

Arkadiusz Bazyłko

Regulacje prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej

1. Główne cele harmonizacji przepisów we Wspólnocie Europejskiej

Jedną z głównych przesłanek powołania Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej było stworzenie wspólnego rynku i zapewnienie jego efektywnego funkcjonowania¹.

Wspólny rynek, oznacza Wspólnotę jako obszar pozbawiony wewnętrznych barier. Zgodnie z art. 14 ust. 2 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską: *Rynek wewnętrzny obejmuje obszar bez granic wewnętrznych, w którym jest zapewniony swobodny przepływ towarów, osób, usług i kapitału, zgodnie z postanowieniami niniejszego Traktatu*². Państwa członkowskie, w celu stworzenia wewnętrznego rynku dążyły do ujednoczenia systemów prawa. Jednym z wielu aktów prawnych, które służyły do realizacji tego założenia była Dyrektywa Rady z dnia 20 grudnia 1985 roku. Dotyczyła ona koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, zwane w skrócie UCITS³. *UCITS można zdefiniować jako przedsiębiorstwa, które we własnym imieniu dokonują*

¹ Zostało to wyraźnie wskazane w art. 3 lit. h) traktatu o ustanowieniu EWG.

² Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, wersja skonsolidowana (ujednoczona) po Traktacie Nicejskim, art. 14 ust. 2. Źródło: <http://eur-lex.europa.eu>, 20.09.07.

³ Skrót wywodzi się od angielskiego zwrotu: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

*zbiorowych inwestycji w zbywalne papiery wartościowe, gromadząc kapitał na ten cel na publicznym rynku papierów wartościowych*⁴. Dyrektywa ta obowiązuje do dziś, choć były wprowadzane do niej zmiany. Najważniejsze nowelizacje zostały zawarte w Dyrektywach 2001/107/WE i 2001/108/WE. Dyrektywa UCITS określa formy prawne funduszy, zakres ich działalności, wymagania dotyczące inwestowania posiadanych środków, zasady odkupu jednostek uczestnictwa oraz warunki nadzoru nad funkcjonowaniem funduszy zbiorowego inwestowania w papiery zbywalne. W rozdziale tym zgodnie z założeniami ze wstępu dokonam analizy Dyrektyw regulujących rynek instytucji zbiorowego inwestowania w Unii Europejskiej. Odnośząc się do Tomasza L. Krawczyka, należy zwrócić uwagę na to wyżej wymienione Dyrektywy powstały aby czynić zadość traktatowej zasadzie swobody kapitału zawartej w art. 56 TWE⁵. Zgodnie z tym przepisem: *zakazane są wszelkie ograniczenia w przepływie kapitału między Państwami Członkowskimi oraz między Państwami Członkowskimi a państwami trzecimi*⁶.

Koordinacji przepisów krajowych regulujących przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania nastąpiła:

- w celu zbliżenia warunków konkurencji między tymi przedsiębiorstwami na poziomie wspólnotowym, a jednocześnie;
- w celu zapewnienia bardziej skutecznej i bardziej jednolitej ochrony posiadaczy jednostek uczestnictwa.

⁴ Kosierkiewicz K., *Fundusze inwestycyjne w Unii Europejskiej*, Rynek Kapitałowy, czerwiec 2000, s. 44.

⁵ Krawczyk T., *Fundusze inwestycyjne a normy UE*, Biuletyn Bankowy, czerwiec 2000, s. 57.

⁶ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, art. 56 ust. 1.

Istotne jest to że, *osiągnięcie tych celów ułatwi usunięcie ograniczeń swobodnego obrotu jednostkami uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania we Wspólnocie, a koordynacja taka pomoże stworzyć europejski rynek kapitałowy*⁷.

Z tego wniosek że, jednym z głównych zadań jakie miała spełniać dyrektywa było wprowadzenie zasady jednolitej licencji, dla instytucji wspólnego inwestowania, która obowiązywałaby na terytorium wszystkich państw członkowskich UE. Istotą tej licencji jest umożliwienie przedsiębiorstwom UCITS oferowania zbywanych przez nie tytułów uczestnictwa na obszarze całej Unii bez konieczności ubiegania się o odrębne zezwolenie w każdym z krajów członkowskich⁸. Dodatkowo dyrektywa zapewnia inwestorom jednolity poziom bezpieczeństwa powierzanych funduszom środków, niezależnie od państwa, w którym fundusz uzyskał zezwolenie na prowadzenie działalności. Podsumowując, należy jeszcze raz zaznaczyć główne zadania Dyrektywy UCITS. Odwołując się do Grzegorza Borowskiego, podstawowymi celami, które przyświecały pracom nad przyjęciem Dyrektywy, były:

- *zamiar zapewnienia jednolitego, minimalnego poziomu ochrony inwestorom;*

⁷ Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS, preambuła.

⁸ Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 92.

- stworzenie takich ram działalności UCITS, które pozwalałyby na wprowadzenie w życie koncepcji jednolitej licencji⁹.

