



**SNAŻYK
MORDAKA**

**PRAWNE UWARUNKOWANIA
DZIAŁALNOŚCI NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZY
INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH**

PORADNIK DLA INWESTORÓW

WYDANIE 2 ZAKTUALIZOWANE



CEL WYDANIA PORADNIKA

Niniejszy Poradnik ma na celu przybliżenie zasad funkcjonowania niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

DO KOGO SKIEROWANY JEST TEN PORADNIK

Poradnik skierowany jest do osób planujących rozpocząć inwestycję poprzez uczestnictwo w niepublicznych funduszach inwestycyjnych zamkniętych, jak również do tych, którzy chcieliby poszerzyć swoją wiedzę o podstawowe zagadnienia związane z praktycznym działaniem tego typu funduszy.

ZAKRES INFORMACJI PREZENTOWANYCH W PORADNIKU

Z uwagi na odbiorców, do których adresowany jest ten Poradnik, został on napisany w sposób przystępny i zrozumiały. W publikacji, szczególną wagę poświęcono takim zagadnieniom jak:

- × zasady uczestnictwa,
- × polityka inwestycyjna funduszu,
- × relacje z inwestorem,
- × uprzywilejowanie certyfikatów inwestycyjnych,
- × koszty funduszu.

W Poradniku omówione zostały również aspekty podatkowe działalności funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz podmiotów nimi zarządzających.

ŹRÓDŁA PRAWA – USTAWA Z DNIA 27.05.2004 R.

– O FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH I ZARZĄDZANIU ALTERNATYWNYMI FUNDUSZAMI INWESTYCYJNYMI

Celem niniejszej publikacji jest przybliżanie i próba wyjaśnienia aktualnych problemów, z którymi spotykamy się, świadcząc profesjonalną pomoc prawną. KANCELARIA PRAWNA SNAŻYK MORDAKA RADCOWIE PRAWNI SPÓŁKA PARTNERSKA w treści publikacji nie opisuje całościowo stanu faktycznego oraz prawnego związanego z jej tematem, nie świadczy pomocy prawnej i nie ponosi odpowiedzialności za możliwe konsekwencje jakichkolwiek działań podjętych w oparciu o dostarczone w niej informacje. W celu uzyskania wyczerpujących informacji lub porady prawnej, prosimy o kontakt z Kancelarią.

Niniejsza publikacja jest chroniona prawem autorskim i stanowi przedmiot własności intelektualnej.

6	I. WPROWADZENIE
6	1.1. Definicja funduszu inwestycyjnego
7	1.2. Istota funduszu inwestycyjnego zamkniętego – zarys ogólny
9	II. ZASADY UTWORZENIA I PODSTAWY FUNKCJONOWANIA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO
9	2.1. Procedura tworzenia funduszu inwestycyjnego
11	2.2. Cel i polityka inwestycyjna funduszu inwestycyjnego zamkniętego
13	2.3. Fundusze aktywów niepublicznych
16	2.4. Wyłączenia stosowania przepisów o funduszach inwestycyjnych zamkniętych do funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych
18	2.5. Przeprowadzanie zapisów na certyfikaty inwestycyjne w niepublicznych funduszach inwestycyjnych zamkniętych
20	2.6. Kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych
21	2.7. Proces rejestracji funduszu w Rejestrze Funduszy Inwestycyjnych
22	III. ODPOWIEDZIALNOŚĆ TFI ZA ZARZĄDZANIE FUNDUSZEM INWESTYCYJNYM
22	3.1. Odpowiedzialność odszkodowawcza, w tym odpowiedzialność a powierzenie wykonywania czynności podmiotom trzecim na podstawie art. 45a i 46 Ustawy oraz odpowiedzialność podmiotów zarządzających portfelem inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego
25	3.2. Odpowiedzialność administracyjnoprawna
28	IV. ZASADY UCZESTNICTWA W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM
28	4.1. Minimalny zakres uprawnień inwestorów
32	4.2. Organy funduszu – zagadnienia wprowadzające
32	4.3. Zgromadzenie Inwestorów
34	4.4. Rada Inwestorów
36	V. POLITYKA INWESTYCYJNA W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM
36	5.1. Polityka inwestycyjna – zagadnienia ogólne
38	5.2. Dopuszczalne składniki lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego

- 39 5.3. Limity inwestycyjne, zasady dywersyfikacji lokat
- 43 5.4. Termin na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego funduszu do UFI i statutu
- 43 5.5. Zasady dokumentowania źródeł decyzji inwestycyjnych dla funduszu i zasady opracowywania strategii inwestycyjnych
- 46 5.6. Ustawowe zakazy i ograniczenia inwestycyjne

51 VI. RELACJE Z INWESTOREM W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA FUNDUSZEM INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM

- 51 6.1. Analiza standardowego modelu podejmowania decyzji inwestycyjnych w towarzystwie funduszy inwestycyjnych
- 52 6.2. Analiza modelu podejmowania decyzji inwestycyjnych w towarzystwie funduszy inwestycyjnych z udziałem inwestora FIZ
- 56 6.3. Model zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym poprzez umowę powierzenia zarządzania, w tym powierzenie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu, w skład którego wchodzi co najmniej jeden instrument finansowy

61 VII. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE WOBEC INWESTORÓW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

- 61 7.1. Dokumenty ofertowe funduszy inwestycyjnych zamkniętych
- 62 7.2. Dodatkowe informacje przekazywane przy emisji certyfikatów inwestycyjnych
- 65 7.3. Obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych wobec uczestników

68 VIII. PROMOCJA I MARKETING FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO

- 68 8.1. Zasady ogólne w zakresie prezentowania treści reklamowych dotyczących funduszy inwestycyjnych
- 68 8.2. Przekaz reklamowy
- 72 8.3. Środki zabezpieczające i sankcje administracyjne
- 73 8.4. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie prezentowania informacji o niepublicznych funduszach inwestycyjnych zamkniętych

75 IX. ZASADY DYSTRYBUCJI I OFEROWANIA TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

- 75 9.1. Podmioty uprawnione do dystrybucji certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych
- 78 9.2. Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie oferowania certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych

82	X. UPZYWILEJOWANIE CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH
82	10.1. Dopuszczalny zakres uprzywilejowania certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych
83	10.2. Świadczenia dodatkowe
85	10.3. Wypłacanie dochodów funduszu i przychodów ze zbycia lokat
87	XI. KOSZTY FUNDUSZU W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM
87	11.1. Koszty za zarządzanie (wynagrodzenie stałe, zmienne, success fee) TFI i podmiotu zarządzającego
89	11.2. Koszty depozytariusza
90	11.3. Koszty dystrybutora
91	11.4. Koszty limitowane i Nielimitowane funduszy
94	11.5. Katalog kosztów funduszu możliwy do zakwalifikowania jako koszty własne (ponoszone ze środków wniesionych przez inwestorów)
96	XII. ASPEKT PODATKOWY DZIAŁALNOŚCI FUNDUSZY I ZARZĄDZAJĄCYCH W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH
96	12.1. Zasady opodatkowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych
99	12.2. Opodatkowanie dochodów wynikających z posiadania certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych
101	12.3. Opodatkowanie dochodów wynikających z obrotu certyfikatami
101	12.4. Podatek od czynności cywilnoprawnych
103	O KANCELARII
104	AUTORZY PUBLIKACJI
107	WYKAZ SKRÓTÓW, ŹRÓDŁA PRAWA



**SNAŻYK
MORDAKA**

I.WPROWADZENIE

1.1. DEFINICJA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO



Uregulowania prawne dotyczące zasad tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych znalazły odzwierciedlenie w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U z 2018 r. poz. 1355 ze zm.) oraz aktach wykonawczych do niej.

Zgodnie z brzmieniem Ustawy, fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w Ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w Ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe.

Podstawowym zadaniem funduszy inwestycyjnych jest więc gromadzenie kapitałów pochodzących od inwestorów, a następnie lokowanie ich zgodnie z ustaloną polityką inwestycyjną (art. 3 ust. 1 UFI). Fundusze inwestycyjne zostały stworzone dla inwestorów, którzy chcieliby osiągnąć zysk na rynku finansowym, ale nie potrafią lub nie mają czasu bądź możliwości samodzielnie dokonywać analiz finansowych, na bieżąco śledzić zmian zachodzących na rynku kapitałowym, czy samemu podejmować decyzji inwestycyjnych.

Lokowanie środków pieniężnych w zinstytucjonalizowanych formach wspólnego inwestowania – jakimi są fundusze inwestycyjne – zapewnia bezpieczeństwo powierzonych środków, płynność inwestycji, profesjonalne zarządzanie, niższe koszty oraz rozproszenie ryzyka inwestycyjnego w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem na giełdzie. Fundusze stanowią także alternatywę wobec innych form inwestowania, jakimi są na przykład lokaty bankowe.

W Polsce, mamy możliwość inwestowania w dwa różne rodzaje funduszy inwestycyjnych. Są nimi:

- × Fundusze Inwestycyjne Otwarte, zwane „FIO”
- × Alternatywne Fundusze Inwestycyjne, zwane „AFI”

Przy czym warto dodać, że Alternatywne Fundusze Inwestycyjne nie tworzą jednorodnej grupy zbiorowych form lokowania aktywów. W ich ramach wyróżnia się bowiem:

- × Specjalistyczne Fundusze Inwestycyjne Otwarte, zwane „SFIO”
- × Fundusze Inwestycyjne Zamknięte, zwane „FIZ”

Alternatywnym funduszem inwestycyjnym w rozumieniu Ustawy jest również **Alternatywna Spółka Inwestycyjna**, zwana „ASI”.

1.2. ISTOTA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO – ZARYS OGÓLNY

Zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych zostały uregulowane w art. 117 – 157 UFI. Uczestnictwo w FIZ może podlegać stosunkowo największym ograniczeniom spośród wszystkich rodzajów funduszy. Fundusze zamknięte są kierowane do doświadczonych inwestorów, świadomych swoich celów inwestycyjnych i ryzyka. Jedną z podstawowych różnic między otwartymi i zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi jest **płynność tytułów** uczestnictwa oraz **czas trwania inwestycji** uczestnika funduszu. FIZ może być utworzony na **czas nieokreślony** i na **czas określony**. Zakończenie jego działalności następuje po przeprowadzeniu likwidacji skutkującej umorzeniem certyfikatów i wypłatą uczestnikom środków pieniężnych. FIZ charakteryzuje w miarę stała liczba certyfikatów, zaś jej zwiększenie może nastąpić wyłącznie w drodze kolejnych emisji certyfikatów. Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez FIZ mogą być zbywane na rynku wtórnym. FIZ mają znacznie większe możliwości inwestycyjne niż fundusze otwarte i umożliwiają swobodniejsze dopasowanie polityki inwestycyjnej do preferencji konkretnego inwestora. Oferta FIZ jest zazwyczaj kierowana do węższego kręgu uczestników, przez co cechuje się on niższą płynnością. FIZ są coraz częściej produktami dedykowanymi. Zdarza się również, że FIZy mają wyłącznie jednego uczestnika.

Dopuszczalny brak wykupów certyfikatów inwestycyjnych, należy uznać za najważniejszą cechę funduszu zamkniętego. Dzięki temu, fundusz zamknięty uzyskuje możliwość planowania swoich inwestycji z większą swobodą niż fundusz otwarty, który stale musi być w gotowości do realizacji wypłat na rzecz uczestników. Z tego powodu, fundusz otwarty jest zmuszony utrzymywać część aktywów w postaci środków pieniężnych i niepieniężnych o dostatecznie wysokiej płynności, zapewniającej szybkie uzyskanie środków w razie konieczności umorzenia jednostek uczestnictwa w ponadprzeciętnym zakresie.

Wycena certyfikatów inwestycyjnych FIZ dokonywana jest z częstotliwością nie rzadszą niż raz na trzy miesiące (art. 131 UFI). Przeważająca większość FIZ określa wysokość swoich aktywów właśnie raz na kwartał, zatem ustalenie stopy zwrotu z inwestycji w certyfikaty inwestycyjne możliwe jest, co do zasady, tylko cztery razy w roku kalendarzowym.

Wśród FIZ, zdecydowaną większość stanowią takie fundusze, które emitują wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem nie będą oferowane w drodze oferty publicznej, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, czy też wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Co istotne, utworzenie takiego funduszu nie wymaga zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego.



ZASADY UTWORZENIA I PODSTAWY FUNKCJONOWANIA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO

2.1. PROCEDURA TWORZENIA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO

„ Jedną z najważniejszych czynności na etapie tworzenia funduszu jest nadanie funduszowi statutu. Równie ważne jest zawarcie umowy z depozytariuszem, jak i wydanie zezwolenia przez Komisję Nadzoru Finansowego, które następuje w formie indywidualnego aktu administracyjnego (jednakże nie dotyczy niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego). Ponadto do czynności związanych z tworzeniem funduszu zalicza się zebranie wpłat. Ostatnim z elementów jest wpis do rejestru funduszy inwestycyjnych, który ma charakter czynności procesowej o charakterze konstytutywnym.

Wskazane wyżej czynności mają na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu na rynku funduszy inwestycyjnych i ochrony interesów podmiotów dokonujących zapisów.

Realizacja tego celu wymaga poddania całej procedury tworzenia funduszu inwestycyjnego nadzorowi sprawowanemu przez Komisję Nadzoru Finansowego, w ramach postępowania w przedmiocie zezwolenia na utworzenie funduszu, czy też nadzoru następczego realizowanego w stosunku do niektórych rodzajów funduszy inwestycyjnych. Nadzór nad tą procedurą sprawuje również **Sąd Okręgowy w Warszawie prowadzący rejestr funduszy inwestycyjnych. Przyjęte przez ustawodawcę rozwiązanie stanowi połączenie nadzoru administracyjnego i sądowego.**

Statut funduszu inwestycyjnego jest aktem założycielskim, który w zakresie przewidzianym w przepisach Ustawy reguluje organizację i sposób funkcjonowania funduszu inwestycyjnego. Nadanie funduszowi statutu prowadzi do jego zawiązania i stanowi jedną z przesłanek powstania funduszu (nabycia przez fundusz osobowości prawnej), co następuje z chwilą jego wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych. Statut zatem, ze względu na rodzaj zawartych w nim postanowień, pełni funkcję ustrojową i informacyjną.

Co do zasady, elementem koniecznym w ramach procedury tworzenia funduszu inwestycyjnego jest wymóg uzyskania **zezwolenia na utworzenie funduszu**. Celem tego działania jest ochrona interesów osób dokonujących zapisów oraz uczestników funduszu, w szerszym zaś wymiarze - ochrona bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym. Co do zasady, reglamentacja działalności funduszy inwestycyjnych została oparta na zasadzie „podwójnego zezwolenia”. Procedura licencjonowania wymaga bowiem uzyskania **zezwolenia na wykonywanie działalności towarzystwa oraz zezwolenia na utworzenie funduszu**. Jednakże, co należy wskazać, tryb postępowania (w przedmiocie udzielenia zezwolenia na utworzenie funduszu) nie jest jednolity.

Od obowiązku uzyskania zgody na utworzenie funduszu inwestycyjnego ustawodawca przewidział istotny wyjątek w art. 15 ust. 1a UFI. Wyjątek ten wprowadzono na rzecz funduszu inwestycyjnego zamkniętego, emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej, jak i dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym bądź wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (tzw. niepubliczny fundusz inwestycyjny zamknięty).

Utworzenie takiego funduszu nie wymaga zatem zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, natomiast na towarzystwo funduszy inwestycyjnych poprzez art. 15 ust. 7 UFI został nałożony obowiązek zawiadamiania Komisji o tej czynności, niezwłocznie po wpisaniu funduszu do rejestru.

Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną szczególnego typu, do której istoty działalności należy gromadzenie środków finansowych w celu dalszego ich inwestowania. Zbieranie wpłat na etapie tworzenia funduszu inwestycyjnego służy pozyskaniu środków na realizację celów inwestycyjnych funduszu. Wysokość wpłat niezbędnych do utworzenia funduszu określa jego statut, który w przypadku niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego określa łączną minimalną wpłatę do funduszu. Wpłaty do funduszu inwestycyjnego zbierane są w specyficznym trybie uregulowanym w ustawie o funduszach inwestycyjnych, w drodze publicznego, a w określonych wypadkach również niepublicznego proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych. Procedura ta określana jest w Ustawie mianem przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne.

Od zasady publicznego proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych, Ustawa przewiduje kilka istotnych wyjątków. Najistotniejszy z nich dotyczy funduszy inwestycyjnych zamkniętych emitujących niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, w odniesieniu do których sposób zbierania wpłat określa statut

funduszu (art. 15 ust. 4 UFI). Takie rozwiązanie ma na celu uelastycznienie zasad tworzenia tego rodzaju funduszy zamkniętych, które z reguły kierują ofertę inwestycyjną do oznaczonej grupy inwestorów.

Z punktu widzenia uczestnika, zakończenie inwestycji w certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego może nastąpić na kilka sposobów, tj. poprzez:

- A. | sprzedaż certyfikatu inwestycyjnego na rynku wtórnym;
- B. | sprzedaż certyfikatu w drodze umowy cywilnoprawnej;
- C. | przedstawienie certyfikatu inwestycyjnego do wykupienia funduszowi inwestycyjnemu (zgodnie z warunkami wskazanymi w statucie funduszu), wskutek którego dochodzi do umorzenia certyfikatu z mocy prawa;
- D. | rozwiązanie funduszu albo przeprowadzenie likwidacji (decyzja Rady Inwestorów, Zgromadzenia Inwestorów);
- E. | upływ terminu, na jaki został powołany fundusz inwestycyjny (w sytuacji utworzenia funduszu inwestycyjnego na czas określony).

2.2. CEL I POLITYKA INWESTYCYJNA FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO



Wśród funduszy inwestycyjnych zamkniętych, ze względu na stosowaną politykę inwestycyjną, wyróżnić można szczególne typy funduszy, którymi są: fundusze sekurytyzacyjne oraz fundusze inwestycyjne zamknięte aktywów niepublicznych.

