inwestycyjne. W każdym przypadku muszą one mieć opłacony kapitał w wysokości niezbędnej do prawidłowego prowadzenia przedsiębiorstwa i wypełnienia swych zobowiązań.

Wymagania kapitałowe zależne są od postanowień krajów członkowskich w odniesieniu do sformułowania "wystarczające zasoby". W Irlandii oznacza to 100 tys. funtów irlandzkich a w Luksemburgu 5 mln franków luksemburskich co w obu przypadkach odpowiada w przybliżeniu kwocie 380 tys. nowych złotych czyli ok. 3.8 mld przed denominacją. We Francji kapitał firmy zarządzającej nie może być niższy niż 500 tys. franków francuskich (230 tys. nowych złotych) lub wynosić mniej niż 5% wartości zarządzanych aktywów.

Firma zarządzająca lub spółka inwestycyjna nie mogą prowadzić działalności innej niż zarządzanie funduszami powierniczymi lub aktywami spółek zbiorowego inwestowania. Jednakże firma zarządzająca funduszami typu *unit trust* lub *FCP* a także zarząd przedsiębiorstwa typu *SICAV* może delegować funkcję doradcy inwestycyjnego zarządzającego portfelami funduszu określonego specjalistcie, wyznaczając konkretną osobę lub firmę doradcą (*investment advisory company*). W każdym takim przypadku istnieje wszakże wymóg w stosunku do menedżera lub doradcy inwestycyjnego uzyskania zgody ze strony kompetentnych władz. Ponadto dyrektywa nakłada na spółkę inwestycyjną oraz na firmę zarządzającą (dla każdego z

zarządzanych funduszy) obowiązek opublikowania prospektu, którego istotne elementy muszą być na bieżąco uaktualniane, i który zawierać musi konieczne informacje umożliwiające inwestorowi dokonanie pełnej oceny proponowanej mu oferty.

W zakresie polityki inwestycyjnej podstawowym wymaganiem nałożonym w regulacji UE dla UCITS jest skład portfela. Powinien on być zbudowany w co najmniej 90% z papierów wartościowych notowanych na giełdzie lub innym oficjalnym rynku publicznym (np. regulowanym rynku pozagiełdowym) i nie więcej niż w 10% z innych "przenaszalnych" papierów, co nie wyklucza oczywiście utrzymywania niezbędnych pozycji gotówkowych. Główne ograniczenia są następujące. Nie więcej niż 5% aktywów UCITS może zostać ulokowane w papiery wartościowe jednego emitenta lecz kraje członkowskie mogą zwiększyć ten limit do 10%, pod warunkiem, że łączna wielkość takich inwestycji nie przekroczy 40% całkowitych aktywów UCITS. Pięcioprocentowy limit może być podniesiony do 35% w przypadku papierów zabezpieczonych gwarancjami rządowymi. Ponadto właściwe władze poszczególnych państw mogą - pod pewnymi warunkami - zezwolić funduszom i spółkom spełniającym kryteria UCITS na ulokowanie 100% aktywów w papiery skarbowe. Mają one zakaz nabywania akcji w ilości umożliwiającej wywieranie istotnego wpływu na emitenta, jak również akcji bez prawa głosu oraz instrumentów dłużnych w ilości przekraczającej 10% papierów wartościowych pojedynczego emitenta. I na koniec żaden fundusz lub spółka typu UCITS nie może zainwestować więcej niż 5% swoich aktywów w jednostki lub udziały innego UCITS, jak również inwestycja taka nie może stanowić więcej niż 10% aktywów innego UCITS. Każdy kraj członkowski Unii może także zezwolić funduszom i spółkom inwestycyjnym uznanym za UCITS na stosowanie technik oraz instrumentów pochodnych, pod określonymi warunkami i w ograniczonym zakresie, jeśli ich wykorzystanie służy efektywnemu zarządzaniu portfelami inwestycyjnymi. Podobna zasada obowiązuje w stosunku do technik i instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.