2. Zakres podmiotowy Dyrektywy UCITS

Zakres podmiotowy uregulowany jest w artykule 1 Dyrektywy. Pierwszym założeniem, które musi spełniać fundusz inwestycyjny aby podlegać przepisom tego aktu prawnego, jest posiadanie swojej siedziby na terytorium Państwa Członkowskiego. Dodatkowo w ustępie 2 Dyrektywa wymienia kolejne dwa warunki, którymi muszą charakteryzować się przedsiębiorstwa, aby można je było uznać za UCITS. Za UCITS uważa się przedsiębiorstwa:

- których jedynym celem jest zbiorowe inwestowanie w papiery wartościowe kapitału pochodzącego od obywateli i które działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka, oraz;
- których jednostki uczestnictwa są, na żądanie ich posiadaczy, odkupywane lub umarzone bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych przedsiębiorstw. Działania podjęte przez UCITS w celu zapewnienia, aby giełdowa wartość ich jednostek nie różniła się w znaczny sposób od ich nominalnej wartości netto, będzie uważane za równoznaczne z takim odkupieniem lub umorzeniem jednostek¹⁰.

Z tego wniosek, że Dyrektywę stosuje się do przedsięwzięć mających siedzibę na terytorium jednego z Państw Członkowskich, których wyłącznym przedmiotem działalności jest inwestowanie na rachunek uczestników zebranych publicznie środków w zbywalne

⁹ Borowski G., *Wpływ nowelizacji Dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, Poznań, 2003, s. 132.

¹⁰ Dyrektywa Rady 85/611/EWG, art. 1 ust. 2.

papiery wartościowe dobrane według zasady rozproszenia ryzyka inwestycyjnego oraz wyemitowane przez te instytucje tytuły uczestnictwa są zbywane i odkupywane na każde żądanie uczestnika funduszu¹¹. Artykuł 2 Dyrektywy wymienia także UCITS, których dyrektywa nie obejmuje są to: UCITS typu zamkniętego, UCITS, które pozyskują kapitał nie promując sprzedaży swoich jednostek uczestnictwa w obrocie publicznym we Wspólnocie lub w jej części, UCITS, których jednostki uczestnictwa, zgodnie z regulaminem funduszu lub zgodnie z dokumentami założycielskimi funduszu inwestycyjnego, mogą być przedmiotem obrotu publicznego wyłącznie w państwach trzecich oraz kategorie UCITS określone przepisami Państw Członkowskich, w których mają swoją siedzibę, prowadzących inną politykę inwestycyjną i kredytową, niż ta która jest zawarta w sekcji V Dyrektywy¹².

Pisząc o rodzajach przedsięwzięć UCITS, objętych przepisami Dyrektywy, nie możemy pominąć dopuszczalnych sposobów tworzenia tych przedsięwzięć. Sebastian Buczek w swojej książce, *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne* pisze, że zgodnie z praktyką i regulacjami prawnymi istniejącymi na rynkach międzynarodowych, organizacje zbiorowego inwestowania mogą działać pod postacią jednej z trzech wymienionych konstrukcji prawnych jako¹³:

- fundusz powierniczy – ta forma występuje głównie w krajach anglosaskich; podmioty skonstruowane jako fundusze powiernicze działają

¹¹ Borowski G., dz. cyt., s. 133.

¹² Dyrektywa Rady 85/611/EWG, art. 2 ust. 1.

¹³ Buczek S., Grygiel A., *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne*, Wydawnictwo SGH, Warszawa, 2006, s. 71.

na podstawie prawa powierniczego; istotne jest to że fundusze powiernicze nie posiadają osobowości prawnej;

- fundusz inwestycyjny – posiada osobowość prawną ; działają na podstawie statutu jako fundusze inwestycyjne zamknięte, otwarte lub mieszane; całą odpowiedzialność w funduszu ponosi zarząd
- wspólne fundusze zarządzane przez spółki zarządzające – mogą także występować w postaci funduszy zamkniętych, otwartych lub mieszanych; nie posiadają osobowości prawnej; działają na podstawie prawa zobowiązań lub prawa powierniczego¹⁴.

Dyrektywa unijna regulująca instytucje UCITS, stanowi że przedsiębiorstwa takie mogą być utworzone: *albo na podstawie prawa zobowiązań (jako wspólne fundusze zarządzane przez spółki zarządzające), albo na podstawie prawa powierniczego (jako fundusze powiernicze), albo na podstawie statutu (jako fundusze inwestycyjne)*¹⁵.