Zajmując się problematyką funduszy inwestycyjnych zamkniętych, należy również dokonać analizy prawnej ram polityki inwestycyjnej tychże funduszy, bowiem głównym obszarem działalności TFI w zakresie zarządzania fundusza-

mi jest inwestowanie środków pieniężnych powierzonych przez uczestników funduszy. Aktywność ta jest podporządkowana regułom ogólnym postępowania, którymi są zasady polityki inwestycyjnej funduszu. Zaś jej kształt, zdeterminowany jest celem inwestycyjnym funduszu. Niezwykle istotne, z punktu widzenia inwestora, jest precyzyjne i jednoznaczne określenie w statucie zarówno celu, jak i zasad polityki inwestycyjnej funduszu, ponieważ przy podejmowaniu decyzji dotyczącej przystąpienia do funduszu nie powinien on mieć wątpliwości co do tego, jakich inwestycji może się spodziewać oraz jakie w związku z tym ponosi ryzyko.

Istotnym zagadnieniem w ramach funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest kwestia dopuszczalności zmiany celu inwestycyjnego funduszu. **W literaturze słusznie zauważono, że skoro cel inwestycyjny jest obligatoryjnym elementem statutu funduszu (art. 18 ust. 2 pkt 10 UFI), możliwa jest jego zmiana w trakcie działania funduszu, w trybie zmiany statutu. Zmiana celu inwestycyjnego funduszu pociąga za sobą również konieczność zmiany zasad polityki inwestycyjnej w odpowiednim zakresie.**

Należy ponadto pamiętać, że naczelną zasadą polityki inwestycyjnej jest dyrektywa działania w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego, sformułowana w art. 10 UFI, odnosząca się generalnie do całej działalności statutowej TFI. Zasady polityki inwestycyjnej są przedmiotem zarówno regulacji ustawowej, jak i statutowej, w odniesieniu do poszczególnych funduszy, albowiem, zgodnie z art. 20 ust. 1a UFI, statut funduszu powinien określać szczegółowe, niewynikające z przepisów Ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych. Przyjmują one najczęściej postać szczegółowych ograniczeń inwestycyjnych, w formie określonych zakazów, nakazów lub limitów. W tym miejscu kilka uwag należy poświęcić zasadzie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszu, która wraz ze wspomnianą powyżej zasadą działania w interesie inwestorów stanowi fundament ochrony środków powierzonych funduszowi przed ryzykiem ich uszczuplenia na skutek błędnych decyzji inwestycyjnych. Dywersyfikacja lokat znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu oznacza rozproszenie ryzyka związanego z tymi lokatami. Polega to, co do zasady, na takim lokowaniu środków w różne papiery wartościowe, że w sytuacji spadku kursu jednego spośród papierów znajdujących się w portfelu funduszu, do minimum ograniczone jest ryzyko inwestycyjne. Zakres finansowego zaangażowania funduszu w ten papier wartościowy, stanowi bowiem zawsze jedynie niewielki procent całości lokat. Pomijając przypadek ogólnego, długotrwałego spadku kursów wszystkich papierów wartościowych na rynku regulowanym, utrata wartości jednego z aktywów wchodzących w skład portfela funduszu jest najczęściej, czy też winna być niwelowana przez wzrost wartości pozostałych.

Rozproszenie ryzyka inwestycyjnego jest możliwe przede wszystkim dzięki:

DOKONYWANIU INWESTYCJI
W RÓŻNEGO RODZAJU PAPIERY
WARTOŚCIOWE;

ROZPROSZENIU LOKAT MIĘDZY
PRZEDSIĘBIORSTWA Z RÓŻNYCH
BRANŻ GOSPODARKI;

ROZPROSZENIU LOKAT
O CHARAKTERZE
GEOGRAFICZNYM.

Polityka inwestycyjna danego funduszu może opierać się na jednej z przedstawionych strategii inwestycyjnych bądź też łączyć elementy wszystkich trzech. Wówczas, rozproszenie ryzyka następuje przez alokację inwestycji między różne rodzaje aktywów, podzielonych według różnych kryteriów. W ten właśnie sposób ryzyko związane z inwestycjami dokonywanymi przez fundusz zostaje potencjalnie ograniczone do minimum.

2.3. FUNDUSZE AKTYWÓW NIEPUBLICZNYCH



Jednym ze szczególnych typów funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jak wskazano powyżej, są fundusze aktywów niepublicznych.

Cel inwestycyjny oraz polityka, charakteryzująca tego typu fundusze, powinny opierać się na standardach wskazanych w **art. 196 ust. 1 pkt 1 i 2 UFI, z zachowaniem zasad zawartych w art. 20 UFI**. Wprowadzenie szczegółowych normatywnych regulacji w zakresie funduszy aktywów niepublicznych jest efektem tego, iż najczęściej z funkcjonowaniem takich funduszy związane jest większe ryzyko niż z innymi funduszami typu zamkniętego. Należy także zauważyć, iż regulacje Ustawy dopuszczają wypłacanie przez ten fundusz środków pochodzących ze zbycia lokat, co także odróżnia je od innych funduszy zamkniętych.

Ustawodawca formułuje podstawowy warunek co do formy, wskazując, iż fundusz aktywów niepublicznych może działać jako fundusz zamknięty bądź jako specjalistyczny fundusz otwarty stosujący zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego. Tylko te dwie formy są dopuszczalne dla funkcjonowania funduszu aktywów niepublicznych. Zmiana formy funkcjonowania funduszu wykraczająca poza te dwie ustawowo dopuszczalne oznacza brak możliwości uznania, że mamy do czynienia w tym zakresie z funduszem aktywów niepublicznych. Jednocześnie przy wyborze którejkolwiek z tych form, konieczne jest zachowanie reguł wskazanych w przepisach regulujących wymogi dotyczące funduszy zamkniętych lub dotyczące specjalistycznych fun-

funduszy otwartych stosujących zasady funduszu zamkniętego. Oznacza to, iż do funduszu aktywów niepublicznych, w zakresie nieuregulowanym w art. 196-199 UFI, znajdą zastosowanie przepisy regulujące funkcjonowanie funduszy zamkniętych bądź specjalistycznych funduszy otwartych stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego. Przyjęcie innej wykładni nie odpowiada istocie funduszu aktywów niepublicznych.

Dodatковым warunkiem istnienia funduszy aktywów niepublicznych jest zachowanie ustawowych zasad w zakresie lokowania aktywów przez fundusz.

80%

Pierwszym warunkiem jest norma ilościowa zawarta w art. 196 ust. 1 UFI, wskazująca, iż fundusz lokuje co najmniej 80% wartości swoich aktywów w aktywa inne niż określone w pkt 1 i 2 tegoż przepisu. Niezasadne wydaje się powtarzanie tego limitu ilościowego w statucie funduszu, skoro jest to element zawarty w Ustawie jako norma bezwzględnie obowiązująca. Jednakże, **praktyka rynkowa poprzedzona stanowiskiem KNF poszła w kierunku każdorazowego określania w statucie limitu, o którym mowa w art. 196 ust. 1 UFI.**

Ustawodawca trafnie wskazał, że warunkiem wystarczającym jest lokowanie aktywów funduszu w aktywa inne niż papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym oraz instrumenty rynku pieniężnego. W tym zakresie, to od polityki inwestycyjnej funduszu zależy, w jaki sposób będzie lokował aktywa i w tej kwestii nie określono żadnych normatywnych ograniczeń. Nie można jednak wykluczyć, a nawet za prawidłową należy uznać praktykę doprecyzowywania tych zagadnień w statucie, tj. co do rodzaju aktywów, w jakie fundusz może dokonywać inwestycji. Bez wątplenia wzmocni to zaufanie uczestników do samego funduszu i jego działań, zwłaszcza że działania funduszu aktywów niepublicznych zawsze związane są ze zwiększonym ryzykiem.

20%

Powyższe uwagi należy, na zasadzie analogii, odnieść do pozostałych 20% aktywów lokowanych przez fundusz, które nie są przedmiotem regulacji ustawowej.

Nie powinna stwarzać większych problemów definicja pozytywna w zakresie **papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym czy też będących przedmiotem publicznej oferty.** W tym zakresie decydujące znaczenie mają bowiem definicje zawarte w art. 2 pkt 22a, 34 oraz 38 UFI. Warto wskazać, iż **zakaz inwestowania przez fundusz w te aktywa musi istnieć „tylko” w momencie lokowania aktywów przez fundusz.** Warto dodatkowo zaznaczyć, iż **dotyczy to w takim samym stopniu normy ilościowej.**

Innymi słowy, fundusz aktywów niepublicznych w momencie lokowania aktywów na bieżąco musi znać ilość środków, jakie może lokować w inne aktywa niż te wskazane w art. 196 ust. 1 pkt 1 i 2 UFI. Sam fakt, iż papiery wartościowe po ulokowaniu w nich aktywów funduszu staną się następnie przedmiotem czy to oferty publicznej, czy też obrotu na rynku regulowanym, nie powoduje, iż tracą swój status, a tym samym nie pociąga za sobą konieczności np. ich zbywania przez fundusz celem zachowania statusu funduszu aktywów niepublicznych. Dopuszczalne jest bowiem zachowanie limitu i statusu funduszu aktywów niepublicznych także wtedy, gdy papiery wartościowe stały się przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz i także wtedy, gdy takowe walory przekroczą limit 80% aktywów funduszu. W tym zakresie ustawa o funduszach inwestycyjnych nie obliguje do modyfikacji portfela funduszu.

W efekcie może się zdarzyć, iż wymóg ilościowy jest spełniony tylko w tym jednym konkretnym momencie, jakim jest lokowanie aktywów przez fundusz. Późniejsze czynności odnoszące się do papierów wartościowych nie powodują już zmiany statusu funduszu. W tym zakresie, w statucie funduszu aktywów niepublicznych należałoby jedynie doprecyzować, jaka data będzie uznana za „dzień lokowania”. Zasadne jest przyjęcie, iż będzie to **dzień zakupu określonych aktywów.**

Analogiczne uwagi co do normatywnego zakazu lokowania aktywów przez fundusz aktywów niepublicznych oraz obowiązującego limitu ilościowego należy odnieść do art. 196 ust. 1 pkt 2 UFI w zakresie dotyczącym instrumentów rynku pieniężnego. Ustawa w art. 2 pkt 21 zawiera definicję legalną instrumentów rynku pieniężnego.

Fundusz aktywów niepublicznych nie może także lokować aktywów w instrumenty rynku pieniężnego, przy czym zakaz ten ma charakter względny. Ustawa o funduszach inwestycyjnych dopuszcza bowiem taką możliwość w sytuacji, gdy instrumenty rynku pieniężnego zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodzi w skład portfela inwestycyjnego funduszu. Oznacza to, iż przed dokonaniem emisji instrumentów rynku pieniężnego, fundusz, aby ulokować swoje aktywa w instrumenty rynku pieniężnego, musi uprzednio w składzie portfela posiadać akcje lub udziały spółek niepublicznych (innych niż spółki publiczne w rozumieniu art. 4 pkt 20 Ustawy o ofercie). Innymi słowy, warunkiem koniecznym dopuszczalnego odstępstwa jest posiadanie przez emitenta statusu spółki niepublicznej oraz już uprzednie posiadanie akcji lub udziałów tej spółki przez fundusz aktywów niepublicznych. Dopiero łączne spełnienie tych warunków pozwala na zachowanie wymogów sformułowanych w Ustawie o funduszach inwestycyjnych w odniesieniu do funduszu aktywów niepublicznych.

Dopełnieniem regulacji w zakresie funduszy aktywów niepublicznych jest przepis dotyczący obligatoryjnego zapisu, który musi zawierać statut. Niezależnie bowiem od formy, jaką fundusz aktywów niepublicznych przyjmie, **jeżeli ma zamiar prowadzić działalność jako fundusz aktywów niepublicznych, jest obowiązany wskazać tę cechę w statucie. Jednakże nie ma ustawowego wymogu, aby ta cecha była wyrażona w nazwie funduszu.**

Ustawa o funduszach inwestycyjnych wskazuje, że w statucie funduszu ma być wskazany nawet sam zamiar funkcjonowania jako fundusz aktywów niepublicznych. Stąd też w toku jego tworzenia powinna być znana strategia i cel powołania funduszu, który ma się znaleźć w statucie jako jego element obligatoryjny.

Analizując tematykę funduszy aktywów niepublicznych, konieczne jest w pierwszej kolejności sięgnięcie po przepisy art. 196-199 UFI, a następnie uzupełnienie ich o reguły zawarte w Ustawie o funduszach inwestycyjnych, odnoszące się do funduszy inwestycyjnych zamkniętych bądź specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, ale stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego. Także w sytuacji, gdy fundusz aktywów niepublicznych przewiduje możliwość wypłacania dochodów dla uczestników, zasady dokonywania wypłat tych dochodów są obligatoryjnym elementem statutu funduszu (art. 18 ust. 2 pkt 13 UFI), o czym w dalszej części Poradnika.

2.4. WYŁĄCZENIA STOSOWANIA PRZEPISÓW O FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH DO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH AKTYWÓW NIEPUBLICZNYCH



Dopełnieniem regulacji zawartych w zakresie funkcjonowania funduszy aktywów niepublicznych są wyłączenia w stosowaniu zasad ogólnych dotyczących zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Nie wszystkie bowiem reguły ogólne mogą znaleźć zastosowanie do funduszy aktywów niepublicznych z uwagi na specyfikę ich działania. Ponadto niektóre instytucje czy też ograniczenia dotyczące zamkniętych funduszy inwestycyjnych muszą być zmodyfikowane w zakresie odnoszącym się do funduszu aktywów niepublicznych.

WYŁĄCZENIA ART. 145 UST. 3 UFI W ZAKRESIE FUNDUSZY AKTYWÓW NIEPUBLICZNYCH:

Stosownie do dyspozycji art. 197 ust. 1 UFI, w przypadku gdy zgodnie z wnioskiem do KNF o zatwierdzenie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego funduszu zamkniętego mają być oferowane certyfikaty inwestycyjne więcej niż jednej emisji w terminie wskazanym w statucie funduszu, do czasu upływu tego terminu nie obowiązuje limit inwestycyjny dotyczący dopuszczalności nabywania papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego wyemitowanych przez jeden podmiot, wierzycelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie łącznie w maksymalnej wysokości 20% wartości aktywów funduszu. Powyższego limitu nie stosuje się również w przypadku, gdy do określonego w statucie funduszu aktywów niepublicznych dnia rozpoczęcia likwidacji funduszu pozostało nie więcej niż 36 miesięcy (art. 197 ust. 3 UFI).

MODYFIKACJA TERMINÓW DLA FUNDUSZY AKTYWÓW NIEPUBLICZNYCH:

Kolejna instytucja, która została zmodyfikowana w regulacjach art. 197 ust. 2 UFI w zakresie funkcjonowania funduszy aktywów niepublicznych, dotyczy zawartych w art. 148 ust. 3 oraz art. 157 ust. 3 UFI terminów. W tych dwóch przypadkach, fundusz aktywów niepublicznych ma **wyłużony termin do 36 miesięcy**, w pierwszym przypadku z 24 miesięcy, a w drugim z 12 miesięcy. W tym zakresie nie ma wątpliwości, iż ustawodawca w uprzywilejowany sposób odniósł się do zagadnień związanych z funkcjonowaniem funduszu aktywów niepublicznych, uwzględniając ich charakter i specyfikę.

W kontekście powyższego należy więc wskazać, że zgodnie z dyspozycją art. 157 ust. 3 UFI:

„Fundusz inwestycyjny zamknięty jest obowiązany dostosować strukturę portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w ustawie oraz statucie funduszu w terminie 12 miesięcy od dnia rejestracji funduszu, z zastrzeżeniem art. 197 ust. 2.”;

Zaś zgodnie z dyspozycją art. 148 ust. 3 UFI:

„Fundusz inwestycyjny zamknięty jest obowiązany nabyć wszystkie nieruchomości zgodnie z określonymi w statucie funduszu zasadami dywersyfikacji lokat w terminie 24 miesięcy od dnia rejestracji funduszu, z zastrzeżeniem art. 197 ust. 2.”

Podczas gdy, art. 197 ust. 2 UFI stanowi, iż:

„W przypadku funduszu inwestycyjnego aktywów niepublicznych termin określony w art. 148 ust. 3 lub art. 157 ust. 3 wynosi 36 miesięcy.”

Powyższe oznacza, że w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych wydłużony został do 36 miesięcy termin wykonania obowiązków:

- × **nabycia wszystkich nieruchomości** zgodnie z określonymi w statucie funduszu zasadami dywersyfikacji lokat;
- × **dostosowania struktury portfela inwestycyjnego** do wymagań określonych w UFI (w szczególności z zachowaniem warunków określonych w art. 196 UFI) oraz statucie funduszu (art. 197 ust. 2 UFI).

Na marginesie należy dodać, że odnosząc się do terminu wskazanego w art. 197 ust. 2 UFI – tj. 36 miesięcznego, należy bezwzględnie stosować go do limitów ilościowych i rodzajowych, o których mowa w art. 196 UFI, bowiem literalnie art. 197 ust. 2 odnosi się do funduszy inwestycyjnych aktywów niepublicznych, które zostały zdefiniowane w art. 196 ust. 1 UFI.

Należy mieć na uwadze, iż ww. okres dostosowawczy nie jest okresem, w którym fundusze inwestycyjne mają pełną dowolność w obieraniu kierunku swojej działalności i polityki inwestycyjnej, a ich działania powinny zmierzać do dostosowania struktury portfela inwestycyjnego do wymagań określonych w Statucie i Ustawie. Praktyka rynkowa pokazuje, iż Komisja Nadzoru Finansowego na bieżąco nadzoruje kierunek dostosowywania działalności funduszy pod te wymogi. Istnieją przypadki, w których KNF uznaniowo wysłała do podmiotów zarządzających takimi funduszami zapytania w przedmiocie „etapu” na jakim się znajduje dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego, w szczególności zapytania jakie czynności podejmuje Towarzystwo w celu dostosowania przekroczeń limitów inwestycyjnych na dzień następujący po dniu zakończenia okresu dostosowawczego.