Zarządzanie aktywami funduszy inwestycyjnych stało się ważną dziedziną działalności w Europie. Dobrą ilustracją przedstawiająca znaczenie tego właśnie sektora inwestycyjnego jest przykład Francji, gdzie 10 milionów obywateli lokuje za pośrednictwem otwartych funduszy w stosunku do 2 milionów inwestujących na rynku bezpośrednio. Francja jest produkującym krajem świata w dziedzinie zbiorowego lokowania środków w przedsięwzięcia inwestycyjne o tzw. otwartym charakterze czyli fundusze powiernicze. Fundusze takie są podstawową obok funduszy emerytalnych formą inwestowania posiadanych nadwyżek finansowych przeznaczoną dla przeciętnego obywatela. Pod względem wielkości aktywów w dyspozycji funduszy Francję wyprzedzają jedynie Stany Zjednoczone, a na pokonanym polu pozostają zarówno Japonia jak i główni europejscy konkurenci: Niemcy, Luksemburg i Wielka Brytania.

Zarządzanie aktywami obejmuje jeszcze jedną, nieznaną u nas - choć bodaj w świecie najważniejszą - grupę wśród instytucjonalnych inwestorów a mianowicie fundusze emerytal-

ne. Dla uzmysłowienia skali tego sektora usług finansowych wystarczy podać, że aktywa samych tylko amerykańskich przedsięwzięć tego typu w 1992 roku przekroczyły kwotę 4.3 bln dolarów. Fundusze emerytalne stanowią tę część tak zwanych planów emerytalnych, które w postaci masy majątkowej powstałej w wyniku zbioru składki pracowników i pracodawców są inwestowane w taki sposób, by zagwarantować wystarczającą ilość środków na zabezpieczenie obiecanego planem poziomu emerytury. Plany takie (*pension plans*) - różnego rodzaju - tworzone są przez prywatne korporacje lub ich grupy w celu uzupełnienia świadczeń z ubezpieczenia społecznego, z reguły ustalonych na stosunkowo niskim poziomie. Uczestnictwo w planie związane jest również ze sporymi korzyściami podatkowymi. Równowartość wpłat na konta emerytalne odejmowana jest od podstawy opodatkowania (np. w Wielkiej Brytanii ulga wynosi do 15%) a podatek od dochodu z inwestycji odracza się do momentu pobierania wypłat z tytułu emerytury. Zasada taka stosowana jest również dla różnego typu amerykańskich funduszy emerytalnych. Podstawowym typem są plany grupowe w ramach przedsiębiorstw, które obejmują ich pracowników zgodnie z ustawą znaną jako *ERISA - Employees Retirement Income Security Act*. Istnieją także plany indywidualne takie jak *IRA - Individual Retirement Accounts* lub *Koegh Plans* - zaprojektowane dla osób prowadzących samodzielną działalność. Motywacja podatkowa sprzyja dużej popularności planów emerytalnych, przyczyniając się do wzrostu stopy oszczędzania w społeczeństwie. Z gromadzonych zgodnie z zasadami planu emerytalnego środków tworzone są wydzielone fundusze, które inwestowane są w różnego rodzaju instrumenty finansowe. W zależności od ustalonej polityki inwestycyjnej mogą to być lokaty bezpośrednio w akcje, obligacje czy rządowe papiery wartościowe lub inwestycje pośrednie w fundusz lub grupę funduszy powierniczych typu *mutual funds* czy *unit trusts*. Fundusze emerytalne wielkich korporacji zazwyczaj są rozdzielane na kilka osobnych portfeli, zarządzanych odrębnie według określonej strategii inwestycyjnej. Jednocześnie fundusze emerytalne stają się jednymi z największych uczestników rynków kapitałowych, wpływając pozytywnie na ich rozwój i poziom stabilizacji oraz na wzrost inwestycji w gospodarce.

Zarządzanie funduszem emerytalnym może być prowadzone przez przedsiębiorstwo tworzące plan lecz w większości przypadków funkcja ta jest delegowana firmie zarządzającej - doradczej. Zwłaszcza na amerykańskim rynku istnieją takie firmy, które niemal wyłącznie zajmują się zarządzaniem aktywami planów emerytalnych. Spektakularnym przykładem jest tu zajmująca 11 miejsce na liście zarządzających największymi aktywami w 1994 roku TIAA-CREF (Teachers Insurance & Annuity Association of America - College Retirement Equities Fund). Wartość aktywów pod zarządem TIAA-CREF wyniosła 130,9 miliarda dolarów. W innej znanej firmie - CALPERS (California Public Employees' Retirement System) kwota ta na koniec roku osiągnęła 57,3 miliarda dolarów. W łącznej sumie 314,5 miliardów dolarów zarządzanych przez lidera branży czyli Fidelity aż 83,7 miliardów to aktywa planów emerytalnych. Specyfika zarządzania tego typu funduszami wynika z konieczności zrównoważenia aktywów i pasywów planu, a ściślej wartości bieżących przyszłych strumieni skład-