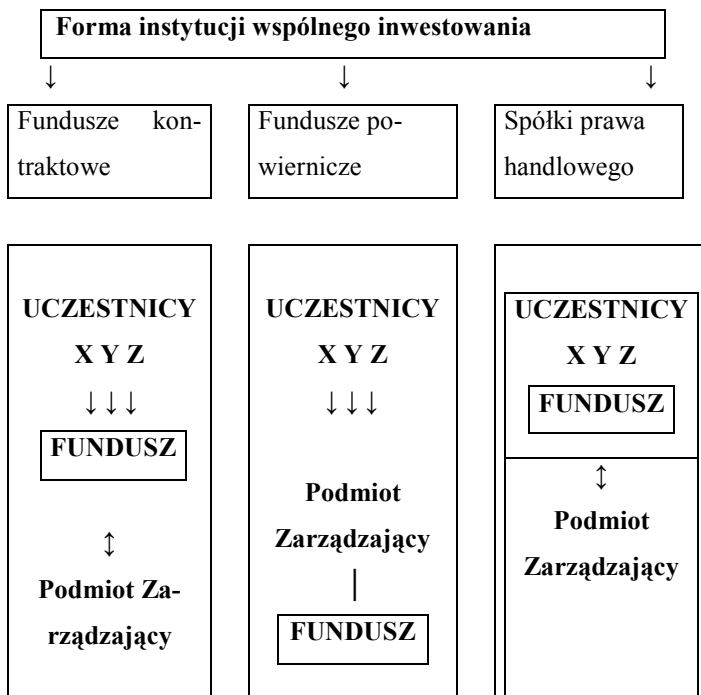
Z tego wniosek że tego rodzaju instytucje mogą być tworzone:

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

Instytucje utworzone zgodnie z przepisami Dyrektywy UCITS przybierają formę kontraktowych funduszy zbiorowych zarządzanych przez spółki zarządzające albo trustów opartych na własności powierniczej. Pierwszy z wskazanych powyżej rodzajów instytucji opiera się na zasadzie współwłasności, gdyż wszyscy uczestnicy funduszu zawierają umowę ze spółką zarządzającą aktywami o zarządzanie powierzonym majątkiem.

¹⁴ Zob.: tamże.

¹⁵ Dyrektywa Rady 85/611/EWG, art. 1 ust. 3.



Źródło: Sas Kulczycka K., *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, Wig Press, Warszawa 1998, s. 21.

W trustach z kolei, uczestnicy funduszu przekazują swoje środki do zarządzania wyspecjalizowanym podmiotom (powiernicze przekazanie)¹⁶. Jednak nie nawiązują się przy tym żadne prawne relacje między uczestnikami funduszu – umowa każdego z nich jest zawarta bezpośrednio z zarządzającym¹⁷. Instytucje zbiorowego inwestowania, zgodnie z postanowieniami Dyrektywy mogą też funkcjonować jako spółki prawa handlowego. Charakterystyczne w tej for-

¹⁶ Zob.: Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 94.

¹⁷ Zob.: Sas Kulczycka K., *Instytucje wspólnego inwestowania w Polsce*, Wig Press, Warszawa 1998, s. 20-21.

mie, jest to że uczestnik jest zarówno inwestorem, jak i akcjonariuszem, tak więc, przysługują mu określone uprawnienia korporacyjne.

3. Warunki podejmowania działalności przez spółki zarządzające

Znoszenie barier w swobodnym przepływie kapitału oraz swobodzie świadczenia usług, w tym usług finansowych, spowodowało konieczność zmienienia przepisów Dyrektywy dotyczących podejmowania i prowadzenia działalności przez spółkę zarządzającą. Dyrektywa w wersji z 1985 roku nie zawierała uregulowań odnoszących się do dostępu do paneuropejskiego rynku dla tych spółek. Zmieniła to nowelizacja Dyrektywy, która powstała w 2002 roku¹⁸. Głównym celem, jest *objęcie w większym niż dotychczas stopniu postanowieniami Dyrektywy spółek zarządzających przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, w szczególności zapewnienie we wszystkich państwach członkowskich równoważnych regulacji w zakresie dostępu do rynku oraz warunków działania tych spółek*¹⁹. W punkcie tym chciałbym opisać wymagania jakie musi spełnić spółka, aby podjąć działalność związaną z zarządzaniem funduszem inwestycyjnym. Podstawowym warunkiem jest uzyskanie zezwolenia. Jak pisze Grzegorz Borowski: *Analogicznie do IWT*²⁰, *także spółka zarządzająca nie może podejmować działalności bez*

¹⁸ Dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych. Źródło: <http://eur-lex.europa.eu>, 20.09.07.

¹⁹ Fryźlewicz M., *Przegląd wybranych aktów prawnych ogłoszonych w dziennikach urzędowych Wspólnot Europejskich*, Zeszyty Prawniczy, Kancelaria Sejmu, Warszawa, 2004, s. 71.

²⁰ UCITS po polsku IWI.

*uzyskania uprzedniego zezwolenia odpowiednich organów swego państwa macierzystego*²¹.

Znaczące jest to, że wedle przepisów Dyrektywy takie zezwolenia honorowane jest we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej. Następnym warunkiem jest ograniczenie przedmiotu działalności takiej spółki, wyłącznie do zarządzania instytucjami wspólnego inwestowania. Może ona zarządzać instytucjami objętymi uregulowaniami Dyrektywy UCITS ale także przedsięwzięciami wspólnego inwestowania, których Dyrektywa nie obejmuje zakresem normowania – na przykład instytucjami o charakterze zamkniętym. Warto podkreślić, że Dyrektywa *pozostawia krajom członkowskim swobodę w zakresie wyboru działalności, które mogą być podjęte przez spółki zarządzające, pod warunkiem dopuszczenia ich przez prawo wewnętrzne państwa członkowskiego*²². Spółka zarządzająca może więc, podejmować działalność w zakresie: zarządzania portfelami papierów wartościowych na zlecenie, przechowywania dokumentacji związanej z instytucjami wspólnego inwestowania i administrowanie nią oraz świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego. Kolejnym obowiązkiem a zarazem pewnym novum jest wprowadzanie minimalnych wymogów kapitałowych. Minimalny kapitał zakładowy takiej spółki nie może być mniejszy niż równowartość 125 000 EUR, a jeśli wartość wszystkich zarządzanych portfeli przekracza 250 000 000 EUR, to spółka musi dysponować kapitałem zakładowym w wysokości kapitału minimalnego powiększonego o 0,02%

²¹ Borowski G., dz. cyt., s. 133.

²² Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 97.

nadwyżki ponad 250 000 000 EUR²³ lub złożyć gwarancje bankową w wysokości połowy z 0,02% nadwyżki ponad tę kwotę²⁴. Dodatkowo, obliczony w ten sposób kapitał zakładowy spółki zarządzającej nie może być niższy niż wyznaczony w załączniku IV do Dyrektywy 93/6/EEC²⁵ tj. nie może być niższy niż czwarta część stałych kosztów z poprzedniego roku obrotowego²⁶. Jak zaznaczył Grzegorz Borowski, wymogi dotyczące minimalnego kapitału spółek zarządzających mają na celu godzenie dwóch sprzecznych racji: możliwości zabezpieczenia ewentualnych roszczeń inwestorów oraz otwartego dostępu do rynku dla nowych podmiotów. Czwarty warunek nosi angielską nazwę „two-man management”. Dyrektywa nakazuje aby minimum dwie osoby, które mają decydujący wpływ na funkcjonowanie spółki, posiadały:

- odpowiednie kwalifikacje;
- nienaganną reputację;
- odpowiednią wiedzę.

Dyrektywa zawiera też zapisy odnoszące się do podmiotów powiązanych ze spółką zarządzającą oraz inwestorów posiadających kwalifikowany pakiet w spółce lub podmiotach z nią powiązanych. Spółka zarządzająca ma obowiązek złożyć w postępowaniu licencyjnym dokumenty dotyczące w/w podmiotów. Ma to na celu usprawnić nadzór nad strukturą wzajemnych powiązań między tymi podmiotami.

Kolejnym pojęciem związanym z działalnością spółki zarządzającej jest pojęcie „reguł ostrożnościowych”, do wprowadzenia

²³ Minimalny kapitał obliczony z tymi zasadami nie może jednak przekraczać 10 000 000 EUR.

²⁴ Zob.: Dyrektywa 2001/107/WE, art. 5a ust. 1.

²⁵ Dyrektywa Rady Wspólnoty Europejskiej 93/6/EEC z 15 marca 1993 roku o adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych.

²⁶ Borowski G., dz. cyt., s. 134.

których każde Państwo Członkowskie jest zobowiązane a każda spółka zarządzająca musi je bezwzględnie przestrzegać. „Reguły ostrożnościowe” dotyczą takich kwestii jak m.in. posiadania przez spółki zarządzające określonych procedur księgowych i administracyjnych, odpowiednich procedur wewnętrznych dotyczącym prywatnych transakcji pracowników, których przedmiotem są papiery wartościowe oraz ustalenia odpowiedniego poziomu zabezpieczeń dotyczących elektronicznego przetwarzania danych. Dodatkowo przepisy narodowe muszą kształtować powiązania funduszu inwestycyjnego oraz spółki zarządzającej aby niwelować wystąpienie konfliktu interesów między spółką a uczestnikami zarządzanych przez nią funduszy, między uczestnikami oraz między dwoma funduszami wspólnego inwestowania zarządzanymi przez tę samą spółkę.

Dyrektywa UCITS III, która była nowelizacją Dyrektywy UCITS I z 1985 roku, wprowadziła normy dotyczące zlecenia wykonywania niektórych zadań spółki zarządzającej innym podmiotom. Odwołując się do tego aktu prawnego, zlecenie powinno spełniać następujące warunki:

- poinformowanie w odpowiedni sposób organu administracji publicznej o powierzeniu wykonywania zadań spółki zarządzającej innemu podmiotowi;
- podmiot, któremu zlecono wykonywanie zadań spółki zarządzającej powinien być zdolny do wykonywania tych zadań;
- nie można powodować utrudnień w nadzorze nad spółką zarządzającą poprzez zlecenia zadań;
- w przypadku zlecenia zarządzania portfelem IWI, wymagana jest licencja na zarządzanie portfelem przez zleceniobiorcę;

- nie można zlecać realizowania zadań spółki zarządzającej podmiotom, w stosunku do których występuje podejrzenie o konflikt interesów;
- powinny istnieć odpowiednie procedury, pozwalające dokonywać kontroli przez spółkę zarządzającą, działań podejmowanych przez podmiot, któremu zlecono realizowanie zadań spółki;
- istnieje możliwość natychmiastowego wypowiedzenia umowy pomiędzy spółką a podmiotem zewnętrznym, jeżeli będzie to leżeć w interesie inwestorów;
- prospekt informacyjny zawiera informacje o powierzeniu zadań oraz dane zleceniobiorcy²⁷.