2.5. PRZEPROWADZANIE ZAPISÓW NA CERTYFIKATY INWESTYCYJNE W NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH



W aktualnym stanie prawnym, tryb przeprowadzania zapisów nie jest regulowany na poziomie statutu, lecz dokumentów ofertowych funduszu, jakimi są prospekt emisyjny, memorandum informacyjne czy warunki emisji.

Jednakże postanowienia zawarte w tych dokumentach muszą być zgodne z bezwzględnie obowiązującymi przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych. Należy do nich zaliczyć normy dotyczące przedmiotu wpłat łączące zapis z wpłatą, a także normy zakazujące dysponowania wpłatami.

Przedmiotem wpłat do funduszu inwestycyjnego powinny być zasadniczo środki pieniężne. Wynika to z istoty działania funduszu (art. 3 UFI), którego wyłącznym przedmiotem działalności powinno być lokowanie środków pieniężnych zgromadzonych w drodze proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych. Jednakże w treści art. 7 ust. 2 UFI ustawodawca dopuścił pewne odstępstwa, przede wszystkim na rzecz zdematerializowanych papierów wartościowych, które mogą być wnoszone do każdego rodzaju funduszu, o ile statut funduszu tak stanowi.

Zgodnie zatem z dyspozycją art. 7 ust. 2 UFI, do funduszu inwestycyjnego mogą być wniesione:

- × **zdematerializowane papiery wartościowe**
- jeżeli statut funduszu tak stanowi;

- × **inne niż zdematerializowane papiery wartościowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub prawa**, o których mowa w art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 UFI
- jeżeli ustawa oraz statut funduszu tak stanowią,

dalej zwane łącznie: „Aktywami Wnoszonymi”.

Ustawa stwarza takie możliwości wyłącznie w stosunku do zamkniętych funduszy inwestycyjnych (art. 128 ust. 1 UFI). Intencją ustawodawcy było bowiem umożliwienie przystąpienia do funduszu osobom, które posiadają tego rodzaju aktywa, ale w momencie prowadzenia zapisów ich spieniężenie jest niemożliwe, znacznie utrudnione lub nieopłacalne albo też osoby te nie są zainteresowane dalszym samodzielnym zarządzaniem tymi aktywami. Wpłaty do funduszu wnoszone są co do zasady w walucie polskiej. Jednakże, w przypadku gdy aktywa funduszu mogą być wyceniane, a zobowiązania ustalane w określonej w statucie funduszu walucie obcej, dopuszcza się, aby także wpłaty do funduszu były dokonywane w tej samej walucie (art. 13 ust. 3 UFI).

Jak już wskazano powyżej, jednym z etapów tworzenia funduszu inwestycyjnego jest zebranie przez TFI wpłat do funduszu, określane w ustawie o funduszach inwestycyjnych mianem przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne.

Wpłaty wnoszone przez inwestorów, których odzwierciedlenie stanowią certyfikaty inwestycyjne, składają się na masę majątkową funduszu, która umożliwia dokonywanie inwestycji zgodnie z ideą wspólnego inwestowania.

Dokonując analizy przedmiotowego zagadnienia, na przykładzie niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, należy również podkreślić, co wyżej wskazano, że tryb przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne jest określony w Warunkach Emisji, jako dokumencie ofertowym danej emisji certyfikatów inwestycyjnych, podczas gdy łączną minimalną wysokość wpłat do funduszu należy określić na poziomie statutu funduszu.

Do dnia przydziału certyfikatów inwestycyjnych wpłaty w wysokości iloczynu liczby certyfikatów, na które dokonano zapisy i ceny emisyjnej certyfikatu, nie powiększają wartości aktywów funduszu. Oznacza to, że fundusz nie może rozporządzać tymi wpłatami, pożytkami z tych wpłat ani kwotami z tytułu oprocentowania. Wartość aktywów funduszu, stanowiąca masę majątkową funduszu, nie jest zwiększana przez wpłaty z tytułu opłaty manipulacyjnej, pożytki z tych wpłat oraz kwoty z tytułu oprocentowania tych wpłat. Przed dniem przydziału certyfikatów inwestycyjnych towarzystwo nie może rozporządzać wpłatami do funduszu na certyfikaty inwestycyjne, pobranymi opłatami manipulacyjnymi ani kwotami z tytułu oprocentowania tych wpłat lub pożytkami, które przynoszą te wpłaty. Przydział certyfikatów inwestycyjnych, następuje na podstawie złożonych ważnych zapisów.

Po dokonaniu przydziału certyfikatów inwestycyjnych, wpłaty z tytułu opłaty manipulacyjnej, pożytki z tych wpłat oraz kwoty z tytułu oprocentowania tych wpłat przekazywane są TFI będącemu organem określonego funduszu inwestycyjnego. Prawidłowo wypełniony zapis, który został nadpłacony, jest ważny i dotyczy takiej liczby certyfikatów inwestycyjnych, jaka wynika z prawidłowo wypełnionego zapisu. Nadpłata dokonana przez uczestnika nie powoduje zaś nieważności.

2.6. KOLEJNE EMISJE CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH



Rozpoczęcie przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnych emisji wymaga wskazania w statucie funduszu w odniesieniu do każdej z tych emisji: łącznej minimalnej wysokości wpłat do funduszu, rodzajów praw majątkowych, które mogą być przedmiotem wpłat do funduszu. Ponadto statut funduszu powinien określać termin przyjmowania wpłat, który w świetle obowiązujących przepisów nie może być dłuższy niż 2 miesiące.

Zgodnie z dyspozycją art. 127 UFI, statut niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego może dopuszczać możliwość jednoczesnego przeprowadzania kilku emisji certyfikatów inwestycyjnych. W ocenie KNF ich liczba nie może przekraczać dziewięciu.

Statut funduszu inwestycyjnego powinien ponadto wskazywać, czy dotychczasowym posiadaczom certyfikatów przysługuje prawo pierwszeństwa objęcia certyfikatów kolejnych emisji.

Zasady przydziału certyfikatów inwestycyjnych powinny zostać szczegółowo określone w statucie funduszu inwestycyjnego.

2.7. PROCES REJESTRACJI FUNDUSZU W REJESTRZE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH



Kluczowym elementem procedury tworzenia funduszu inwestycyjnego jest wpis do Rejestru Funduszy Inwestycyjnych.

Rejestr ten jest prowadzony przez Sąd Okręgowy w Warszawie. Jeżeli w terminie na dokonanie zapisów na certyfikaty inwestycyjne dokonano wpłat w wysokości określonej w statucie, towarzystwo, w terminie 14 dni od dnia zakończenia przyjmowania zapisów, przydziela certyfikaty inwestycyjne. Zaś wniosek o dokonanie wpisu funduszu inwestycyjnego do rejestru powinien zostać złożony przez towarzystwo niezwłocznie po dokonaniu przydziału certyfikatów inwestycyjnych pierwszej emisji.

Warto wskazać, że wpis funduszu do rejestru ma charakter konstytutywny, ponieważ z chwilą jego dokonania fundusz nabywa osobowość prawną.



ODPOWIEDZIALNOŚĆ TFI ZA ZARZĄDZANIE FUNDUSZEM INWESTYCYJNYM

3.1. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ODSZKODOWAWCZA, W TYM ODPOWIEDZIALNOŚĆ ZA POWIERZENIE WYKONYWANIA CZYNNOŚCI PODMIOTOM TRZECIM NA PODSTAWIE ART. 45A I 46 USTAWY ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚĆ PODMIOTÓW ZARZĄDZAJĄCYCH PORTFELEM INWESTYCYJNYM FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO

” W kwestii odpowiedzialności należy wskazać na wstępie, że należyte sprawowanie funkcji organu funduszu inwestycyjnego przez towarzystwo, a ściślej mówiąc wypełnianie nałożonych w drodze Ustawy obowiązków w zakresie zarządzania i reprezentacji funduszu, stanowi konieczny warunek wzrostu ekonomicznego tegoż funduszu. W razie wystąpienia nieprawidłowości w działalności organu zarządzającego, bezpośrednio konsekwencje jego błędnych decyzji ponoszą uczestnicy funduszu oraz sam fundusz inwestycyjny jako osoba prawna. Okoliczności te uzasadniały potrzebę objęcia towarzystwa szczególnym reżimem odpowiedzialności odszkodowawczej, który uwzględnia specyfikę konstrukcji zarządzania funduszem inwestycyjnym.

Mianowicie, stosownie do art. 64 ust. 1 UFI: „Towarzystwo odpowiada wobec (...) uczestników funduszu inwestycyjnego za wszelkie szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem swoich obowiązków w zakresie zarządzania (...) funduszem i jego reprezentacji, chyba że niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków jest spowodowane okolicznościami, za które towarzystwo odpowiedzialności nie ponosi”, przy czym powierzenie przez towarzystwo wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej nie ogranicza odpowiedzialności towarzystwa (art. 64 ust. 3 UFI).

Jednocześnie, zgodnie z treścią art. 64 ust. 2 UFI, **fundusz nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe z wyżej opisanych przyczyn**. Przepisy te stanowią więc podstawę odpowiedzialności odszkodowawczej TFI wobec uczestników funduszu inwestycyjnego, określając jej zakres oraz przesłanki jej wyłączenia, stanowiąc jednocześnie szczególne unormowanie w zakresie

odpowiedzialności odszkodowawczej w stosunku do odpowiednich uregulowań Kodeksu Cywilnego. Rozpatrując charakter tej odpowiedzialności, można również wskazać, że art. 64 UFI uregulował szczególny tryb odpowiedzialności kontraktowej, mimo że stroną zobowiązaną do naprawienia szkody nie jest fundusz jako strona stosunku umownego z jego uczestnikiem. W ten sposób ułatwione jest skuteczne dochodzenie roszczeń przez uczestników funduszy, skoro obowiązuje zasada domniemania winy towarzystwa. Na uprawnionych spoczywa jedynie obowiązek udowodnienia:

× **faktu naruszenia przez towarzystwo obowiązków określonych Ustawą lub statutem;**

× **faktu zaistnienia szkody po stronie uprawnionych;**

× **związku przyczynowego między naruszeniem obowiązków a zaistniałą szkodą.**

Ponieważ art. 64 UFI nie przewiduje szczególnego unormowania w zakresie miary staranności towarzystwa przy wykonywaniu obowiązków, to zgodnie z normą wynikającą z art. 473 w zw. z art. 355 § 2 KC, jest ono odpowiedzialne za niedochowanie należytej staranności, przy uwzględnieniu zawodowego charakteru działalności prowadzonej przez towarzystwo. Odpowiedzialność towarzystwa opiera się więc na zasadzie winy w postaci co najmniej niedbalstwa, czyli zwykłej formy winy nieumyślnej. Uwolnienie się towarzystwa od odpowiedzialności przewidzianej w art. 64 UFI może nastąpić tylko w razie wykazania, że szkoda po stronie uczestników funduszu jest następstwem okoliczności, za które towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności, zgodnie z dyspozycją przepisu art. 64 ust. 1 UFI.

Skutkiem powyższego, ewentualne szkody w aktywach funduszu nie zostaną zrekomensowane przez TFI. Odnosząc się zaś do regulacji art. 64 ust. 2 UFI, należy podkreślić raz jeszcze, że fundusz inwestycyjny jest zwolniony od obowiązku naprawienia szkody powstałej z winy TFI. **W miejsce funduszu, będącego stroną stosunku zobowiązaniowego z uczestnikami, ustawodawca wprowadził TFI.** Jakkolwiek art. 64 ust. 1 UFI wskazuje, że TFI ponosi odpowiedzialność wyłącznie za nienależyte wykonanie „swoich obowiązków” to, opierając się na analizie systemowej Ustawy, przyjąć należy, że zakres tej odpowiedzialności obejmuje zarówno obowiązki TFI, jak i funduszu inwestycyjnego. Wykładnia językowa wskazanego zapisu prowadziłaby bowiem do mylnego wniosku, że za szkody wynikłe z nienależytego wykonania obowiązków funduszu nie odpowiada TFI,

lecz fundusz ze zgromadzonych aktywów. Powyższej interpretacji nie da się zaś uzasadnić, mając na uwadze wzajemne relacje wskazanych wyżej podmiotów.

Szczególny status TFI, na gruncie szczególnego reżimu odpowiedzialności odszkodowawczej TFI i zakresu obowiązków przynależnych TFI, stanowi przesłankę stosowania wobec niego podwyższonych kryteriów oceny jego działalności. M.in. z tego względu, zgodnie z treścią art. 64 ust. 3 UFI, odpowiedzialność TFI nie ulega wyłączeniu w odniesieniu do szkód powstałych w związku z konkretnymi czynnościami powierzonymi do wykonania podmiotom trzecim.

Zgodnie bowiem z treścią art. 45a ust. 1 Ustawy, TFI w drodze umowy zawartej w formie pisemnej, może powierzyć przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu wykonywanie czynności związanych z działalnością prowadzoną przez to TFI – umowa powierzenia.

W tym miejscu warto wskazać, iż Ustawa dopuszcza powierzenie podmiotowi trzeciemu wykonania czynności związanych z działalnością prowadzoną przez TFI (zgodnie z treścią art. 45a i 46 UFI), w tym powierzenie części uprawnień TFI w zakresie zarządzania aktywami funduszu, w tym portfelem inwestycyjnym funduszu, portfelem inwestycyjnym funduszu aktywów niepublicznych, portfelem inwestycyjnym funduszu sekurytyzacyjnego (tj. w zakresie zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego - zgodnie z treścią art. 192 ust. 1 UFI) oraz nieruchomościami wchodzącymi w skład portfela inwestycyjnego funduszu. Zgodnie z art. 45a ust. 5 UFI, zawarcie umowy powierzenia w odniesieniu do konkretnych czynności nie zwalnia TFI z odpowiedzialności odszkodowawczej związanej z niewykonaniem lub nieprawidłowym wykonaniem powierzonych czynności, jakkolwiek zgodnie z treścią art. 45a ust. 6 UFI za takie szkody TFI odpowiada solidarnie wraz z podmiotem trzecim, z którym zawarło umowę powierzenia, a w przypadku dalszego przekazania również z tym podmiotem. Podmioty te mogą uniknąć kary wyłącznie poprzez wykazanie, że szkoda jest wynikiem okoliczności, za które nie ponoszą odpowiedzialności.

Artykuł 45a ust. 5 i 6 UFI, w związku z zawarciem przez TFI umowy powierzenia, wprowadza więc szczególne w stosunku do określonych w art. 64 ust. 1 UFI zasady odpowiedzialności odszkodowawczej wobec uczestników funduszu. Odpowiedzialność TFI ma więc charakter solidarny z podmiotem, któremu powierzyło wykonanie konkretnej czynności. Tym samym w przypadku konieczności poniesienia przez TFI określonych kosztów tytułem odszkodowania za niewykonanie lub nienależyte wykonanie powierzonych czynności przez podmiot trzeci, TFI może wystąpić wobec tego podmiotu z roszczeniem regresowym.

Ponadto dokonując analizy odpowiedzialności towarzystwa funduszy inwestycyjnych należy wskazać również na uprawnienia KNF (określone na mocy Ustawy), w zakresie stosowania sankcji administracyjnych wobec podmiotów nadzorowanych. Unormowanie art. 227a UFI, wprowadzone do Ustawy, na mocy nowelizacji z 23 listopada 2012 r., obowiązujące począwszy od 1 lutego 2013 r., reguluje bowiem stosunkowo nowy rodzaj środka nadzoru stosowanego przez KNF względem wymienionych w tym przepisie podmiotów bezpośrednio lub pośrednio związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych (w tym: depozytariusze, dystrybutorzy, agenci transferowi, podmioty którym TFI powierzyło wykonywanie określonych czynności na podstawie art. 45a UFI). Tym nowym środkiem nadzoru jest nakaz zaprzestania określonych działań prowadzonych przez te podmioty, wydawany w formie decyzji administracyjnej, której KNF może nadać rygor natychmiastowej wykonalności w trybie art. 12 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (mający charakter *lex specialis* wobec art. 108 K.P.A.), jeżeli przemawia za tym ważny interes uczestników rynku kapitałowego lub konieczność zapobieżenia zagrożeniu prawidłowego funkcjonowania tego rynku.

Nakaz zaprzestania określonych działań znajduje zastosowanie niezależnie od ewentualnie zastosowanych przez KNF sankcji administracyjnych wymienionych w przepisach art. 228, art. 229a, art. 229b, art. 232–234, art. 259, art. 259a, art. 273 i art. 276g. UFI (art. 227a ust. 2 UFI).

3.2. ODPOWIEDZIALNOŚĆ ADMINISTRACYJNOPRAWNA



W dniu 4 czerwca 2016 r. weszła w życie nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych (ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw – Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która dokonała m.in. rewizji sankcji i środków administracyjnych, co w ocenie Ministerstwa Finansów winno w sposób prewencyjny przeciwdziałać naruszeniu prawa przez zarządzających funduszami inwestycyjnymi. Ponadto w ocenie Ministerstwa Finansów zastosowane rozwiązania wpisują się w tendencję prawodawcy europejskiego do ujednolicania w państwach europejskich dolnego pułapu sankcji administracyjnych oraz minimalnego wykazu kryteriów nakładania takich sankcji.

W wyniku rozłączenia zakresów dotychczasowego zezwolenia na prowadzenie działalności przez TFI na dwa odrębne zezwolenia – **rozdzielono także określone w art. 228 ust. 1 UFI, przesłanki zastosowania wobec TFI sankcji administracyjnych obejmujących m.in. cofnięcie zezwolenia.** Wychodząc jednak od kwestii podstawowych, wskazać należy, iż pod rządami znowelizowanej Ustawy, na mocy art. 45 ust. 1:

„Przedmiotem działalności towarzystwa jest wyłącznie tworzenie funduszy inwestycyjnych otwartych lub funduszy zagranicznych, zarządzanie nimi, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych”.