ników je tworzących. Dotychczasowy majątek, zgromadzony ze składek wpłaconych wcześniej przez firmę i jej pracowników, oraz strumień składek bieżących stanowią aktywa planu. Z aktuarialnego punktu widzenia pierwszy składnik powinien pokryć część pasywów w postaci pożytków należnych w przyszłości (emerytur) za już przepracowane, a więc znane i zdefiniowane dotychczasowe okresy zatrudnienia pracowników. Drugi składnik powinien pokryć szacowane przyszłe zobowiązania przedsiębiorstwa względem obecnych i przyszłych zatrudnionych za następne okresy świadczonej przez nich pracy lub usług. Specjalizujący się w takich obliczeniach aktuariusze posługują się w swych szacunkach m.in. wskaźnikami umieralności i niezdolności do pracy wynikającymi ze statystyk, np. dla poszczególnych grup zawodowych. Stąd polityka inwestycyjna funduszu musi być dostosowana do aktuarialnych założeń planu emerytalnego i zgodna z jego celami. Generalnie są to długoterminowe strategie i ich prawidłowa realizacja warunkowana jest istnieniem dobrze rozwiniętego rynku kapitałowego o szerokim wachlarzu instrumentów finansowych.

Na koniec warto scharakteryzować podstawowe typy funduszy pod kątem ich celów inwestycyjnych, bowiem ich zróżnicowanie ze względu na rodzaj papierów wartościowych, gałąź przemysłu, sektor gospodarki lub region geograficzny jest bardzo duże. Odmienne w związku z tym są poziomy ryzyka i dochodowości oraz stopień płynności funduszy. Amerykański Instytut Firm Inwestycyjnych rozróżnia 21 rodzajów funduszy powierniczych pod względem ich celów inwestycyjnych. Z punktu widzenia typów instrumentów finansowych w składzie portfela wyróżnić można cztery podstawowe grupy funduszy.

Pierwsza kategoria to fundusze złożone z akcji - *common stock funds*. Zróżnicowanie wewnątrz tej grupy jest największe. Mogą tu występować fundusze koncentrujące się na firmach wzrastających - *growth companies*, czy spółkach o małej kapitalizacji - *small caps*. Oba te typy nastawione są na osiąganie wysokich zysków kapitałowych czyli *capital gains*. Z kolei celem typu określanego jako *income-equity* jest uzyskiwanie regularnych dochodów poprzez lokowanie w akcje spółek gwarantujących stałe wypłaty dywidend - a więc korporacje z grona *blue-chips* czy też przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (*utilities*). Istnieje cała grupa funduszy specjalizujących się konkretnych branżach przemysłowych - np. *Chemical Fund*, pewnych kategoriach przemysłu - np. *Technology Fund*, czy firmach z określonych regionów geograficznych kraju lub świata. Geograficzną a zarazem walutową dywersyfikacją portfela charakteryzują się tak zwane globalne fundusze akcyjne, lokujące w akcje będące przedmiotem obrotu na rynkach międzynarodowych. Najczęściej w grupie funduszy akcyjnych znajdują się także obciążone wysokim ryzykiem fundusze agresywnego wzrostu - *aggressive growth*, które oprócz doboru papierów wartościowych przynoszących maksymalne zyski kapitałowe, wykorzystują także instrumenty pochodne czy też zakupy na kredyt.

Drugą kategorię funduszy stanowią *balanced funds*, których zasadą jest utrzymanie w swym portfelu określonej, zrównoważonej proporcji pomiędzy akcjami a papierami o stałym dochodzie. Portfel może więc stanowić kombinację na przykład 40% akcji i 60% instrumen-