Jednak Dyrektywa zawiera wyraźny zakaz powierzania wszystkich podstawowych zadań spółki zarządzającej, gdyż mogłoby to skutkować tym że spółka nie prowadzi samodzielnie żadnej działalności. Z tego wniosek, że nie jest w stanie nadzorować podmiotów, którym powierzyła wykonywanie swoich zadań, w sposób, który odpowiednio zabezpiecza interes inwestorów.

Ważnym aspektem, który dotyczy spółki zarządzającej jest świadczenie usług przez UCITS poza krajem, w którym uzyskały zezwolenie. Dyrektywa UCITS III wprowadziła, że spółka zarządzająca może działać w innym państwie członkowskim, poprzez swój oddział lub na zasadzie swobody świadczenia usług. Druga forma nie wymaga otwierania jakiegokolwiek przedstawicielstwa w państwie docelowym. Uregulowane jest to w artykule 6 Dyrektywy UCITS, który stanowi że: *Państwa Członkowskie zapewniają, aby spółka zarządzająca posiadająca zezwolenie na działalność wydane na podsta-*

*wie niniejszej dyrektywy przez właściwe władze innego Państwa Członkowskiego, mogła prowadzić na terytoriach tych państw działalność, na prowadzenie, której uzyskały zezwolenie bądź poprzez ustanowienie oddziału, bądź w ramach swobody świadczenia usług*²⁸.

W zależności od tego, którą formę spółka wybierze, inaczej będą wyglądały etapy podjęcia działalności w innych krajach członkowskich Unii Europejskiej. W obydwu przypadkach spółka zarządzająca zawiadamia organ nadzorujący w państwie macierzystym o zamiarze rozpoczęcia działalności. Jeżeli spółka chce podjąć działalność w innym kraju członkowskim przez oddział, to po otrzymaniu zawiadomienia i odpowiednich dokumentów organ nadzorujący ma trzy miesiące aby rozstrzygnąć czy spółka zarządzająca ma strukturę administracyjną i finansową do prowadzenia działalności na terytorium innego kraju członkowskiego. Następnie organ nadzorujący w państwie w którym UCITS uzyskało zezwolenie na prowadzenie działalności powiadamia o swojej opinii właściwy organ nadzorujący rynek w państwie, w państwie w którym spółka zamierza podjąć działalność oraz samą spółkę. Kolejny etap to przygotowanie się do nadzorowania spółki i przedstawienie spółce warunków na jakich może ona działać przez organ nadzorujący rynek w państwie, w państwie w którym spółka zamierza podjąć działalność. Dyrektywa przyznaje organowi nadzorującemu termin dwóch miesięcy. Po bezskutecznym upływie terminu lub otrzymaniu w tym terminie informacji od organu nadzorującego o możliwości podjęcia działalności, spółka zarządzająca może działalność rozpocząć, tak więc może sprzedawać tytuły

²⁷ Zob. tamże, s. 135-136.

²⁸ Dyrektywa 2001/107/WE, art. 6 ust. 1.

uczestnictwa funduszu inwestycyjnego. Procedura ta jest mniej skomplikowana w przypadku podjęcia działalności na zasadzie swobody świadczenia usług. W tym przypadku spółka również winna jest złożyć odpowiednie zawiadomienie macierzystemu organowi nadzoru. Następnie, *ów organ nadzoru – w terminie miesiąca od daty złożenia zawiadomienia – informuje organ w państwie, w którym spółka zamierza prowadzić działalność i przedstawia mu program zamierzonej działalności i usług, które będą przez nią świadczone*²⁹. Po miesiącu od tego czasu spółka może rozpocząć działalność. Ma ona jednak obowiązek poinformować organ nadzoru w państwie, w którym będą świadczone usługi o odpowiednim zezwoleniu z państwa macierzystego oraz statucie spółki zarządzającej.

Dodatkowo musi podać do wiadomości prospekt finansowy i skrót tego prospektu oraz ostatni sprawozdanie finansowe. Jeżeli, w terminie dwóch miesięcy od przekazania wyżej wymienionych dokumentów nie będzie umotywowanego sprzeciwu ze strony organu nadzorującego, spółka może rozpocząć działalność czyli sprzedaż tytułów uczestnictwa funduszu inwestycyjnego³⁰. Niezależnie od tego, w jakiej formie spółka zarządzająca prowadzi działalność w kraju innym niż macierzysty *powoduje powstanie takich samych obowiązków informacyjnych jak w państwie macierzystym, z uwzględnieniem charakteru kraju i jego prawa wewnętrznego*³¹.

²⁹ Borowski G., dz. cyt., s. 137.

³⁰ Zob.: Dyrektywa 2001/107/WE, art. 6b.