Jak wskazano powyżej, **znowelizowany art. 228 UFI**, określający przesłanki zastosowania wobec TFI sankcji administracyjnych, dostosowano do nowych regulacji wprowadzających dla TFI dwa odrębne zezwolenia na prowadzenie działalności. Z podstawowym charakterem zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwa wiąże się sankcja za wszystkie nieprawidłowości w działalności TFI z wyjątkiem tych, które jednoznacznie są związane z działalnością w zakresie dotyczącym SFIO, FIZ lub unijnych AFI albo działalności dodatkowej. Sankcje, które może nałożyć KNF:

× **cofnięcie zezwolenia;**

× **nałożenie kary pieniężnej** w wysokości do 20 949 500 zł lub kwoty stanowiącej równowartość 10% całkowitego rocznego przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy, a w przypadku braku takiego sprawozdania – karę pieniężną w wysokości do 10% prognozowanego całkowitego rocznego przychodu określonego w przedłożonej Komisji analizie ekonomiczno-finansowej;

× **zastosowanie łącznie obu sankcji.**

Towarzystwo naraża się na utratę wyłącznie „dodatkowego” zezwolenia w przypadku gdy:

A. | narusza przepisy prawa regulujące działalność wyłącznie w zakresie dotyczącym alternatywnych funduszy inwestycyjnych;

- B. | nie wypełnia warunków określonych w zezwoleniu na zarządzanie alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi lub zgodnie udzielonej przez Komisję;
- C. | przekracza zakres tego zezwolenia lub narusza interes uczestników specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, uczestników funduszu inwestycyjnego zamkniętego lub inwestorów unijnego AFI.

W takiej sytuacji KNF może nałożyć na nie następujące sankcje:

- × **ograniczenie zakresu wykonywanej działalności zarządzania** alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w zakresie strategii inwestycyjnych, które mogą stosować alternatywne fundusze inwestycyjne, którymi zarządza lub może zarządzać TFI;
- × **cofnięcie zezwolenia**;
- × **nałożenie kary pieniężnej** do wysokości 5 000 000 zł;
- × **zastosowanie łącznie**: sankcji ograniczenia zakresu wykonywanej działalności i sankcji pieniężnej albo cofnięcie zezwolenia i nałożenie kary pieniężnej.

W przypadku gdy naruszenie, o którym mowa powyżej jest rażące, KNF wydając decyzję o cofnięciu zezwolenia „dodatkowego”, może również cofnąć towarzyszący zezwoleniu na wykonywanie działalności określonej w art. 45 ust. 1 UFI, czyli zezwolenie „podstawowe”.



IV. ZASADY UCZESTNICTWA W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM

4.1. MINIMALNY ZAKRES UPRAWNIEŃ INWESTORÓW

” Sytuację prawną uczestnika funduszu inwestycyjnego w największym stopniu determinują uprawnienia przysługujące mu z tytułu wierzytelności pieniężnej, jaką ma w stosunku do funduszu. Wierzytelność ta powstaje wskutek wniesienia przez uczestnika wkładu na nabycie certyfikatów inwestycyjnych danej emisji. Wysokość wniesionego wkładu na certyfikaty inwestycyjne pozwala na obliczenie wartości roszczenia majątkowego przysługującego mu w danej chwili względem funduszu. Realizacja tego roszczenia jest zabezpieczona mieniem (aktywami) funduszu, które obejmuje wkłady wniesione przez uczestników FIZ.

Obok głównego roszczenia majątkowego uczestnika do funduszu, wyróżnia się również następujące uprawnienia:

- A. | Roszczenie o wydanie certyfikatów inwestycyjnych, które powstaje z chwilą dokonania wpłaty na poczet tytułów uczestnictwa.
- B. | Po właściwym wydaniu i przydziale certyfikatów inwestycyjnych, uczestnik funduszu zamkniętego, w którego statucie przewidziano prawo żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych, **może domagać się od funduszu wykupienia w pełni opłaconych certyfikatów**, po cenie równej wartości aktywów netto według wyceny aktywów z dnia wykupu. Statut może określać zarówno wykup dobrowolny (korzystniejszy dla uczestnika), jak również wykup przymusowy.
- C. | W dalszej kolejności uczestnikom funduszu zamkniętego, jako posiadaczom papierów wartościowych, przysługuje - co do zasady - **prawo zbycia tytułów uczestnictwa w obrocie**

wtórny, co z kolei nie jest możliwe w przypadku uczestników funduszu typu otwartego, ponieważ ich tytuły uczestnictwa nie są zbywalne.

D. | **Bardzo istotnym dla uczestnika uprawnieniem**, ale występującym nie we wszystkich funduszach, jest roszczenie o wypłatę dochodów funduszu bez konieczności umarzania certyfikatów. Mechanizm ten jest podobny do wypłacania dywidendy, z tym że fundusze nie są ograniczone taką możliwością jedynie raz w roku.

E. | W przypadku funduszy zamkniętych aktywów niepublicznych, **ich statuty mogą ponadto przewidywać wypłacanie na rzecz uczestników funduszu przychodów ze zbycia lokat funduszu**, pomniejszonych o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbyciem lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego. W przypadku takiego uprawnienia, statut funduszu powinien określać szczegółowo:

1. | warunki oraz tryb dokonywania wypłat przychodów na rzecz uczestników funduszu, w tym kategorii przychodów funduszu podlegających wypłacie, sposób ustalenia kwot przypadających na każdego uczestnika, terminy dokonywania wypłat i zasady ustalania uczestników uprawnionych do otrzymania wypłaty, oraz
2. | rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu związanych bezpośrednio z lokatami, rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu, oraz zasady ustalania wysokości takich kosztów przypadających na poszczególne lokaty.

Fundusz, który wypłacił uczestnikowi przychody ze zbycia lokat, ma aż 12 miesięcy na dostosowanie stanu swoich aktywów do wymogów określonych w Ustawie oraz statucie funduszu, uwzględniając należycie interes uczestników funduszu.

- F. Kolejnym uprawnieniem, przysługującym uczestnikowi każdego funduszu inwestycyjnego **w razie jego likwidacji, jest roszczenie o wypłatę środków pieniężnych** pozostałych po zaspokojeniu wierzycieli funduszu proporcjonalnie do liczby posiadanych certyfikatów inwestycyjnych. W przypadku uczestników funduszu zamkniętego, w którego statucie nie przewidziano prawa żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych, jest to (pomijając oczywiście możliwość zbycia certyfikatów w obrocie wtórnym) jedyna możliwość odzyskania od funduszu wpłaconych środków pieniężnych.
- G. **Na żądanie uczestnika podmiot prowadzący ewidencję certyfikatów funduszu wydaje mu zaświadczenie o wpisaniu certyfikatu w tej ewidencji.** Zaświadczenie takie funkcjonuje wyłącznie w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych, które emitują zdematerializowane niepubliczne certyfikaty inwestycyjne i w związku z tym spoczywa na nich ustawowy obowiązek prowadzenia ewidencji uczestników funduszu. W przypadku materialnej formy certyfikatów inwestycyjnych, dokument certyfikatu pełni rolę takiego potwierdzenia. W przypadku funduszy zamkniętych emitujących publiczne certyfikaty inwestycyjne tego rodzaju zaświadczeniem jest imienne świadectwo depozytowe, które podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych, na którym zapisane są publiczne certyfikaty, wystawia na żądanie posiadacza rachunku. Świadectwo depozytowe potwierdza legitymację do realizacji wszelkich uprawnień wynikających z papierów wartościowych wskazanych w jego treści, które nie są lub nie mogą być realizowane wyłącznie na podstawie zapisów na rachunku, z wyłączeniem prawa uczestnictwa w walnym zgromadzeniu. Wszystkie wymienione rodzaje dokumentów mają znaczenie dowodowe w przypadku sporu co do wiarygodności przysługującej uczestnikowi względem funduszu.
- H. Ostatnim z uprawnień uczestnika funduszu jest **prawo do uzyskiwania informacji o sytuacji ekonomicznej i prawnej funduszu**. Korelatem tego uprawnienia są określone w Ustawie obowiązki informacyjne ciążące na towarzystwie jako organie funduszu.

Poza powyższymi uprawnieniami wprost określonymi w Ustawie, należy wyszczególnić następujące, korzystne dla uczestnika zasady funkcjonowania FIZów:

- A. Fundusz podlega obowiązkowi informacyjnemu na podstawie i w sposób określony w Ustawie oraz przepisach wykonawczych. Dzięki temu jest podmiotem transparentnym, z wysoce ingerującym nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego zapewniającym bezpieczeństwo oraz stabilność. Ponadto, publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte publikują wszelkie przekazywane raporty na stronach internetowych Towarzystwa. Odpowiedzialność za bezprawne działanie na szkodę uczestników funduszu, spoczywa zawsze na towarzystwie funduszy inwestycyjnych, jako podmiocie zarządzającym funduszem. Nadzór KNF jest skierowany w stronę TFI jako profesjonalnych podmiotów zajmujących się działalnością inwestycyjną – jego intencją nie jest karanie samych uczestników. Ewentualne sankcje administracyjne, w tym wysokie grzywny, mogą zostać nałożone na TFI, a nie bezpośrednio na Fundusz, które musi pokryć takie kary z własnych środków pieniężnych.
- B. Zmiany statutu i termin ich wejścia w życie oraz inne informacje, zawiadomienia i ogłoszenia wymagane prawem lub postanowieniami statutu są publikowane na stronie internetowej towarzystwa. W przypadku niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych powszechnie praktykowanym i wymaganym przez KNF rozwiązaniem jest przekazywanie uczestnikom hasła dostępu do informacji o funduszu, które powinny być udostępniane na stronie internetowej. Informację o wycenie certyfikatów inwestycyjnych fundusz udostępnia zwyczajowo w siedzibie towarzystwa oraz na stronie internetowej towarzystwa. Powoduje to transparentność funduszu względem jego uczestników.
- C. W wielu przypadkach, przewidzianych przepisami prawa, fundusz dokonuje ogłoszeń w dziennikach o zasięgu ogólnokrajowym. Dotyczy to m.in. zawiadomień o likwidacji funduszu i wezwań do składania roszczeń.
- D. W przypadku niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych – na żądanie uczestnika, fundusz udostępnia roczne i półroczne sprawozdania finansowe, niezwłocznie po ich zbadaniu lub przeglądzie przez biegłego rewidenta.

4.2. ORGANY FUNDUSZU – ZAGADNIENIA WPROWADZAJĄCE

” Zgodnie z przyjętym przez polskiego prawodawcę modelem funduszu inwestycyjnego, jego organem jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych (art. 4 UFI). Konstrukcja ta zakłada, że organem jednej osoby prawnej jest druga osoba prawna – spółka akcyjna zatrudniająca specjalistów w zakresie inwestowania (doradców inwestycyjnych).

Jako organ funduszu inwestycyjnego zamkniętego na warunkach określonych w Ustawie może działać także **Rada Inwestorów lub Zgromadzenie Inwestorów** (art. 4 ust. 3 UFI). Należy przy tym zauważyć, iż Ustawa nakłada obowiązek powołania **co najmniej jednego z tych organów**, przy czym zakres ich kompetencji jest określony odmiennie. Prawodawca dopuszcza zatem, aby działała **jedynie Rada Inwestorów albo Zgromadzenie Inwestorów, albo oba organy łącznie**.

4.3. ZGROMADZENIE INWESTORÓW

” Tytułem wstępu należy wyjaśnić, iż regulacje funduszy inwestycyjnych zamkniętych, od wejścia w życie Ustawy, przyznawały uczestnikom uprawnienie do uczestnictwa w Zgromadzeniu Inwestorów, które posiada kompetencje do wyrażania zgody na dokonanie czynności określonych w art. 144 ust. 3 Ustawy oraz realizację decyzji inwestycyjnych dotyczących nie mniej niż 15% aktywów funduszu, o ile statut nie wyłączał tego uprawnienia. Uprawnienia te mogły być statutowo rozszerzane - aż do przyznania wpływu na podejmowanie wszelkich decyzji inwestycyjnych dotyczących funduszu. Cechą kolejnych zmian było także pozostawienie Towarzystwu (nadającemu statut funduszowi) decyzji co do kształtu oraz zakresu uprawnień jego uczestników w granicach przewidzianych Ustawą. W konsekwencji, następowało stopniowe rozszerzanie uprawnień uczestników w zakresie funkcjonowania funduszu. Fundusze inwestycyjne zamknięte, wraz ze stopniowym rozszerzeniem i uelastycznieniem możliwości kształtowania kompetencji Zgromadzenia i Rady Inwestorów, zbliżają się istotnie do osób prawnych typu korporacyjnego.

W myśl obowiązujących przepisów, w funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa Rada Inwestorów (jako organ kontrolny) lub Zgromadzenie Inwestorów. Są to organy przypominające radę nadzorczą (RI) oraz Zgromadzenie Wspólników (ZI) w spółkach z o.o., a ich zakres kompetencji (ponad minimum ustawowe), podobnie jak przy organach w spółkach kapitałowych, może zostać rozszerzony w statucie funduszu. Należy zauważyć, iż Ustawa nakłada obowiązek powołania co najmniej jednego z tych organów, przy czym zakres ich kompetencji jest określony odmiennie.

Wydaje się, iż najważniejszymi przepisami określającymi wpływ zarówno ZI jak i RI na działalność funduszu, są regulacje stanowiące, że **jeżeli do dokonania czynności prawnej Ustawa wymaga zgody Rady Inwestorów lub Zgromadzenia Inwestorów, czynność prawna dokonana bez wymaganej zgody jest nieważna**. Zgoda może być wyrażona również następczo. Natomiast czynność prawna dokonana bez zgody Rady Inwestorów lub Zgromadzenia Inwestorów, wymaganej wyłącznie przez statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego, jest ważna, jednakże nie wyklucza to odpowiedzialności towarzystwa z tytułu naruszenia statutu funduszu (art. 140 ust. 8, 9 UFI).

KOMPETENCJE ZGROMADZENIA INWESTORÓW | Kompetencje Zgromadzenia Inwestorów określają wpływ inwestorów na działalność funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Fundusz inwestycyjny jest masą majątkową jego uczestników, którzy za pośrednictwem Zgromadzenia Inwestorów mają możliwość znacznego oddziaływania na bieżącą działalność funduszu oraz podejmowania kluczowych decyzji. Jedną z głównych kompetencji ZI jest możliwość podjęcia uchwały o rozwiązaniu funduszu np. z powodu osiągnięcia przez fundusz niezadowolających wyników inwestycyjnych, a więc w przypadku, gdy uczestnicy tracą swoje pieniądze. Uchwała o rozwiązaniu funduszu jest podjęta, jeżeli głosy za rozwiązaniem funduszu oddali uczestnicy reprezentujący łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu. Zgromadzenie Inwestorów odbywa się w miejscu siedziby funduszu lub innym, określonym w statucie. Zasady zwoływania są podobne do zwoływania zgromadzenia wspólników w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością – należy zawiadomić uprawnionych uczestników na 21 dni przed odbyciem Zgromadzenia, możliwe jest również odbycie Zgromadzenia Inwestorów w sposób nieformalny przy obecności 100% głosów z certyfikatów. ZI zwołuje Towarzystwo zarządzające funduszem, przy czym uczestnicy reprezentujący co najmniej 10% certyfikatów mogą się domagać zwołania Zgromadzenia, przedstawiając pisemne żądanie. Uprawnionymi do udziału w Zgromadzeniu Inwestorów są, co do zasady, wszyscy uczestnicy, którzy na 7 dni przed ZI zablokują swoje certyfikaty, przedstawiając Towarzystwu stosowne zaświadczenie, zależnie od formy, w jakiej certyfikaty występują. Szczegóły dotyczące trybu działania Zgromadzenia Inwestorów określa każdorazowo statut funduszu.

Poza kompetencją do rozwiązania funduszu, Zgromadzenie Inwestorów wyraża zgodę na:

- × **zmianę depozytariusza;**
- × **przyjęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym** zamkniętym przez inne towarzystwo;
- × **przyjęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym** zamkniętym i prowadzenia jego spraw przez zarządzającego z UE;
- × **emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych;**
- × **zmiany statutu funduszu** w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych;
- × **emisję obligacji;**
- × **przekształcenie certyfikatów inwestycyjnych imiennych** w certyfikaty na okaziciela;
- × **przekształcenie funduszu w publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty.**

Jak zostało wspomniane wcześniej, statut funduszu może przyznawać Zgromadzeniu Inwestorów również inne kompetencje, **w szczególności w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych dotyczących aktywów funduszu**. Należy przy tym zauważyć, że jeżeli statut funduszu nie stanowi inaczej, decyzja inwestycyjna dotycząca aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu, **wymaga dla swojej ważności zgody Zgromadzenia Inwestorów**. Dyspozycja ta wyraża głęboką ingerencję Zgromadzenia Inwestorów w politykę inwestycyjną funduszu, pomimo iż odpowiedzialność za wszelkie inwestycje, jako podmiot profesjonalny, ponosi Towarzystwo.

4.4. RADA INWESTORÓW



Zgromadzeniu Inwestorów w niepublicznych funduszach inwestycyjnych zamkniętych mogą zostać powierzone czynności nadzorczo – kontrolne, zarezerwowane dla Rady Inwestorów. W przypadku, gdyby statut funduszu nie przewidywał jednak takiego przeniesienia uprawnień, należy powołać Radę Inwestorów w charakterze po-

dobnym do Rady Nadzorczej w spółkach kapitałowych. Głównym celem działania Rady Inwestorów jest kontrola realizacji celu inwestycyjnego i polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz przestrzeganie ograniczeń inwestycyjnych. W tym celu, członkowie Rady Inwestorów mogą między innymi przeglądać księgi i dokumenty funduszu oraz żądać wyjaśnień od towarzystwa.

KOMPETENCJE RADY INWESTORÓW

Kompetencje kontrolne Rady Inwestorów służą przeprowadzeniu kontroli jednostkowej i problemowej, ponieważ przedmiotem badania działalności funduszu lub TFI przez Radę jest zawsze tylko pewien wycinek tej działalności lub konkretna czynność, nie zaś cała działalność. Rada Inwestorów nie jest bowiem uprawniona do przeprowadzania kompleksowej kontroli funduszu lub TFI, jak to ma miejsce w przypadku KNF. Rada Inwestorów jest zatem uprawniona do kontroli należytego wypełniania obowiązków w zakresie realizacji celu inwestycyjnego, przestrzegania zasad polityki inwestycyjnej funduszu oraz stosowania ustawowych i statutowych ograniczeń inwestycyjnych. Realizacja przez RI czynności nadzorczych przejawia się przede wszystkim w możliwości wezwania Towarzystwa do niezwłocznego usunięcia nieprawidłowości oraz zawiadamiania o nich KNF, w przypadku gdy RI stwierdzi nieprawidłowości w realizowaniu celu inwestycyjnego, polityki inwestycyjnej lub przestrzeganiu ograniczeń inwestycyjnych.