tów *fixed-income*, na który składać się mogą obligacje rządowe i korporacyjne, obligacje zamienne za akcje oraz akcje uprzywilejowane. Celem tego typu zrównoważonych portfeli jest długoterminowy wzrost kapitału i zapewnienie względnie stabilnych dochodów. W zależności od elementu, na który fundusz kładzie nacisk różnie mogą być ustalone proporcje papierów wartościowych w portfelu. Podobną zasadą połączenia strategii wzrostu z osiąganiem bieżących dochodów kierują się fundusze *growth & income*. Jest to najpopularniejsza grupa funduszy, gdyż proponują one atrakcyjny profil inwestycyjny przy akceptowalnym dla szerokiej rzeszy inwestorów poziomie ryzyka. W amerykańskich statystykach funduszy (bez *money market*), klasa ta reprezentuje około 16 % ich łącznych aktywów. Odmianą *balanced funds*, nastawioną wszakże bardziej na zapewnienie regularnych dochodów są fundusze określane jako *income-mixed*, stojące pomiędzy wspomnianymi już *income-equity* a należącą do grupy obligacji *income-bond*. Podstawowym celem funduszy *income-mixed* jest dokonywanie stałych wypłat na rzecz jego uczestników, pochodzących z dywidend z akcji zwykłych i uprzywilejowanych oraz z odsetek od papierów o stałym dochodzie. Wtórne znaczenie ma tutaj ewentualny wzrost kapitałów.

Trzecią podstawową kategorią są fundusze oparte o obligacje - *bond funds*. Z powodu rozpowszechnienia na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci rodzajów instrumentów w tej grupie - jak choćby obligacji wysokiego ryzyka spopularyzowanych w latach 70-tych przez bank inwestycyjny Drexel Burnham Lambert, lub obligacji municypalnych rozkwitających po zmianach prawa podatkowego w 1976 roku - spektrum funduszy w tej grupie jest również bardzo szerokie. Najmniej ryzykowne lecz przynoszące niewielkie dochody są fundusze zwane *U.S. government income* lokujące w skarbowe papiery wartościowe. Wysokim stopniem bezpieczeństwa cechują się również fundusze inwestujące w obligacje najwyższej klasyfikowanych przedsiębiorstw (*high-grade corporate bonds*) i nieco mniejszym - lokujące w obligacje firm o tzw. inwestycyjnej ocenie kredytowej (*investment-grade corporate bonds*). Oba należą do grupy określanej *corporate bond funds*, i wraz z funduszami papierów rządowych charakteryzują się wspólnym celem inwestycyjnym jakim jest uzyskiwanie stałego i bezpiecznego dochodu. Podobnie określają swą strategię fundusze hipotecznych papierów wartościowych (*mortgage*) oraz fundusze lokujące w obligacje municypalne. Te ostatnie proponują na ogół miesięczne wypłaty odsetkowe, wyłączone z opodatkowania podatkiem federalnym a jeśli portfele zbudowane są na obligacjach emitowanych przez określone jednostki administracyjne - wyłączone również z obciążeń podatkiem stanowym i lokalnym. Fundusze długoterminowych obligacji municypalnych i stanowych obligacji komunalnych posiadają blisko 20-procentowy udział w łącznej wartości aktywów amerykańskich funduszy typu otwartego. W odróżnieniu od opisanych funduszy koncentrujących się na regularnych dochodach o umiarkowanej co najwyżej wysokości, ostatnia istotna grupa specjalizuje się w inwestowaniu w wysoko dochodowe obligacje podwyższonego ryzyka - *high-yield bonds*. Papiery te, emitowane przez spółki o niskiej ocenie kredytowej (*non-investment grade*), lub przedsiębiorstwa

borykające się z poważnymi trudnościami finansowymi lub znajdujące się wręcz na skraju bankructwa (*distressed or bankrupt companies*) charakteryzują się bardzo wysokim oprocentowaniem i często sporym dyskontem oferowanym przy sprzedaży. Fundusze konstruujące portfele z takich instrumentów charakteryzują się wysokim ryzykiem, z szansami wszakże na ponadprzeciętne dochody. Dzieje się tak wtedy, gdy większość emitentów, których papiery znajdują się w portfelu funduszu wywiązuje się ze swych zobowiązań odsetkowych a dzięki programom restrukturyzacyjnym bądź korzystnym fuzjom poprawiają swą sytuację finansową i są w stanie wykupić obligacje w terminie zapadalności.

Dodać należy, że podobnie jak przy funduszach opartych na innych instrumentach istotne znaczenie przy realizacji celów funduszu mają strategie zarządzania. Zastosowanie mogą mieć zarówno zróżnicowane zasady doboru papierów do portfela czyli jego budowy, jak i formy oraz techniki zarządzania nim - poczynając od reguły *buy-and-hold* i na aktywnej alokacji składników portfela i intensywnym handlu obligacjami kończąc.