4. Zadania depozytariusza

Dyrektywa UCITS I wprowadziła zasadę, która mówi nam, że: *aktywa funduszu powierniczego muszą być powierzone do przechowania depozytariuszowi*³². Depozytariusz jest podmiotem niezależnym od spółki zarządzającej. Celem ustanowienia tej instytucji, jest zwiększenie bezpieczeństwa kapitałów powierzonych przez inwestorów funduszom inwestycyjnym. Oprócz przechowywania środków należących do funduszu inwestycyjnego, depozytariusz wypełnia inne zadania nałożone na niego w artykule 7:

- zapewnia, aby sprzedaż, emisja, odkup, umorzenie i unieważnienie jednostek uczestnictwa, realizowane w imieniu funduszu przez spółkę zarządzającą, wykonywane były zgodnie z przepisami prawa oraz regulaminem funduszu;
- zapewnia, aby wartość jednostek uczestnictwa obliczana była zgodnie z przepisami prawa oraz postanowieniami regulaminem;
- wykonuje polecenia spółki zarządzającej, o ile nie są one niezgodne z prawem lub regulaminem;
- gwarantuje, aby w transakcjach związanych z aktywami funduszu wszystkie płatności przekazywane mu były w zwyczajowo ustalonych terminach;
- zapewnia, aby dochody funduszu powierniczego były przeznaczane na cele zgodne z przepisami prawa oraz regulaminem³³.

Depozytariusz musi być instytucją podlegającą kontroli publicznej a także spełniającą wymogi w zakresie bezpieczeństwa. Kolejnymi wymogami narzuconymi na depozytariusza są gwarancje

³¹ Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 101.

³² Dyrektywa Rady 85/611/EWG, art. 7 ust. 1.

finansowe które musi dać, znajdujące zazwyczaj odzwierciedlenie w odpowiedniej wysokości kapitałów własnych, oraz dysponowanie wykwalifikowaną kadram i infrastrukturą konieczną do właściwego i efektywnego prowadzenia działalności związanej z pełnieniem tej funkcji³⁴. *Prawo do szczegółowego określenia kręgu podmiotów, które mogą pełnić rolę depozytariusza, przypada poszczególnym Państwom Członkowskim*³⁵. Najczęściej funkcje te pełnią banki. Depozytariusz musi mieć swoją statutową siedzibę w tym samym kraju, w którym znajduje się statutowa siedziba spółki zarządzającej. Jeżeli natomiast, jego statutowa siedziba znajduje się w innym Państwie Członkowskim, to musi on prowadzić zarejestrowaną działalność w tym kraju, w którym znajduje się statutowa siedziba spółki. Artykuł 9 Dyrektywy reguluje kwestie odpowiedzialności: *depozytariusz odpowiada, zgodnie z prawem krajowym Państwa Członkowskiego, w którym znajduje się statutowa siedziba spółki zarządzającej*³⁶. Odpowiada on za wszelkie straty poniesione przez spółkę zarządzającą oraz posiadaczy tytułów uczestnictwa, spowodowane nieuzasadnionym nie wykonaniem przez siebie obowiązków lub ich niewłaściwym wykonaniem. Ważne jest to, że na odpowiedzialność depozytariusza nie wpływa fakt powierzenia osobie trzeciej całości lub części przechowywanych środków. Warto zwrócić uwagę na fakt rozdzielenia instytucji depozytariusz od spółki zarządzającej. Zgodnie z artykułem 10: *żadna spółka nie może prowadzić działalności jednocześnie jako spółka zarządzająca*

³³ Zob.: tamże, art. 7 ust. 3.

³⁴ Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 102.

³⁵ Kosierkiewicz K., dz. cyt., s. 44.

³⁶ Dyrektywa Rady 85/611/EWG, art. 9.

ca i depozytariusz³⁷. Dyrektywa wprowadza zasadę, która stanowi aby obie instytucje w kontekście pełnionych przez siebie ról działały niezależnie i wyłączenie w interesie posiadaczy jednostek.

5. Obowiązki dotyczące polityki inwestycyjnej UCITS

W Dyrektywie z 1985 roku obowiązki te zostały uregulowane w sekcji V. Dyrektywa enumeratywnie wyliczała instrumenty, które mogły być przedmiotem inwestycji funduszu. Liberalizacja dotycząca przedmiotów inwestycji nastąpiła wraz z uchwaleniem Dyrektywy 2001/108/EC³⁸. Celem nowej Dyrektywy, była chęć dostosowania istniejącego prawodawstwa wspólnotowego do gwałtownie rozwijającego się rynku funduszy inwestycyjnych w Europie. Można wyróżnić trzy aspekty, które świadczą o liberalizacji przepisów nowej Dyrektywie:

- wprowadzenie nowych instrumentów, które mogą być przedmiotem lokat funduszy;
- ograniczenia dotyczące limitów inwestycyjnych dla dopuszczalnych kategorii lokat zostały rozluźnione;
- postanowiono o pozostawieniu Państwom Członkowskim znacznego marginesu swobody w zakresie dostosowania limitów inwestycyjnych do charakteru rynku lokalnego³⁹.

Dyrektywa określa dwa kryteria, jakimi mają kierować się prawodawcy w poszczególnych Państwach Członkowskich wpro-

³⁷ Tamże , art. 10.