Rada Inwestorów może mieć również decydujący wpływ na decyzje inwestycyjne podejmowane przez fundusz. Statut może bowiem przyznawać Radzie Inwestorów wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, w tym w szczególności przyznawać prawo **wiążącego sprzeciwu** wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych **dla zarządzającego funduszem towarzystwa albo zarządzającego z UE**, jeżeli w skład Rady Inwestorów wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu. W zakresie ingerencji w politykę inwestycyjną w szczególności należy zaakcentować pojęcie „wiążące” – co rodzi wiele pytań o kwestie rozgraniczenia odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne funduszu pomiędzy Towarzystwem a ZI i RI.

Członkiem Rady Inwestorów może być wyłącznie uczestnik funduszu inwestycyjnego zamkniętego reprezentujący **ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych** w funduszu, który wyraził zgodę na udział w Radzie oraz dokonał blokady swoich certyfikatów inwestycyjnych. Rada Inwestorów rozpoczyna działalność wyłącznie w przypadku, gdy **co najmniej 3 uczestników spełnia te wymagania**, co powoduje iż Rada Inwestorów nie jest powoływana w funduszach w których jest jeden uczestnik (tzw. dedykowanych FIZ). Kompetencje Rady Inwestorów mogą być wówczas przenoszone na Zgromadzenie Inwestorów.

V POLITYKA INWESTYCYJNA W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM

5.1. POLITYKA INWESTYCYJNA – ZAGADNIENIA OGÓLNE



Zajmując się problematyką funduszy inwestycyjnych zamkniętych, należy również dokonać analizy prawnej ram polityki inwestycyjnej tychże funduszy. Głównym bowiem obszarem działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych w zakresie zarządzania funduszami jest inwestowanie środków pieniężnych powierzonych przez uczestników funduszy.

Aktywność ta jest podporządkowana regułom ogólnym postępowania – którymi są zasady **polityki inwestycyjnej** funduszu. Zaś jej kształt jest zdeterminowany celem inwestycyjnym funduszu. Niezwykle istotne z punktu widzenia inwestora jest precyzyjne i jednoznaczne określenie w statucie zarówno celu, jak i zasad polityki inwestycyjnej funduszu, ponieważ przy podejmowaniu decyzji dotyczącej przystąpienia do funduszu nie powinien mieć wątpliwości co do tego, jakich inwestycji może się spodziewać oraz jakie w związku z tym ponosi ryzyko. Istotnym zagadnieniem w ramach funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest kwestia dopuszczalności zmiany celu inwestycyjnego funduszu. Słusznie podnosi się, że skoro cel inwestycyjny jest obligatoryjnym elementem statutu funduszu (art. 18 ust. 2 pkt 10 UFI), możliwa jest jego zmiana w trakcie działania funduszu, w trybie zmiany statutu. Zmiana celu inwestycyjnego funduszu pociąga za sobą również konieczność zmiany zasad polityki inwestycyjnej w odpowiednim zakresie.

Należy ponadto pamiętać, że naczelną zasadą polityki inwestycyjnej jest dyrektywa działania w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego, sformułowana w art. 10 UFI, odnosząca się generalnie do całej działalności statutowej TFI. Z dyrektywy tej można wyprowadzić wniosek, że Ustawa wymaga, aby TFI w swojej działalności kierowało się przede wszystkim interesem uczestników funduszu.

Przy takim jednak założeniu może nasuwać się wątpliwość, czy TFI powinno uwzględniać priorytet interesu uczestników także wtedy, gdy jest on sprzeczny z interesem akcjonariuszy TFI. Wówczas bowiem spółka działałaby na szkodę

swoich akcjonariuszy. Wobec tego dylematu, należy jednak pamiętać, że TFI jest szczególnym rodzajem spółki akcyjnej, z konkretnie określonym zakresem kompetencji, związanych z tworzeniem i zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi. Dlatego też zysk TFI pochodzi przede wszystkim z jego wynagrodzenia za zarządzanie funduszami, które jest ściśle uzależnione od osiągniętych przez fundusze wyników finansowych, co przekłada się bezpośrednio na kondycję finansową TFI i w konsekwencji na wysokość dywidend wypłacanych jego akcjonariuszom. Z uwagi na to, należy uznać, że interes akcjonariuszy TFI jest w gruncie rzeczy zbieżny z interesem uczestników funduszy zarządzanych przez to TFI.

Zgodnie z art. 20 UFI, zasady polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określają sposoby osiągnięcia **celu inwestycyjnego**. Art. 19 UFI określa czym mogą być cele inwestycyjne funduszy, jednakże odnosi się wyłącznie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, które nie stosują zasad i ograniczeń inwestycyjnych określonych dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych mamy zatem do czynienia z szerszą swobodą przy określaniu celu inwestycyjnego na poziomie statutu funduszu. W praktyce fundusze inwestycyjne zamknięte realizują częstokroć cele, o których mowa w art. 19 UFI tj. ochrona realnej wartości aktywów funduszu, osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu, wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat. Zatem **polityka inwestycyjna** funduszu jest sposobem lub też zbiorem zasad określających sposoby osiągnięcia celu inwestycyjnego. Jako sposoby osiągnięcia celu inwestycyjnego art. 20 ust. 1 UFI wskazuje w szczególności:

TYPY I RODZAJE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I INNYCH PRAW MAJĄTKOWYCH BĘDĄCYCH PRZEDMIOTEM LOKAT FUNDUSZU	KRYTERIA DOBORU LOKAT	ZASADY DYWERSYFIKACJI LOKAT I INNE OGRANICZENIA INWESTYCYJNE	DOPUSZCZALNĄ WYSOKOŚĆ KREDYTÓW I POŻYCZEK ZACIĄGANÝCH PRZEZ FUNDUSZ
---	-----------------------	--	---

Ponadto zgodnie z art. 20 ust. 1a UFI: statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad jego polityki inwestycyjnej określa szczegółowe, niewynikające z przepisów Ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych. Oznacza to, że sama polityka inwestycyjna choć musi pozostać w ramach bezwzględnie obowiązujących wymogów Ustawy, może podlegać różnorodnym modyfikacjom na poziomie statutu funduszu (jak np. inwestowanie wyłącznie w przedsiębiorstwa spełniające unijne kryteria MŚP albo tylko w akcje spółek technologicznych notowanych na rynku New Connect i indeksach mWIG 40 i sWIG 80).

Wyżej wskazane elementy składają się na pojęcie **polityki inwestycyjnej**. Zwraca uwagę otwartość i pojemność pojęcia „kryterium doboru lokat”. W wielu przypadkach to właśnie statut konkretnego funduszu w oparciu o niestandardowe

postanowienia (niewynikające z Ustawy, ale niesprzeczne z tą Ustawą) oddawać będzie rzeczywistą specyfikę danego funduszu.

5.2. DOPUSZCZALNE SKŁADNIKI LOKAT FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO



Na rynku kapitałowym występują różnorodne fundusze inwestycyjne zamknięte m.in. – fundusze nieruchomościowe, skoncentrowane na rynku akcji, fundusze obligacji korporacyjnych, fundusze sekurytyzacyjne, fundusze hedgingowe inwestujące w instrumenty pochodne, fundusze spółek niepublicznych typu venture capital/private equity, a także fundusze będące połączeniem dwóch lub więcej z ww. charakterystyk inwestycyjnych.

Punkt wyjścia stanowi Ustawa, która określa, w jakiego rodzaju aktywa fundusze mogą inwestować środki pieniężne (zazwyczaj, lecz niewyłącznie środki pieniężne) powierzone przez inwestorów. Aktywa te nazywane są **dopuszczalnymi składnikami lokat**, zakresem lokat lub dopuszczalnymi kategoriami aktywów dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

Podstawowe dopuszczalne kategorie lokat dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego, o którym mowa w art. 15a ust. 1 UFI, a więc niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który nie przyjął jednej ze specyficznych polityk inwestycyjnych przewidzianych przez Ustawę (sekurytyzacyjna, nieruchomościowa, aktywów niepublicznych) wyznacza art. 145 ust. 1 UFI. Zgodnie ze wskazanym przepisem fundusz ten lokuje w zbywalne:

- A. | **papiery wartościowe** w rozumieniu art. 3 pkt 1 Ustawy o obrocie z wyłączeniem instrumentów pochodnych¹ ;
- B. | **wierzytelności**, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych;
- C. | **udziały w spółkach** z ograniczoną odpowiedzialnością;
- D. | **waluty**;

[1] Instrumenty pochodne stanowią dopuszczalną kategorię lokat funduszu, ale ze względu na odmienne zasady lokowania środków zostały przez Ustawę wyłączone z ogólnej definicji papierów wartościowych – zgodnie z art. 2 pkt 34 UFI.

- E. | **instrumenty pochodne**, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne;
- F. | **prawa majątkowe**, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych;
- G. | **instrumenty rynku pieniężnego**;
- H. | **depozyty bankowe** (art. 145 ust. 5 UFI);
- I. | **jednostki uczestnictwa** lub **certyfikaty inwestycyjne** funduszu inwestycyjnego lub **tytuły uczestnictwa** emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą, w tym pod pewnymi warunkami w certyfikaty inwestycyjne lub jednostki uczestnictwa zarządzane przez to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych (art. 146 ust. 1 UFI i art. 146 ust. 4-7 UFI);
- J. | **pożyczki papierów wartościowych** (art. 151 UFI);
- K. | **pożyczki pieniężne, poręczenia i gwarancje** (art. 153 ust. 1 UFI).

5.3. LIMITY INWESTYCYJNE, ZASADY DYWERSYFIKACJI LOKAT



Działalność lokacyjna FIZ podlega ograniczeniom dwujakiego rodzaju. Pierwsze wynikają z bezwzględnie obowiązujących unormowań Ustawy, drugie zaś z przyjętych dodatkowych założeń w statucie konkretnego funduszu inwestycyjnego. W tym miejscu podkreślić należy, że dokonywanie lokat w sposób niezgodny z zasadami Ustawy lub dodatkowymi zasadami statutowymi pozostaje ważne w sferze praw i obowiązków cywilnoprawnych – stosowanie do treści art. 157 ust. 1 UFI. Tym niemniej dokonanie lokat w sposób sprzeczny z ograniczeniami spowodować może odpowiedzialność cywilnoprawną towarzystwa i podmiotu zarządzającego portfelem fun-

duszu wobec uczestników funduszu, a także odpowiedzialność administracyjnoprawną wobec KNF.

Podstawowe ograniczenia koncentracji aktywów dla FIZ wynikają z art. 145 ust. 3 UFI. Unormowanie to wyznacza limit koncentracji aktywów funduszu na poziomie 20% dla: papierów wartościowych lub instrumentów rynku pieniężnego wyemitowanych przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziałów w tym podmiocie, jednocześnie limit ten wynosi 25% dla listów zastawnych wyemitowanych przez jeden bank hipoteczny. Limitu koncentracji aktywów w papiery wartościowe jednego emitenta na poziomie 20% nie stosuje się do papierów wartościowych emitowanych, poręczonych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw należących do OECD (art. 145 ust. 8 UFI). Zgodnie z art. 145 ust. 6 UFI, depozyty w jednym banku krajowym, banku zagranicznym lub instytucji kredytowej nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. Zgodnie natomiast z art. 145 ust. 7 UFI, waluta obca jednego państwa lub euro nie może stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu.

FIZ nie może ponadto lokować aktywów w papiery wartościowe i wierzytelności towarzystwa będącego organem tego funduszu lub spółki zarządzającej, która zarządza tym funduszem i prowadzi jego sprawy, ich akcjonariuszy oraz podmiotów będących podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do tego towarzystwa, spółki zarządzającej lub ich akcjonariuszy, **chyba że jest to zgodne z interesem uczestników funduszu i nie powoduje wystąpienia konfliktu interesów** (art. 145 ust. 9 UFI w zw. z art. 107 ust. 2 pkt 1 UFI i w zw. z art. 107 ust. 5 UFI).

Ponadto FIZ nie może zawierać umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne, o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok, z: członkami organów towarzystwa lub spółki zarządzającej, osobami zatrudnionymi w towarzystwie lub spółce zarządzającej, osobami wyznaczonymi przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie o prowadzenie rejestru aktywów funduszu, małżonkami ww. osób oraz krewnymi lub powinowatymi ww. osób do drugiego stopnia pokrewieństwa lub powinowactwa włącznie, chyba że zawarcie umów z takimi osobami **leży w interesie uczestników funduszu i nie powoduje wystąpienia konfliktu interesów** (art. 145 ust. 9 UFI w zw. z art. 107 ust. 2 pkt 2 UFI i w zw. z art. 107 ust. 5 UFI). Kolejne ograniczenie dotyczy zawierania przez FIZ umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i prawa majątkowe, z: towarzystwem lub spółką zarządzającą, depozytariuszem, podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do towarzystwa, spółki zarządzającej lub depozy-

tariusza, akcjonariuszami towarzystwa lub spółki zarządzającej, akcjonariuszami lub współnikami podmiotów dominujących lub zależnych w stosunku do towarzystwa, spółki zarządzającej lub depozytariusza, chyba że zawarcie umów z takimi podmiotami **leży w interesie uczestników funduszu i nie powoduje wystąpienia konfliktu interesów** (art. 145 ust. 9 UFI w zw. z art. 107 ust. 2 pkt 2 UFI i w zw. z art. 107 ust. 5 UFI). Ponadto ograniczenia te nie znajdują zastosowania gdy ww. akcjonariusze są spółkami publicznymi a fundusz zawiera umowę z akcjonariuszem posiadającym mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (art. 107 ust. 4 UFI).

Wskazać ponadto należy, że dokumenty poświadczające warunki związane z niewystępowaniem konfliktu interesów i zgodnością z interesem uczestników funduszu związane z lokatami i umowami, o których mowa zbiorczo w art. 107 ust. 2 UFI powinny być przez fundusz przechowywane. Dokumenty te powinny w szczególności odnosić się do zasad ustalenia ceny i innych istotnych warunków transakcji (art. 107 ust. 6 UFI).

Lokowanie przez fundusz inwestycyjny środków w certyfikaty inwestycyjne innego funduszu doznaje na gruncie Ustawy istotnych ograniczeń. Zgodnie z art. 146 ust. 1 UFI, fundusz inwestycyjny zamknięty może lokować nie więcej niż 50% wartości swoich aktywów w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu inwestycyjnego lub w tytuły uczestnictwa emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą. Możliwość lokowania środków powyżej ww. limitu do 100% aktywów funduszu występuje na warunkach przewidzianych przez art. 146 ust. 2 UFI i dotyczy wskazania przez fundusz w statucie takiej możliwości wraz z nazwą i określeniem polityki inwestycyjnej funduszu docelowego. Zgodnie z art. 146 ust. 4 UFI, fundusz inwestycyjny zamknięty może nabywać jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez to samo towarzystwo, gdy możliwość nabywania jednostek uczestnictwa w takich funduszach została określona w statucie funduszu. Warto podkreślić, że zgodnie z art. 146 ust. 6 UFI, certyfikaty inwestycyjne innego funduszu inwestycyjnego zamkniętego zarządzanego przez to samo towarzystwo nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. Jednocześnie fundusz inwestycyjny zamknięty nie może nabywać certyfikatów inwestycyjnych innego funduszu zamkniętego zarządzanego przez to samo towarzystwo w ramach pierwszej emisji papierów wartościowych tego funduszu (art. 146 ust. 5 UFI).

Fundusze inwestycyjne zamknięte mogą udzielać i zaciągać pożyczki zgodnie z limitami uregulowanymi w Ustawie. Łączna wartość pożyczonych papierów wartościowych i papierów wartościowych tego samego emitenta będących w portfelu inwestycyjnym funduszu inwestycyjnego zamkniętego nie może przekroczyć limitu 20% aktywów dla papierów wartościowych jednego emitenta z zastrzeżeniem, że limit ten wynosi 25% dla listów zastawnych jednego banku hipotecznego.

Udzielanie przez fundusz inwestycyjny zamknięty pożyczek stanowi dopuszczalną formę działalności lokacyjnej funduszu, o ile jest to zgodne z celem inwestycyjnym tego funduszu. Pożyczki pieniężne mogą być udzielane do wysokości nie wyższej niż 50% wartości aktywów funduszu, z tym że wysokość pożyczki pieniężnej udzielonej jednemu podmiotowi nie może przekroczyć 20% wartości aktywów funduszu (art. 153 ust. 1 pkt 1 UFI). Ten sam limit dotyczy udzielania przez fundusz poręczeń i gwarancji (art. 153 ust. 1 pkt 2 UFI). Pożyczkobiorca winien umożliwić funduszowi dokonanie oceny jego sytuacji finansowej oraz kontrolę wykorzystania i spłaty pożyczki (art. 153 ust. 2 UFI). Obowiązek umożliwienia funduszowi kontroli wykorzystania pożyczki kreuje de facto dodatkowy wymóg udzielenia przez fundusz pożyczki na cel określony w umowie pożyczki, brak tego celu (nawet najbardziej ogólnego) uniemożliwia funduszowi spełnienie kryterium kontroli wykorzystania pożyczki. Kontrola bowiem musi polegać na ustaleniu stanu faktycznego i odniesieniu go do uprzednio ustalonych wzorców. Statut funduszu powinien ponadto określać kryteria, jakie powinien spełniać pożyczkobiorca, zasady spłaty pożyczki oraz wskazywać rodzaje i minimalną wysokość zabezpieczeń, jakich ustanowienia fundusz będzie wymagał (art. 153 ust. 3 pkt 1 UFI), analogiczne wymogi dotyczą poręczeń i gwarancji udzielanych przez fundusz.

Dokonując inwestycji w papiery wartościowe w wykonaniu umowy o subemisję inwestycyjną, fundusz inwestycyjny jest zobowiązany do przestrzegania limitu koncentracji aktywów, o którym mowa w art. 145 UFI.