Ostatnią kategorią są fundusze rynku pieniężnego - popularne *money-market funds*. Statystyki często ujmują je oddzielnie od pozostałych typów funduszy, ze względu na ich specyfikę wynikającą z rodzaju stosowanych instrumentów finansowych. Fundusze *money-market* pojawiły się w 1973 roku, gdy krótkoterminowe stopy procentowe zaczęły osiągać niespotykane dotąd poziomy, a ich najbardziej dynamiczny rozwój przypadał na lata 1978 - 1982 oraz przełom lat 80-tych i 90-tych. Skala zainteresowania rynkiem pieniężnym ma związek z postrzeganiem przez inwestorów sytuacji na rynku akcji. Więcej środków lokowanych jest na rachunkach funduszy *money-market*, gdy okoliczności na giełdach są niesprzyjające, panuje niepewna sytuacja lub przewiduje się długotrwałą bessę. Stanowią one wówczas rozsądną alternatywę zarówno dla dużych instytucji jak i pomniejszych inwestorów. Fundusze *money-market* przynoszą pewien bieżący dochód, zapewniają bezpieczeństwo kapitału oraz wysoki poziom płynności lokat poprzez inwestycje w zdywersyfikowany portfel krótkoterminowych papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych. Przedmiotem ich zainteresowania są więc bony skarbowe i pieniężne, bankowe certyfikaty depozytowe (*CD's*), lokaty międzybankowe, weksle i bony komercyjne i inne podobne instrumenty. Średni okres zapadalności instrumentów w portfelach amerykańskich *money-market funds* waha się pomiędzy 30 a 50 dni. Fundusze rynku pieniężnego należą do grupy *no-load*, co oznacza, iż przy zakupie ich udziałów nie pobiera się żadnych opłat i podobnie też można się z nich wycofać. Inną korzyścią ich uczestników jest udostępnianie im książeczek czekowych, umożliwiających wypłaty z rachunku w funduszu.

Podsumowując charakterystykę funduszy można powiedzieć, iż dążą one poprzez zróżnicowane strategie budowy portfeli papierów wartościowych, spełniających kryteria dywersyfikacji ryzyka i profesjonalne nimi zarządzanie, do osiągnięcia w odpowiednich proporcjach - spełniających wymagania określonych grup inwestorów - czterech podstawowych celów, którymi są:

(a) bezpieczeństwo - zabezpieczenie powierzonego kapitału poprzez utrzymanie jego realnej wartości;

(b) wzrost - pomnażanie wartości powierzonych środków poprzez długoterminowy wzrost wartości inwestycji;

(c) dochód - zapewnianie regularnych dochodów wypłacanych w formie dywidendy uczestnikom funduszu a pochodzących z papierów wartościowych o stałym dochodzie i dywidend z akcji;

(d) płynność - umożliwienie wycofania całości lub części zaangażowanych przez inwestora środków w krótkim czasie lub przemieszczania aktywów pomiędzy poszczególnymi schematami inwestycyjnymi.

Ostatni warunek oznacza także, że zmniejszenie kwoty inwestycji w fundusz nie zmienia stopnia dywersyfikacji posiadanego portfela oraz - dzięki oferowaniu przez fundusze sprzedaży pełnych jednostek, jak i ich ułamkowych części - możliwość inwestowania w ujęciu kwotowym. Warunek płynności spełniony jest zasadniczo dla wszystkich typów funduszy, w największym jednak stopniu dla typu *money market*, w najmniejszym zaś dla niektórych funduszy zamkniętych o niewielkim rozproszeniu jego uczestników. Rozłożenie akcentów pośród trzech pierwszych elementów zależy z jednej strony - od celów inwestycyjnych, na jakie zgłaszają zapotrzebowanie określone grupy inwestorów a więc preferencji w wyborze pewnych rodzajów funduszy. Z drugiej strony - same firmy zarządzające, które specjalizują się w specyficznych segmentach - np. papierów municypalnych lub obligacjach korporacyjnych - przedstawiają inwestorom oferty rodziny funduszy. W ramach takich *families of funds* oferowane są różne profile stanowiące zaprojektowaną dla każdego z osobna strategię funduszu odzwierciedlającą szczególną kombinację parametrów bezpieczeństwa, wzrostu i stałości dochodów.