³⁸ Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS. Źródło: <http://eur-lex.europa.eu>, 20.09.07.

dzając nowe kategorie lokat funduszy zbiorowego inwestowania. Po pierwsze instrument, który jest przedmiotem inwestycji powinien posiadać wystarczającą płynność. Drugim kryterium jest, możliwość rzetelnej wyceny instrumentu. Nowa Dyrektywa nowelizuje artykuł 19 i dopuszcza lokaty w:

a) *zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego dopuszczone do obrotu lub będące w obrocie na uregulowanym rynku w rozumieniu nadanym przez Dyrektywę Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych*⁴⁰.

Zmiana w stosunku do starej Dyrektywy polega na:

- dopuszczeniu instrumentów rynku pieniężnego;
- doprecyzowanie pojęcia rynku regulowanego poprzez odesłanie do Dyrektywy o usługach finansowych, która stanowi, że rynek regulowany musi spełniać następujące warunki:

- pojawić się na liście sporządzonej przez państwo członkowskie,
- funkcjonować regularnie,
- charakteryzować się regulacjami wydanymi zaaprobowanymi przez organ nadzoru, które określają warunki dokonywania transakcji na rynku oraz warunki dostępu do rynku oraz dostępu do notowań⁴¹.

Punkty b) i c) artykułu 19, także zostały zmienione w ten sposób, że wyrazy „i instrumenty rynku pieniężnego” dodaje się po

³⁹ Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 102.

⁴⁰ Dyrektywa 2001/108/WE, art. 19 ust. 1 lit. a).

⁴¹ Borowski G., dz. cyt., s. 138.

wyrazach „zbywalne papiery wartościowe”. Zgodnie z tymi zmianami, Dyrektywa dopuszcza także lokaty w:

b) zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, będące w obrocie na innym uregulowanym rynku w Państwie Członkowskim, który funkcjonuje regularnie, jest uznany i otwarty dla ogółu obywateli;

c) zbywalne papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, dopuszczone do obrotu giełdowego na giełdzie papierów wartościowych w państwie trzecim lub będące w obrocie na innym uregulowanym rynku w państwie trzecim, który funkcjonuje regularnie, jest uznany i otwarty dla ogółu obywateli, pod warunkiem, że wybór giełdy lub rynku został zatwierdzony przez właściwe władze lub jest przewidziany w przepisach prawa albo w statutach funduszu inwestycyjnego;

d) papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, których warunki emisji zawierają zobowiązanie do złożenia wniosku o dopuszczenie do oficjalnych notowań na giełdzie papierów wartościowych albo innym rynku regulowanym, który działa regularnie, jest uznany i zapewne publiczny dostęp i takie dopuszczenie jest zapewnione w terminie jednego roku od daty emisji.

Dyrektywa 2001/108/WE, wprowadza nowe instrumenty w które może inwestować fundusz. Zostały one uregulowane w artykule 19 w punktach e), f), g), h). Są to:

e) tytuły uczestnictwa wyemitowane przez instytucje wspólnego inwestowania, którym wydano zezwolenie na działalność, pod warunkiem, że:

- takie przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania są dozwolone na mocy prawa, oraz podlegają one nadzorowi, który jest równoważny nadzorowi zgodnemu z Dyrektywą,

- poziom ochrony posiadaczy jednostek w innych przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania jest równoważny temu przewidzianemu dla posiadaczy jednostek w UCITS, w szczególności, powyższe dotyczy: dywersyfikacji lokat, udzielanych i zaciąganych pożyczek i kredytów;

- działalność takich instytucji zbiorowego inwestowania jest przedstawiana w półrocznych lub rocznych sprawozdaniach w celu umożliwienia dokonania oceny aktywów i pasywów, dochodu i operacji w okresie sprawozdawczym;

- nie więcej niż 10% aktywów UCITS może zostać zainwestowane w tytuły uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania.

f) lokaty w instytucjach kredytowych, które są wypłacalne na żądanie lub mogą być wycofane, oraz wymagalne w terminie nie dłuższym niż 12 miesięcy, pod warunkiem że instytucja kredytowa posiada statutową siedzibę w Państwie Członkowskim albo poza ale podlega takiemu samemu nadzorowi.

g) derywaty, także derywaty z rozliczeniem wyłącznie pieniężnym, będące przedmiotami obrotu na rynku regulowanym, ewentualnie derywaty będące przedmiotem obrotu na rynku OTC, które spełniają poniższe kryteria:

- instrument bazowy należy do instrumentów finansowych wymienionych powyżej lub jest to indeks, stopa procentowa, kurs walutowy, w które UCITS mogą lokować na podstawie statutów lub regulaminów;

- kontrahenci transakcji instrumentami OTC są instytucjami podlegającymi nadzorowi ostrożnościowemu oraz należą do kategorii zatwierdzonych przez właściwe władze UCITS;

- instrumenty OTC podlegają codziennej rzetelnej i podlegającej sprawdzeniu wycenie i mogą być z inicjatywy UCITS sprzedawane, likwidowane bądź zamykane za pomocą transakcji symetrycznych w każdym czasie po godziwej cenie.

h) instrumenty rynku pieniężnego inne niż te będące w obrocie na uregulowanym rynku, jeśli emisja lub emitent takich instrumentów sami podlegają regulacji do celów ochrony inwestorów i oszczędności oraz pod warunkiem, że są one:

- emitowane lub gwarantowane przez władze centralne, regionalne lub lokalne lub bank centralny Państwa Członkowskiego, Europejski Bank Centralny, Unię Europejską lub Europejski Bank Inwestycyjny, państwo nie będące członkiem Wspólnoty albo, w przypadku państwa federalnego, przez jedno z państw członkowskich federacji, lub przez organ międzynarodowy o charakterze publicznym, do którego należy jedno lub więcej Państw Członkowskich;

- emitowane przez przedsiębiorstwo, którego papiery wartościowe są w obrocie na uregulowanych rynkach;

- emitowane lub gwarantowane przez przedsiębiorstwo podlegające nadzorowi ostrożnościowemu, zgodnie z kryteriami określonymi w prawie wspólnotowym, lub przez przedsiębiorstwo, które podlega i stosuje się do reguł ostrożności uznawanych przez właściwe władze za przynajmniej tak rygorystyczne, jak te ustanowione przez prawo wspólnotowe;

- emitowane przez inne podmioty należące do kategorii zaakceptowanych przez organy nadzoru, pod warunkiem, że inwestycje w takie instrumenty są przedmiotem nadzoru z punktu widzenia ochrony inwestorów i zapewniają jej poziom nie niższy, niż określony w przypadku instrumentów wymienionych powyżej i pod warunkiem, że emituje je przedsiębiorstwo, którego minimalny kapitał zakładowy jest na poziomie 10 mln EURO. Przedsiębiorstwo to musi także podlegać obowiązkowi publikowania swoich rocznych sprawozdań finansowych⁴².

W nowej Dyrektywie została utrzymana zasada, która dotyczyła zakazu inwestowania w jeden rodzaj papierów wartościowych więcej niż 5% aktywów UCITS. Jednak, Państwa Członkowskie uzyskały znaczną swobodę w dostosowaniu powyższego limitu do wewnętrznego katalogu papierów wartościowych. *Znaczne implikacje praktyczne na gruncie Dyrektywy rodzić może nowe ograniczenie polegające na określaniu maksymalnego dwudziestoprocentowego zaangażowania aktywów UCITS w wyemitowanym przez jeden podmiot papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty i ekspozycję związaną z derywatami OTC*⁴³. Jako jeden podmiot traktuje się, przedsiębiorstwa, należące do tej samej grupy kapitałowej i które zobowiązane są do składania skonsolidowanego sprawozdania finansowego⁴⁴.

Podsumowując rozważania na temat ograniczeń inwestycyjnych UCITS, możemy stwierdzić że nowa Dyrektywa obejmuje swym

⁴² Zob.: Dyrektywa 2001/108/WE, art. 19 ust. 1 lit. e), f), g), h).

⁴³ Borowski G., dz. cyt., s. 141.

⁴⁴ Jak zdefiniowana w Dyrektywie Rady 83/349/EEC z 13 czerwca 1983 r. o sprawozdaniach skonsolidowanych.

zakresem więcej instytucji zbiorowego inwestowania. Dopuszcza ona nowe instrumenty, w które przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania mogą inwestować oraz dopuszcza użycie wyższych limitów w stosunku do poszczególnych rodzajów instrumentów. Oznacza to że więcej instytucji, będzie mogło skorzystać z przywileju jednolitej licencji. *Nie naruszono przy tym głównego celu ustawodawcy – ochrony inwestorów, zgodnie bowiem z artykułem 21 znowelizowanej Dyrektywy nałożono obowiązek wprowadzenie w spółce zarządzającej procesu zarządzania ryzykiem, który pozwoli monitorować i szacować w każdym czasie ryzyko zajmowanych pozycji i jego wpływ na całkowite ryzyko zarządzanego portfela*⁴⁵.

6. Obowiązek informacyjny UCITS

Jednym z podstawowych celów ustanowienia Dyrektywy UCITS było zapewnienie jednolitego poziomu dostępu do informacji dla inwestorów lokujących środki w tytułach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Aby zrealizować ten cel zobowiązano fundusze do:

1. Systematycznego publikowania wartości aktywów netto przypadających na tytuł uczestnictwa,
2. Regularnego aktualizowania i udostępniania sprawozdania finansowego oraz
3. Udostępniania skrótu prospektu informacyjnego, który winien zawierać dane dotyczące UCITS, przedstawione w sposób uproszczony.

Podsumowując moją pracę, trudno nie zgodzić się ze zdaniem pana Borowskiego na temat nowych Dyrektyw UCITS: *Noweli-*

⁴⁵ Gabryelczyk K., dz. cyt., s. 105.

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

⁴⁶ Pomimo że wyżej wymieniona Dyrektywa dotyczy tylko funduszy o charakterze otwartym, to miała ona duże znaczenie dla rozwoju rynku funduszy wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej. Jej przepisy ujednoliciły regulacje dotyczące powstania i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz zwiększyły konkurencję między nimi⁴⁷.

⁴⁶ Borowski G., dz. cyt., s. 143.

⁴⁷ Zob.: Gabryeleczyk K., dz. cyt., s. 106.