Lokowanie przez FIZ w instrumenty pochodne podlega uregulowaniom specyficznym dla tej kategorii lokat. Inwestując w instrumenty pochodne, dla których bazę stanowi wartość papieru wartościowego, instrumentu rynku pieniężnego lub waluty, fundusz zobowiązany jest uwzględniać odpowiednie limity dla tych kategorii lokat z art. 145 UFI (art. 154 ust. 1 UFI). Jeżeli papier wartościowy lub instrument rynku pieniężnego zawiera wbudowany instrument pochodny, instrument ten uwzględnia się przy stosowaniu przez fundusz limitów inwestycyjnych (art. 154 ust. 3 UFI). Dla instrumentów pochodnych, których bazę stanowią indeksy, indeksy te muszą spełniać warunki w zakresie miarodajnego odwzorowania rynku, którego indeks dotyczy, odpowiedniego rozproszenia ryzyka inwestycyjnego oraz zapewniania dostępnych publicznie informacji o indeksie (art. 154 ust. 2 UFI). Przy inwestowaniu przez fundusz w instrumenty pochodne istnieje konieczność określenia przez statut funduszu rodzajów ryzyk związanych z tymi lokatami oraz zasadami pomiaru tych ryzyk, a w przypadku transakcji, których przedmiotem są niewystandaryzowane instrumenty pochodne, również warunki, jakie powinny spełniać podmioty będące stroną umowy z funduszem (art. 154 ust. 4 UFI). W przypadku gdy fundusz lokuje środki w instrumenty pochodne w celu innym niż ograniczenie ryzyka inwestycyjnego (np. w celu wzrostu wartości lokat funduszu), statut powinien określać rodzaje instrumentów

pochodnych, kryteria ich wyboru oraz warunki zastosowania tych instrumentów i praw (art. 154 ust. 5 UFI). Analogiczne zasady jak dla instrumentów pochodnych dotyczą inwestowania przez fundusz w prawa majątkowe dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń.

5.4. TERMIN NA DOSTOSOWANIE STRUKTURY PORTFELA INWESTYCYJNEGO FUNDUSZU DO UFI I STATUTU



Poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych podlegają różnym terminom na dostosowanie struktury portfela inwestycyjnego do wymagań Ustawy oraz statutu.

Dla podstawowego typu FIZ termin na dostosowanie wynosi 12 miesięcy od dnia rejestracji funduszu – zgodnie z art. 157 ust. 3 UFI. Naruszenie tego terminu, tj. sytuacja, w której po upływie 12 miesięcy od dnia rejestracji funduszu struktura lokat narusza przepisy Ustawy oraz ewentualne dodatkowe wymogi wynikające ze statutu, powoduje poważne ryzyko nałożenia kary administracyjnej na towarzystwo zarządzające tym funduszem przez KNF. FIZ prowadzący politykę inwestycyjną aktywów niepublicznych (w tej formie działają często fundusze venture capital/private equity) posiada trzykrotnie dłuższy termin na osiągnięcie dywersyfikacji lokat – 36 miesięcy zgodnie z art. 197 ust. 2 UFI.

Z tego względu, w praktyce wytyczne statutu funduszu odnoszące się do zasad dywersyfikacji lokat, tylko w specyficznych wypadkach (np. funduszy prowadzących aktywną skoncentrowaną politykę rynku akcji) wychodzą poza wymagania wynikające z Ustawy. Nakładanie dodatkowych, fakultatywnych ograniczeń przez statut funduszu może spowodować, że zarządzające funduszem towarzystwo znajdzie się w sytuacji naruszenia art. 157 ust. 3 UFI wyłącznie ze względu na postanowienie statutu.

5.5. ZASADY DOKUMENTOWANIA ŹRÓDEŁ DECYZJI INWESTYCYJNYCH DLA FUNDUSZU I ZASADY OPRACOWYWANIA STRATEGII INWESTYCYJNYCH



Na wstępie podkreślić należy, że przedmiotowy podrozdział związany jest z obowiązkami towarzystwa fun-

duszy inwestycyjnych jako podmiotu zarządzającego funduszem.

W treści art. 48 ust. 2b UFI, ustawodawca sformułował szczegółowe wymogi w zakresie działalności prowadzonej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, m.in. w zakresie rozwiązań technicznych i organizacyjnych, struktury organizacyjnej, obowiązujących procedur, doboru kadr czy też dokumentowania źródeł będących podstawą decyzji inwestycyjnych.

Ustawa nie zawiera dalszych szczegółowych regulacji, odsyłając w tym zakresie do rozporządzenia wykonawczego określającego sposób dokumentowania źródeł, będących podstawą decyzji inwestycyjnych oraz przechowywania i archiwizowania dokumentów i innych nośników informacji związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych i towarzystwa. Szczegółowe regulacje w tym przedmiocie są zawarte w Rozporządzeniu Ministra Rozwoju i Finansów w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (dalej: „Rozporządzenie TFI”). Zgodnie z treścią § 83 ust. 1 Rozporządzenia TFI, towarzystwo dokumentuje źródła będące podstawą decyzji inwestycyjnych dotyczących funduszy, zbiorczego portfela papierów wartościowych, towarzystwa oraz portfeli klientów, dla których świadczy usługę zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, w szczególności przez:

× **określenie dokumentu strategii inwestycyjnej**, o ile transakcja została zawarta w ramach tej strategii

lub

× **przechowywanie decyzji jednostek organizacyjnych towarzystwa**, które biorą udział w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, oraz innych dokumentów służących podjęciu takich decyzji, w szczególności analiz, danych o ratingach, raportów, w tym sporządzonych przez towarzystwo lub na jego zlecenie.

Zatem dokumentowanie decyzji inwestycyjnych odbywa się na dwa sposoby. Jeżeli konkretna lokata funduszu jest oparta o strategię inwestycyjną tego funduszu, sporządzoną zgodnie z procedurami wewnętrznymi obowiązującymi w towarzystwie, to Rozporządzenie TFI nie wymaga dalszego dokumentowania źródeł takiej transakcji. Kierując się względami ostrożności, należałoby jedynie podjąć czynność polegającą na odnotowaniu w rejestrze

transakcji/innym rejestrze aktywów, prowadzonym dla danego funduszu, że określona lokata została dokonana w sposób zgodny ze strategią inwestycyjną funduszu (czyli określonym z nazwy, datowanym i przyjętym dokumentem). Wskazać należy, iż zgodnie z § 83 ust. 3, w przypadku transakcji, które nie zostały zawarte w ramach przyjętej strategii inwestycyjnej funduszu, strategii inwestycyjnej zbiorczego portfela lub strategii inwestycyjnej portfela, dokumentowanie źródeł będących podstawą decyzji inwestycyjnej następuje w sposób wskazany w ust. 1 pkt 2. Zatem w przypadku gdyby fundusz dokonał lokaty poza strategią inwestycyjną, wymagane jest udokumentowanie działań, które doprowadziły do podjęcia takiej decyzji inwestycyjnej, tj. co najmniej: dokumentów podpisanych przez kierowników jednostek organizacyjnych towarzystwa, które brały udział w podjęciu danej decyzji (departamenty operacyjne), z których wynika pozytywna ocena danej lokaty, a także dokumentów analitycznych, które posłużyły za podstawę konkretnej inwestycji (np. w przypadku nieruchomości będą to operaty szacunkowe popierające jej wartość, a w przypadku papierów dłużnych skarbow państw będą to dokumenty zawierające dane ratingowe).

Strategia inwestycyjna funduszu jest dokumentem zdefiniowanym przez § 2 pkt 27 Rozporządzenia TFI. Zgodnie z tym przepisem przez strategię inwestycyjną rozumie się wytyczne dotyczące zasad alokacji aktywów funduszu, sporządzone zgodnie z polityką inwestycyjną funduszu, o której mowa w art. 18 ust. 2 pkt 11 UFI, określające w szczególności kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych, w tym kryteria doboru papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych, zakres dozwolonych inwestycji w poszczególne rodzaje instrumentów, limity inwestycyjne, inne limity odnoszące się do ryzyka rynkowego, ryzyka kredytowego, ryzyka płynności oraz innych ryzyk dotyczących funduszu, a także benchmark, o ile został przyjęty.

W praktyce, strategia inwestycyjna jest dokumentem opracowywanym na podstawie polityki inwestycyjnej ustanowionej w statucie funduszu. Charakteryzuje się najczęściej mniej formalnym językiem aniżeli polityka inwestycyjna i dotyczy również biznesowego aspektu planowanych lokat funduszu. Powszechnie przyjęte jest sporządzanie strategii inwestycyjnej na podstawie polityki inwestycyjnej funduszu, także ze względu na § 2 pkt 27 Rozporządzenia TFI, który określa strategię jako wytyczne wynikające z polityki inwestycyjnej. Z tego względu zabieg odwrotny, tj. przygotowanie polityki inwestycyjnej w statucie, która spełniałaby kryteria strategii inwestycyjnej (np. dotyczyłaby wszystkich przesłanek z § 2 pkt 27 Rozporządzenia TFI czy też stanowiłaby wytyczne dotyczące zasad alokacji aktywów funduszu) jest skazany na niepowodzenie. Przesądza o tym okoliczność, że ustawodawca wymaga sporządzenia dwóch odrębnych dokumentów (statutu z polityką i strategii), a także powiązania jednego z drugim (strategii z polityką), przy oczywistym założeniu, że ten drugi (polityka) już istnieje.

5.6. USTAWOWE ZAKAZY I OGRANICZENIA INWESTYCYJNE



Podstawowe ramy prawne dla ograniczeń w lokowaniu środków w podmioty powiązane dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego wyznacza art. 107 ust. 2-6 UFI, który na mocy art. 145 ust. 9 UFI stosuje się wprost do polityki inwestycyjnej prowadzonej przez fundusz inwestycyjny zamknięty.

Wyżej wymieniony przepis statuuje zakazy przedmiotowe i przedmiotowo-podmiotowe odnoszące się do działalności inwestycyjnej funduszy inwestycyjnych. Celem powyższej regulacji jest wyraźne wykluczenie ze spektrum inwestycyjnego funduszy inwestycyjnych transakcji, które mogłyby skutkować ponoszeniem przez fundusz nadmiernego ryzyka inwestycyjnego (zakazy przedmiotowe), a także ograniczenie swobody kontraktowania funduszu w odniesieniu do zawierania umów, których przedmiotem są wskazane w Ustawie prawa majątkowe, z określonymi w niej podmiotami (zakazy podmiotowo-przedmiotowe) i które mogłyby rodzić konflikt interesów.

Zgodnie zatem z art. 107 ust. 2 UFI fundusz inwestycyjny zamknięty nie może:

- A. | lokować aktywów funduszu w papiery wartościowe i wierzytelności towarzystwa będącego organem tego funduszu lub spółki zarządzającej, która zarządza tym funduszem i prowadzi jego sprawy, ich akcjonariuszy oraz podmiotów będących podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do tego towarzystwa lub spółki zarządzającej lub ich akcjonariuszy;
- B. | zawierać umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne, o terminie wymagalności nie dłuższym niż rok, z:
 - 1. | członkami organów towarzystwa lub spółki zarządzającej,
 - 2. | osobami zatrudnionymi w towarzystwie lub spółce zarządzającej,
 - 3. | osobami wyznaczonymi przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu inwestycyjnego,
 - 4. | osobami pozostającymi z osobami wymienionymi w pkt 1-3 w związku małżeńskim,

5. | osobami, z którymi osoby wymienione w pkt 1-3 łączy stosunek pokrewieństwa lub powinowactwa do drugiego stopnia włącznie,

C. | zawierać umów, których przedmiotem są papiery wartościowe i prawa majątkowe, z:

1. | towarzystwem lub spółką zarządzającą,
2. | depozytariuszem,
3. | podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do towarzystwa, spółki zarządzającej lub depozytariusza,
4. | akcjonariuszami towarzystwa lub spółki zarządzającej,
5. | akcjonariuszami lub wspólnikami podmiotów dominujących lub zależnych w stosunku do towarzystwa, spółki zarządzającej lub depozytariusza.

Zgodnie z art. 2 pkt 25 i 26 UFI, ustawodawca przyjmuje definicje podmiotu dominującego i zależnego wynikające z Ustawy o ofercie. Zgodnie z art. 4 pkt 14 Ustawy o ofercie, przez podmiot dominujący rozumie się podmiot, w sytuacji gdy:

A. | posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami;

B. | jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu;

C. | więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności.

Za podmiot zależny, zgodnie z art. 4 pkt 15 Ustawy o ofercie, rozumie się podmiot w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominu-

jącym, przy czym wszystkie podmioty zależne od tego podmiotu zależnego uważa się również za podmioty zależne od tego podmiotu dominującego. Należy przy tym również zauważyć, że zakres podmiotowy zakazów nie obejmuje podmiotu, któremu towarzystwo w trybie art. 46 ust. 1 UFI powierzyło zarządzanie aktywami funduszu oraz kręgu osób z nim powiązanych w rozumieniu ust. 2.

Od przedstawionych powyżej ograniczeń w lokowaniu środków w podmioty powiązane z funduszem inwestycyjnym zamkniętym, Ustawa przewiduje szereg wyjątków. Zgodnie z art. 107 ust. 3 UFI, ograniczeń, o których mowa w art. 107 ust. 2 pkt 1 i 3 UFI, nie stosuje się do papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Ponadto zgodnie z art. 107 ust. 4 UFI, ograniczeń, o których mowa w art. 107 ust. 2 pkt 3 lit. d i e UFI, nie stosuje się w przypadku, gdy podmioty, o których mowa w tym przepisie, są spółkami publicznymi, a fundusz zawiera umowę z akcjonariuszem posiadającym mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

Jednocześnie podkreślić należy, że zasadniczy wyjątek od wszystkich ww. ograniczeń w lokowaniu środków przewiduje art. 107 ust. 5 UFI. Zgodnie z tym przepisem, fundusz inwestycyjny zamknięty może dokonać lokat, o których mowa w art. 107 ust. 2 pkt 1 UFI lub zawrzeć umowę, o której mowa w art. 107 ust. 2 pkt 2 i 3 UFI, jeżeli dokonanie lokaty lub zawarcie umowy jest w interesie uczestników funduszu i nie spowoduje wystąpienia konfliktu interesów. Omawiany wyjątek jest uzupełniony treścią art. 107 ust. 6 UFI, zgodnie z którym fundusz powinien przechowywać dokumenty pozwalające na stwierdzenie spełnienia warunków, o których mowa w art. 107 ust. 5 UFI, w szczególności dotyczące zasad ustalenia ceny i innych istotnych warunków transakcji.

W praktyce stosowania wyjątku od ww. ograniczeń inwestycyjnych, pomocne mogą okazać się (oprócz dokumentów związanych z prawidłową wyceną transakcji) dokumenty korporacyjne funduszu tj. uchwała uczestników, która poświadcza, że dokonanie konkretnej lokaty leżało w ich interesie i było zgodne z ich zapatrywaniami inwestycyjnymi.

Fundusz inwestycyjny zamknięty, oprócz ograniczeń obowiązujących fundusze otwarte wymienionych w art. 107 ust. 2-6 UFI, nie może:

- A. | ustanawiać obciążeń na aktywach w postaci praw rzeczowych do nieruchomości i statków morskich o łącznej wysokości przekraczającej 50% wartości aktywów netto funduszu w chwili

ustanowienia obciążenia, za zgodą depozytariusza i na warunkach określonych w statucie (art. 149 UFI);

B. | udzielać innym podmiotom pożyczek, których przedmiotem są pieniądze, rzeczy oznaczone co do gatunku lub prawa – wyjątki od tej zasady stanowią następujące przypadki:

× dopuszczalność udzielania przez fundusz, z uwzględnieniem celu inwestycyjnego funduszu, pożyczek pieniężnych do wysokości łącznie nie wyższej niż 50% wartości aktywów funduszu, z tym że wysokość pożyczki pieniężnej udzielonej jednemu podmiotowi nie może przekroczyć 20% wartości aktywów funduszu, z zastrzeżeniem obowiązku umożliwienia funduszowi przez pożyczkobiorcę podejmowania czynności związanych z oceną sytuacji finansowej i gospodarczej pożyczkobiorcy oraz kontroli wykorzystania i spłaty pożyczki (art. 153 ust. 1 pkt 1 i ust. 2 UFI, z zastrzeżeniem ust. 3);

× dopuszczalność udzielania przez fundusz pożyczek papierów wartościowych, z tym zastrzeżeniem, że wartość pożyczonych papierów wartościowych jest doliczana do wartości papierów wartościowych wyemitowanych przez tego samego emitenta znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu, objętej limitami lokat, o których mowa w art. 145 ust. 3 i 4 UFI (art. 151 UFI);

C. | udzielać poręczeń lub gwarancji w wysokości łącznie przekraczającej 50% wartości aktywów funduszu albo w przypadku udzielenia poręczenia lub gwarancji za zobowiązania jednego podmiotu - w wysokości przekraczającej 20% wartości aktywów funduszu (art. 153 ust. 1 pkt 2 UFI);

D. | stosownie do regulacji art. 152 ust. 1 UFI, fundusz zamknięty, co do zasady, nie może zaciągać pożyczek i kredytów w innych bankach lub instytucjach niż banki krajowe lub instytucje kredytowe albo - bez rozróżnienia pożyczkodawcy lub kredytodawcy - w łącznej wysokości przekraczającej 75% wartości aktywów netto funduszu w chwili zawarcia umowy pożyczki lub kredytu.

Istotne odstępstwo od powyższej zasady stanowi sytuacja, w której zgodnie z wyraźnym postanowieniem statutu funduszu zamkniętego, w którym działa Zgromadzenie Inwestorów, fundusz może dokonywać emisji obligacji w wysokości nieprzekraczającej 15% wartości aktywów netto funduszu na dzień poprzedzający dzień podjęcia przez Zgromadzenie Inwestorów uchwały o emisji obligacji, z tym że w takim przypadku, łączna wartość pożyczek, kredytów oraz emisji obligacji nie może przekraczać 75% wartości aktywów netto funduszu (art. 152 ust. 1 i 3 UFI). Emisja obligacji przez publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty może nastąpić wyłącznie w trybie przewidzianym w Ustawie o ofercie (art. 152 ust. 4 UFI).



VI. RELACJE Z INWESTOREM W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA FUNDUSZEM INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM

6.1. ANALIZA STANDARDOWEGO MODELU PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH W TOWARZYSTWIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

” Na wstępie należy wskazać, że każde towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest zobowiązane do dochowania szczególnej staranności przy wyborze i dokonywaniu lokat w imieniu zarządzanych funduszy oraz w zakresie aktywów wchodzących w skład portfeli instrumentów finansowych.

Zarządzający zatrudnieni w poszczególnych towarzystwach są zaś zobowiązani do dochowania należytej staranności, aby decyzje inwestycyjne podejmowane były w zgodzie z celami inwestycyjnymi oraz polityką inwestycyjną funduszy, a także przy uwzględnieniu limitów ryzyka dotyczących funduszy. W szczególności, przed wyborem i dokonaniem lokat, Zarządzający zobowiązani są do przeprowadzenia odpowiednich analiz uwarunkowań rynkowych i prawnych związanych z planowaną lokatą.

TFI prowadzą wykaz dopuszczalnych instrumentów mogących stanowić przedmiot lokat odpowiednich funduszy inwestycyjnych. Przed każdą transakcją zarządzający funduszami muszą się upewnić, że dany instrument, w który Fundusz zamierza zainwestować znajduje się w odpowiednim wykazie – w przypadku jego braku decyzja nie może być podjęta. Ponadto, TFI prowadzą regulamin podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz dokumentują sposób i źródła podejmowania tych decyzji. Często występującą praktyką jest powoływanie Komitetu Inwestycyjnego. Podczas posiedzeń zarządzający omawiają strategie funduszy inwestycyjnych oraz przewidywane działania inwestycyjne wraz ze wskazaniem przesłanek do ich podjęcia. Ponadto, Zarządzający sporządzają i dokumentują informacje o przesłankach podjęcia istotnych decyzji inwestycyjnych, jak również ich uzasadnień.

KOMPETENCJE KOMITETU INWESTYCYJNEGO

W przypadku powołania w TFI Komitetu Inwestycyjnego, wpisanego bezpośrednio w proces podejmowania decyzji inwestycyjnych, należy również wskazać na jego szczególne kompetencje, wśród których znajdują się:

- × określanie, na podstawie zasad polityki inwestycyjnej, poziomów zaangażowania zarządzanych funduszy inwestycyjnych w określone kategorie lokat;
- × dokonywanie taktycznej alokacji aktywów;
- × określanie zasad dokonywania lokat oraz poziomów alokacji środków powierzonych przez Klientów Towarzystwa w poszczególne typy papierów wartościowych, prawa majątkowe i inne instrumenty finansowe;
- × opiniowanie i zatwierdzanie instrukcji, zasad oraz metodologii ustalania struktury i poziomu zaangażowania w poszczególne lokaty;
- × nadzór i kontrola nad bieżącą działalnością inwestycyjną;
- × kontrolowanie realizacji celów inwestycyjnych;
- × inne sprawy związane ze sprawnym prowadzeniem procesu inwestycyjnego.

Komitet Inwestycyjny wykonuje swoje zadania poprzez podejmowanie decyzji w zakresie wymienionych powyżej kompetencji. Posiedzenia Komitetu Inwestycyjnego winny być protokołowane, z uwzględnieniem treści każdej z podjętych decyzji inwestycyjnych, analiz, zestawień i innych dokumentów stanowiących podstawę podjęcia decyzji inwestycyjnej. Protokół z posiedzenia powinien zawierać również związane uzasadnienie podjętej decyzji. Powyższe elementy składają się na niezbędną dokumentację podjętej decyzji inwestycyjnej.

Protokoły winny być przechowywane w siedzibie TFI, zaś po upływie określonego czasu odpowiednio archiwizowane. Realizacją decyzji podjętych przez Komitet Inwestycyjny zajmują się następnie zarządzający funduszami.

6.2. ANALIZA MODELU PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH W TOWARZYSTWIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH Z UDZIAŁEM INWESTORA FIZ



Dokonując analizy kolejnego modelu procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych przewidującego aktywny

udział inwestora, należy przede wszystkim uwzględnić rolę organów FIZ, tj. Zgromadzenia Inwestorów oraz Rady Inwestorów.

Szczegóły udziału tych organów w decyzjach inwestycyjnych funduszu zostały przedstawione w rozdziale 4, natomiast w skrócie jako najważniejszy wkład w „zarządzanie funduszem” przez te organy należy wskazać:

- × możliwość wyrażania zgody na wszelkie decyzje inwestycyjne dot. aktywów funduszu, ustawowa kompetencja do wyrażania zgody na decyzje inwestycyjne odnoszące się do wysokości ponad 15 % aktywów;
- × prawo do wiążącego dla towarzystwa weta wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych;
- × możliwość określenia kompetencji Zgromadzenia i Rady przez TFI, w statucie funduszu;
- × dyspozycje przepisów stanowiące, iż czynności podejmowane bez wymaganej ustawowo zgody organów są nieważne, a w przypadku konieczności uzyskania zgody wskutek dyspozycji statutowych – rodzą odpowiedzialność po stronie TFI.

Przechodząc do dalszej analizy modelu procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych przewidującego aktywny udział inwestora w ramach FIZ, należy również uprzednio dokonać przekrojowej analizy umowy o współpracę zawieranej przez TFI z inwestorem FIZ.

FIZ bardzo często jest tworzony jako fundusz dedykowany na potrzeby określonego inwestora. W takim przypadku, pierwsza oraz kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych FIZ mogą być kierowane wyłącznie do inwestora, który deklaruje wniesienie wpłaty na certyfikaty inwestycyjne w gotówce lub aktywach (np. instrumentach udziałowych spółek lub nieruchomościach). Ponadto inwestor zazwyczaj deklaruje udział w zarządzaniu aktywami FIZ, w celu maksymalizacji wartości certyfikatów inwestycyjnych poprzez działania szczegółowo określone w umowie o współpracę oraz uczestnictwo w Zgromadzeniu Inwestorów.

Realizacja celu założonego w umowie o współpracę zakłada udział inwestora, poprzez jego uczestnictwo w Zgromadzeniu Inwestorów FIZ. Uchwały podejmowane przez Zgromadzenie mogą skutkować nabyciem do portfela funduszu jakichkolwiek instrumentów, ich zbyciem lub obciążeniem bądź dokonaniem lokat innych niż wchodzące w skład aktywów płynnych funduszu.

Aktywny udział inwestora odbywa się w sposób opisany w ustawie, statucie funduszu oraz umowie o współpracę. Przykładem może być tu chęć inwestora do wniesienia pod FIZ nieruchomości, wyrażona poprzez wniosek o podjęcie uchwały przez organ Zgromadzenia Inwestorów w sprawie decyzji inwestycyjnej przewyższającej 15 % łącznej wartości aktywów funduszu. Jak zostało wskazane wcześniej, przy tak wysokich transakcjach ustawowo wymagana jest zgoda Zgromadzenia Inwestorów pod rygorem nieważności czynności. W umowie o współpracy zawieranej pomiędzy TFI a inwestorem, znajdują się zwyczajowo zapisy przewidujące, iż w przypadku podjęcia takiej uchwały, zarządzający funduszem jest zobowiązany, na gruncie umowy, do wykonania czynności objętej uchwałą Zgromadzenia. W praktyce zatem wyrażenie zgody przez Zgromadzenie Inwestorów na wniesienie do funduszu nieruchomości skutkuje faktycznym dokonaniem tej czynności.

Powszechną praktyką jest, iż w tego typu przedsięwzięciach, inwestor przedstawia TFI konkretne projekty inwestycyjne dotyczące portfela aktywów funduszu, jak również rekomenduje sposób ich realizacji, a także przygotowuje i negocjuje projekty umów ich dotyczące oraz rekomenduje sposób postępowania z tymi inwestycjami, w tym również tzw. „proces wyjścia”. Ponadto inwestor może być zobowiązany do przygotowywania wniosków inwestycyjnych, identyfikacji i przygotowywania projektów inwestycyjnych, polegających na lokowaniu lub zbywaniu aktywów funduszu w ramach portfela aktywów. Inwestor może być zobowiązany do przygotowywania pełnej dokumentacji na potrzeby prezentacji projektów inwestycyjnych dla Zgromadzenia Inwestorów celem ich przedstawienia do akceptacji, jak również przygotowywania projektów uchwał Zgromadzenia Inwestorów. W przypadku realizacji powyższego, TFI przystępuje do realizacji projektu inwestycyjnego niezwłocznie po uzyskaniu akceptacji Zgromadzenia Inwestorów w trybie wynikającym z przygotowanych przez inwestora dokumentów.

Powyższe pozwala na uczynienie inwestora, na gruncie umowy o współpracę, podmiotem odpowiedzialnym z tytułu realizacji przez TFI projektów inwestycyjnych, o których mowa powyżej.

Warto wspomnieć o mechanizmie inicjatywy inwestycyjnej, która może być zastrzeżona dla inwestora, jak również przyznana Radzie Inwestorów (lub Zgromadzeniu Inwestorów) na podstawie statutu funduszu inwestycyjnego.

Inicjatywa inwestycyjna polegająca na możliwości występowania z gotowymi projektami inwestycyjnymi do TFI, może być przyznana w oparciu o art. 140 ust. 4 UFI. Zgodnie z jego treścią statut FIZ może rozszerzyć uprawnienia Rady Inwestorów jeżeli w skład Rady Inwestorów wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Należy tu podkreślić, iż statut może przyznawać Radzie Inwestorów wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, w tym w szczególności przyznawać prawo wiążącego dla TFI sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych. Należy stwierdzić, że katalog uprawnień Rady Inwestorów odnoszących się do wpływu na politykę inwestycyjną funduszu został przez ustawodawcę otwarty poprzez posłużenie się w tym przypadku sformułowaniem „w szczególności”. Prowadzi to do wniosku, iż Radzie Inwestorów lub inwestorowi działającemu przez radę można przyznać uprawnienie do inicjowania projektów inwestycyjnych, również w sposób mniej sformalizowany np. poprzez wytyczne inwestycyjne złożone w formie elektronicznej. Wymaga podkreślenia, iż zarówno wytyczne jak i inicjatywa inwestycyjna nie mogą być definitywnie wiążące dla TFI.

Z uwagi na szeroki zakres uprawnień inwestora w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, TFI zazwyczaj zastrzega w umowie o współpracę, iż ma prawo odmówić realizacji projektu inwestycyjnego, w przypadku gdyby jego realizacja była sprzeczna z:

PRZEPISAMI PRAWA

INTERESEM UCZESTNIKÓW FUNDUSZU
LUB POSTANOWIAMI STATUTU FUNDUSZU

UMOWĄ O WSPÓŁPRACĘ

TFI zazwyczaj zastrzega sobie również możliwość odmowy realizacji projektu inwestycyjnego w przypadku braku „aktywów płynnych” funduszu pozwalających na jego realizację lub niepozwalających na regulowanie bieżących zobowiązań funduszu w wyniku realizacji danego projektu inwestycyjnego. Powyższe winno rodzić obowiązki informacyjne dla TFI wobec inwestora.

Rozwiązaniem stosowanym pomiędzy stronami umowy o współpracę w ramach FIZ jest określanie zasad dokapitalizowania FIZ, w ramach realizacji założonej polityki inwestycyjnej. Jeżeli zatem, w związku z realizacją polityki inwestycyjnej lub koniecznością dostosowania stanu aktywów FIZ do limitów inwestycyjnych, wynikających z obowiązujących przepisów prawa lub statutu FIZ, konieczne będzie pozyskanie przez FIZ dodatkowych środków pieniężnych, wniesienie innych aktywów w drodze emisji certyfikatów inwestycyjnych FIZ albo dokonanie wykupu certyfikatów inwestycyjnych FIZ, inwestor, w tym jako uczestnik funduszu działający jako Zgromadzenie Inwestorów, jest zobowiązany podjąć niezbędne kroki w celu przeprowadzenia takiej emisji lub dokonania wykupu zgodnie z postanowieniami statutu funduszu, w szczególności zapewnienia podjęcia

przez Zgromadzenie Inwestorów odpowiedniej uchwały o emisji lub wykupie certyfikatów inwestycyjnych funduszu oraz dokonania zapisu i opłacenia certyfikatów inwestycyjnych funduszu nowej emisji.

6.3. MODEL ZARZĄDZANIA FUNDUSZEM INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM POPRZEZ UMOWĘ POWIERZENIA ZARZĄDZANIA, W TYM POWIERZENIE ZARZĄDZANIA PORTFELEM INWESTYCYJNYM FUNDUSZU, W SKŁAD KTÓREGO WCHODZI CO NAJMNIEJ JEDEN INSTRUMENT FINANSOWY

” Ustawa dopuszcza powierzenie podmiotowi trzeciemu wykonania czynności związanych z działalnością prowadzoną przez TFI, w tym powierzenie części uprawnień TFI w zakresie zarządzania aktywami funduszu, w tym portfelem inwestycyjnym funduszu, portfelem inwestycyjnym funduszu aktywów niepublicznych, portfelem inwestycyjnym funduszu sekurytyzacyjnego tj. w zakresie zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego oraz nieruchomościami wchodzącymi w skład portfela inwestycyjnego.

TFI w drodze umowy zawartej w formie pisemnej, może powierzyć przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu wykonywanie czynności związanych z działalnością prowadzoną przez to TFI, przy czym TFI jest szczególnie zobowiązane do dołożenia staranności w wyborze podmiotu zarządzającego. Ustawodawca ustanowił również wymóg każdorazowego poinformowania KNF o zamiarze zawarcia umowy, zamiarze zmiany umowy co do zakresu powierzenia wykonywanych czynności, a następnie przekazania Komisji informacji o jej zawarciu, zmianie jej zakresu i rozwiązaniu.

TFI może więc zawrzeć umowę powierzenia, jeżeli:

- A. | powierzenie wykonywania czynności nie wpłynie niekorzystnie na sprawowanie przez Komisję efektywnego nadzoru nad TFI;
- B. | towarzystwo jest w stanie obiektywnie uzasadnić powierzenie wykonywania danej czynności oraz zakres tego powierzenia, a także wykazać zachowanie należytej staranności w wyborze przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznego, któremu powierzane jest wykonywanie czynności;

- C. | powierzenie wykonywania czynności nie wpłynie niekorzystnie na prowadzenie przez TFI działalności zgodnie z interesem uczestników funduszu inwestycyjnego;
- D. | nie jest wyłączona możliwość przekazywania przez TFI w każdym czasie dalszych poleceń przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu, jeżeli leży to w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego;
- E. | nie jest wyłączona możliwość rozwiązania umowy przez TFI ze skutkiem natychmiastowym, jeżeli leży to w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego;
- F. | przedsiębiorca lub przedsiębiorca zagraniczny posiada niezbędną wiedzę i doświadczenie oraz zapewnia warunki techniczne i organizacyjne niezbędne do prawidłowego wykonania umowy, zapewniające ciągłe i niezakłócone prowadzenie działalności w zakresie objętym umową;
- G. | przedsiębiorca lub przedsiębiorca zagraniczny znajduje się w sytuacji finansowej zapewniającej prawidłowe wykonanie umowy;
- H. | przedsiębiorca lub przedsiębiorca zagraniczny umożliwi skuteczne nadzorowanie przez TFI wykonywania powierzonych mu czynności oraz zarządzanie ryzykiem związanym z powierzeniem czynności, a TFI posiada wiedzę umożliwiającą skuteczne nadzorowanie wykonywania powierzonych czynności i zarządzanie ryzykiem;
- I. | przedsiębiorca lub przedsiębiorca zagraniczny umożliwi w każdym czasie skuteczne wykonywanie przez depozytariusza obowiązków wynikających z Ustawy oraz umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu.

Należy zauważyć, że zawarcie przez TFI umowy powierzenia w odniesieniu do konkretnych czynności, nie zwalnia TFI z odpowiedzialności cywilno-prawnej (odszkodowawczej) związanej z niewykonaniem lub nieprawidłowym wykonaniem powierzonych czynności. Za szkody z tego tytułu, TFI odpowiada solidarnie wraz z podmiotem trzecim, z którym zawarło umowę powierzenia. Podmiot ten

może uniknąć odpowiedzialności wyłącznie poprzez wykazanie, że szkoda jest wynikiem okoliczności, za które nie ponosi on odpowiedzialności.

Jak już zostało wspomniane, TFI może przekazać w zarządzenie czynności, które należą do jego podstawowych kompetencji. Powierzenie tych czynności do wykonywania podmiotowi trzeciemu wymaga zachowania odpowiedniej dbałości w zakresie doboru podmiotów, którym powierza się wykonanie tych czynności. W związku z tym, ustawa zawiera szereg obostrzeń i wymogów dotyczących powierzenia wykonywania określonych czynności podmiotom trzecim.

Umowa w zakresie powierzenia czynności zarządzania portfelem inwestycyjnym może być zawarta wyłącznie z:

- A. | podmiotem prowadzącym działalność maklerską w zakresie zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, lub innym towarzystwem posiadającym analogiczne zezwolenie;
- B. | podmiotem prowadzącym działalność maklerską w zakresie zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, mającym siedzibę w innym państwie członkowskim;
- C. | podmiotem prowadzącym działalność maklerską z siedzibą w państwie należącym do OECD niebędącym państwem członkowskim, jeżeli:
 - × do portfela inwestycyjnego funduszu lub jego części mogą być nabywane papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego zgodnie z ustawą i statutem funduszu;
 - × podmiot prowadzący działalność maklerską podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym w tym państwie i uzyskał zezwolenie tego organu równoważne zezwoleniu na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych;
 - × jest zapewniona, na zasadzie wzajemności, współpraca Komisji z tym organem nadzoru.

Szczególne regulacje w zakresie powierzenia zarządzania portfelem inwestycyjnym dotyczą funduszu aktywów niepublicznych. Artykuł 46 ust. 3 UFI wskazuje, że: „W przypadku gdy towarzystwo zarządza funduszem inwestycyjnym, o którym mowa w art. 196, może zawrzeć umowę, o której mowa w art. 45a ust. 1, w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, z wyspecjalizowanym podmiotem innym niż podmioty, o których mowa w ust. 1, jeżeli podmiot ten podlega nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym i posiada zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, z uwzględnieniem art. 78 rozporządzenia 231/2013.”; zaś art. 46 ust. 3a UFI wskazuje, że: „Zawarcie przez towarzystwo zarządzające funduszem inwestycyjnym, o którym mowa w art. 196, umowy, o której mowa w art. 45a ust. 1, w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, z wyspecjalizowanym podmiotem innym niż podmioty, o których mowa w ust. 1 i ust. 3, wymaga zgody Komisji.”; przy czym dodać należy, że fundusz inwestycyjny, o którym mowa w art. 196 UFI to fundusz aktywów niepublicznych.

W zakresie zarządzania portfelem, w którego skład wchodzi zdematerializowane papiery wartościowe, zarządzanie może być zlecone wyłącznie podmiotowi prowadzącemu działalność maklerską. Ponadto podmiot taki musi podlegać nadzorowi właściwego organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym i posiadać zezwolenie na zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

Czynności z zakresu zarządzania nieruchomościami mogą być powierzone podmiotom posiadającym uprawnienia wymagane przez ustawę z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, a w przypadku nieruchomości położonych poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej - podmiotom z siedzibą za granicą wyspecjalizowanym w zakresie zarządzania nieruchomościami.

Czynności z zakresu gospodarowania nieruchomościami, w szczególności realizacji procesów inwestycyjnych, mogą być powierzone wyłącznie wyspecjalizowanym podmiotom posiadającym doświadczenie w tym zakresie. Mając na uwadze, że ustawodawca nie przewidział definicji takich podmiotów, należy stwierdzić, że ocena podmiotów, którym TFI powierza wykonywanie czynności z zakresu zarządzania i gospodarowania nieruchomościami, została niemal w całości pozostawiona TFI, które musi wykazać w tym zakresie szczególną ostrożność, nie mogąc wyłączyć się spod odpowiedzialności np. wyłącznie faktem posiadania przez podmiot trzeci np. licencji zarządcy nieruchomości.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych dopuszcza możliwość powierzenia zarządzania całością lub częścią portfela inwestycyjnego obejmującego pulę

wierzytelności lub sekurytyzowane wierzytelności wyłącznie podmiotom, posiadającym zezwolenie na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami. Powyższe podyktowane jest specyfiką zarządzania wierzytelnościami, polegającą na podejmowaniu czynności mających na celu doprowadzenie do zaspokojenia roszczeń cywilnoprawnych wierzyciela przy zastosowaniu najprostszych środków prawnych i przy założeniu minimalizacji kosztów procesu windykacyjnego. Działalność, o której mowa wymaga specjalistycznej wiedzy ekonomicznej i prawnej (stanowiącej najczęściej atrybut firm windykacyjnych, giełd wierzytelności, wywiadowni gospodarczych i kancelarii prawnych), jak również znajomości tego segmentu rynku finansowego oraz zaplecza organizacyjnego i osobowego. Z powyższych przyczyn powierzenie zarządzania wierzytelnościami należy do standardu działalności funduszy sekurytyzacyjnych, a jednocześnie obostrzone jest surowszym wymogiem uzyskania zezwolenia.

Powierzenie przez TFI podmiotom trzecim czynności związanych z zarządzaniem portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, podlega dodatkowo, istotnemu obostrzeniu, tj. nie może nastąpić na rzecz depozytariusza funduszu lub podmiotu, którego interesy mogą być sprzeczne z interesem towarzystwa lub interesem uczestników funduszu inwestycyjnego. W tym miejscu należy zauważyć, że ustawodawca nie sprecyzował powyższego zakresu „konfliktu interesów” i pozostawił jego ocenę TFI.

Przyznając TFI ograniczoną swobodę w zakresie podmiotów, którym powierzane są czynności z zakresu zarządzania funduszem inwestycyjnym, ustawodawca przeniósł ciężar odpowiedzialności za staranność w wyborze takiego podmiotu na TFI. Ponadto Towarzystwo jest zobowiązane do bieżącego nadzorowania wykonywania powierzonych czynności, bez względu na podmiot je wykonujący.

Wartym podkreślenia jest fakt, iż przepisy, w zakresie zawarcia przez TFI umowy powierzenia, wprowadzają szczególne zasady w zakresie odpowiedzialności – odpowiedzialnym za czynności na szkodę uczestników są wówczas solidarnie – TFI oraz podmiot zarządzający.



VII. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE WOBEC INWESTORÓW FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

7.1. DOKUMENTY OFERTOWE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

7.1.1. WARUNKI EMISJI



W aktualnym stanie prawnym tryb przeprowadzania zapisów na certyfikaty inwestycyjne niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych regulowany jest na poziomie dokumentu ofertowego funduszu, jakim są **Warunki Emisji, które są jedynym prawnie wiążącym dokumentem, zawierającym informacje o ofercie i funduszu.**

Zasady sporządzania warunków emisji określa rozporządzenie Ministra Rozwoju Finansów z dnia 19 maja 2017 r. w sprawie szczegółowej treści warunków emisji certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym (Dz. U. z 2017 r. poz. 1114), (dalej jako: Rozporządzenie o WE”).

Warunki Emisji kierowane są wyłącznie do inwestorów i nie są przeznaczane do publicznej wiadomości. W związku z powyższym, Warunki Emisji wraz z załącznikami i innymi dokumentami winny zostać dołączone w formie wydruku lub na elektronicznych nośnikach informacji za pośrednictwem elektronicznych form przekazu informacji do imiennych propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, które towarzystwo bądź dystrybutor kierują do podmiotów uprawnionych do zapisywania się na certyfikaty inwestycyjne.

Informacje o zmianie danych zawartych w Warunkach Emisji, w okresie ich ważności, winny zostać niezwłocznie wysyłane bezpośrednio inwestorom, do których została skierowana imienna propozycja nabycia certyfikatów inwestycyjnych oraz powinny być dostępne w siedzibie towarzystwa oraz dystrybutorów. Zmiana Warunków Emisji możliwa jest w formie aneksu.

Ważność Warunków Emisji wpływa, co do zasady, z dniem dokonania przydziału certyfikatów inwestycyjnych funduszu lub z dniem przekazania informacji o niedościsłu do skutku emisji certyfikatów inwestycyjnych

lub z dniem ogłoszenia o odstąpieniu od przeprowadzenia emisji albo o odwołaniu subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych serii funduszu.

Podobnie jak w przypadku pozostałych dokumentów ofertowych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w Warunkach Emisji zamieszcza się informacje o prowadzonej polityce inwestycyjnej funduszu, jak również obligatoryjnie wskazuje się: czynniki ryzyka dla nabywcy certyfikatów inwestycyjnych, a w szczególności czynniki ryzyka związane bezpośrednio z polityką inwestycyjną funduszu oraz ograniczeniami zbywalności certyfikatów inwestycyjnych, oraz czynniki ryzyka związane bezpośrednio z działalnością funduszu.

Jak już wskazano w niniejszym opracowaniu, utworzenie funduszu inwestycyjnego, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, nie wymaga zezwolenia KNF. Utworzenie funduszu podlega wyłącznie zgłoszeniu do KNF, niezwłocznie po wpisaniu do rejestru funduszy inwestycyjnych wraz z przekazaniem do KNF statutu funduszu. Komisja nie zatwierdza statutów takich funduszy, zmian tych statutów, jak również Warunków Emisji.

Należy mieć na względzie, iż aktualnie (październik 2018 r.) postulowana jest zmiana w przepisach dot. emisji dłużnych, papierów wartościowych, wprowadzająca obligatoryjną dematerializację certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, niezależnie od tego, czy byłyby przedmiotem oferty publicznej oraz czy byłyby przeznaczone do obrotu w jakimkolwiek systemie obrotu. Proces dematerializacji certyfikatów inwestycyjnych obejmował by wówczas współpracę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A. jak również z agentem emisji i domem maklerskim, w zakresie rejestracji certyfikatów na rachunkach papierów wartościowych. Rządowy projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru oraz ochrony inwestorów na rynku finansowym (druk nr 2812) znajduje się na etapie prac w komisjach sejmowych po I czytaniu i jego wejście jest planowane na początek 2019 r. Zmiany te, w przypadku ich wejścia w życie, z pewnością zrewolucjonizowałyby emisje niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych FIZ przeprowadzane przez TFI, wydłużając ich czas i koszty.

7.2. **DODATKOWE INFORMACJE PRZEKAZYWANE PRZY EMISJI CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH**



Przy emisji certyfikatów inwestycyjnych, poza warunkami emisji, należy przedstawić dodatkowe informacje

dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, którego jednym z typów jest FIZ.

Informacja dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego jest sporządzana w formie jednolitego dokumentu i zawiera:

- A. firmę, nazwę i siedzibę FIZ;
- B. firmę, nazwę, siedzibę i adres podmiotu, który zarządza funduszem, oraz innych podmiotów świadczących usługi na rzecz funduszu;
- C. opis przedmiotu działalności funduszu, w tym ich celu inwestycyjnego i polityki inwestycyjnej oraz strategii inwestycyjnych, w szczególności opis rodzajów aktywów, w które może inwestować, technik, które może stosować, rodzajów ryzyka związanego z inwestycją, ograniczeń inwestycyjnych, okoliczności, w których może korzystać z dźwigni finansowej, dozwolonych rodzajów i źródeł dźwigni finansowej oraz ryzyka i ograniczeń związanych z jej stosowaniem, ustaleń dotyczących zabezpieczeń i ich ponownego wykorzystania, a także maksymalnego poziomu dźwigni finansowej, jaki może być stosowany w ich imieniu;
- D. opis procedur, na podstawie których fundusz, może zmienić strategię lub politykę inwestycyjną;
- E. opis podstawowych skutków prawnych dokonania inwestycji dla uczestnika funduszu;
- F. opis sposobu, w jaki towarzystwo, spełnia wymogi dotyczące zwiększenia kapitału własnego albo zawarcia umowy ubezpieczenia w związku z odpowiedzialnością z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania obowiązków w zakresie zarządzania funduszem;
- G. informację o powierzeniu przez towarzystwo czynności w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym lub ryzykiem oraz o powierzeniu przez depozytariusza wykonywania czynności w zakresie przechowywania aktywów, ze wskazaniem pod-

miotów, którym zostało powierzone wykonywanie czynności, a także opisem tych czynności oraz opisem konfliktów interesów, które mogą wynikać z przekazania ich wykonywania;

- H. | informację o zakresie odpowiedzialności depozytariusza oraz okolicznościach umożliwiających zwolnienie się przez niego z tej odpowiedzialności lub powodujących zmiany zakresu tej odpowiedzialności;
- I. | opis metod i zasad wyceny aktywów;
- J. | opis zarządzania płynnością;
- K. | opis procedur nabycia jednostek uczestnictwa, objęcia certyfikatów inwestycyjnych albo nabycia lub objęcia praw uczestnictwa funduszu;
- L. | informację o stosowaniu tych samych zasad wobec wszystkich uczestników funduszu albo opis preferencyjnego traktowania poszczególnych uczestników i inwestorów, z uwzględnieniem ich prawnych i gospodarczych powiązań z funduszem, jeżeli mają miejsce;
- M. | informację o opłatach i kosztach ponoszonych bezpośrednio lub pośrednio przez uczestników funduszu;
- N. | ostatnie sprawozdanie roczne funduszu;
- O. | informację o ostatniej wartości aktywów netto funduszu lub informację o ostatniej cenie zbycia i odkupienia certyfikatu inwestycyjnego albo informację o miejscu udostępnienia tych danych;
- P. | firmę (nazwę), siedzibę i adres prime brokera będącego kontrahentem funduszu, oraz podstawowe informacje o sposobie wykonywania świadczonych przez niego usług i zarządzania konfliktami interesów oraz o jego odpowiedzialności;

Q. | wskazanie sposobu i terminu udostępniania informacji okresowych i regularnych, przekazywanych bezpośrednio uczestnikom funduszy.

Informację dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego dołącza się do propozycji objęcia certyfikatów inwestycyjnych oraz udostępnia w miejscu ich zbywania nie później niż w dniu rozpoczęcia zbywania.

Należy przy tym zauważyć, iż informacje te są przekazywane na oddzielnym dokumencie, chyba że występują już w warunkach emisji lub w innym podstawowym dokumencie ofertowym funduszu (prospekt emisyjny lub memorandum). Wówczas przekazanie informacji określonych w pkt 1-17 następuje w zakresie niewskazanym w tych dokumentach.

Praktyką stosowaną przez TFI jest również sporządzanie kart funduszy. Jest to dokument, którego wymóg sporządzenia nie wynika z przepisów i ma raczej charakter marketingowy. Zwyczajowo zawiera on najbardziej przejrzyste informacje dla potencjalnego inwestora, pomagające mu w podjęciu decyzji o inwestycji w certyfikaty inwestycyjne. Przykładowe dane jakie mogą się tam znaleźć to: wykresy historyczne, główne składniki lokat, uproszczona wersja polityki i strategii inwestycyjnej, ryzyka związane z inwestycją, dane dotyczące alokacji aktywów w podziale na sektory geograficzne bądź przemysłowe. Dokument taki ma charakter poboczny, dodatkowy do dokumentów wymaganych przepisami prawa i nie ma konieczności jego sporządzenia. Stanowi jednak bardzo duży walor informacyjny. Należy jednak pamiętać iż również karty funduszy niepublicznych nie powinny być upubliczniane np. na stronie internetowej towarzystwa, co do niedawna było powszechną praktyką. Należy jednak pamiętać, iż również karty funduszy niepublicznych nie powinny być upubliczniane np. na stronie internetowej towarzystwa, co do niedawna było powszechną praktyką.

7.3. OBOWIĄZKI INFORMACYJNE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH WOBEC UCZESTNIKÓW



Ustawodawca ograniczył obowiązki informacyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w porównaniu z obowiązkami dotyczącymi funduszy inwestycyjnych otwartych.

Fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, udostępnia roczne i półroczne sprawozdania finansowe, jedynie na żądanie uczestnika funduszu. Sprawozdanie finansowe FIZ musi zostać sporządzone w ciągu 4 miesięcy od dnia zakończenia roku obrotowego.

Sprawozdanie roczne FIZ składa się co najmniej z:

- A. | bilansu za dany rok obrotowy;
- B. | rachunku zysków i strat za dany rok obrotowy;
- C. | sprawozdania z działalności FIZ za dany rok obrotowy;
- D. | opisu istotnych zmian informacji wymienionych w informacji dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego zaistniałych w trakcie roku obrotowego;
- E. | informacji dotyczącej sytuacji na koniec okresu objętego sprawozdaniem rocznym oraz działalności w okresie objętym sprawozdaniem rocznym spółki nienotowanej na rynku regulowanym, nad którą specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty albo alternatywna spółka inwestycyjna przejęli kontrolę - chyba że informacje te są zawarte w sprawozdaniu finansowym tej spółki nienotowanej na rynku regulowanym;
- F. | informacji obejmującej:
 - × liczbę pracowników podmiotu, który zarządza FIZ;
 - × całkowite kwoty wynagrodzeń wypłaconych pracownikom przez podmiot, który zarządza FIZ;
 - × kwotę wynagrodzenia dodatkowego wypłaconego ze środków alternatywnego funduszu inwestycyjnego.

Ponadto w przypadku gdy certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego są odpowiednio zbywane, emitowane lub wprowadzane

do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, towarzystwo lub inny zarządzający FIZ są zobowiązani udostępnić **okresowo** uczestnikom funduszu informacje o:

- × udziałem procentowym aktywów, które są przedmiotem specjalnych ustaleń w związku z ich niepłynnością;
- × zmianach regulacji wewnętrznych dotyczących zarządzania płynnością;
- × aktualnym profilem ryzyka oraz systemach zarządzania ryzykiem stosowanych przez podmiot nim zarządzający.

Ponadto w odniesieniu do FIZów, które stosują mechanizm dźwigni finansowej TFI zobowiązane są **regularnie** przedstawiać informacje o:

- × zmianach maksymalnego poziomu dźwigni finansowej, który może być stosowany w ich imieniu, oraz prawie do ponownego wykorzystania zabezpieczeń lub gwarancji udzielonej na podstawie porozumienia dotyczącego dźwigni finansowej;
- × łącznej wysokości zastosowanej dźwigni finansowej.

Do obowiązków informacyjnych FIZ względem jego uczestników można również zaliczyć obowiązek ogłoszenia, w sposób określony w statucie, wartości aktywów netto na certyfikat inwestycyjny. Takie ogłoszenie powinno pojawić się niezwłocznie po ustaleniu tej wartości, z częstotliwością określoną w statucie, jednak nie rzadziej niż raz kwartał.



VIII. PROMOCJA I MARKETING FUNDUSZU INWESTYCYJNEGO ZAMKNIĘTEGO

8.1. ZASADY OGÓLNE W ZAKRESIE PREZENTOWANIA TREŚCI REKLAMOWYCH DOTYCZĄCYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

” Transparentność działalności funduszu inwestycyjnego stanowi jedną z gwarancji bezpieczeństwa obrotu i ochrony interesów uczestników funduszu. Realizowana jest ona w znacznej mierze przez obowiązki informacyjne. Niektóre z nich zostały przy tym nałożone na towarzystwo i są realizowane przez nie w imieniu własnym, inne zaś na fundusz, przy czym i w tym przypadku wykonuje je towarzystwo - jako organ funduszu.

Powyzsza transparentność będzie występować jedynie wówczas, gdy informacje dotyczące funduszu inwestycyjnego publikowane przez towarzystwo, w tym informacje reklamowe, będą rzetelne i nie będą wprowadzać w błąd.

W szczególności należy wyraźnie określać charakter informacji i dokonać jasnego rozdziału między informacjami reklamowymi, a informacjami obowiązkowo ujawnianymi inwestorom, takimi jak: prospekt informacyjny, warunki emisji, kluczowe informacje dla inwestorów czy sprawozdania. Wszystkie informacje reklamowe dla inwestorów są w sposób niebudzący wątpliwości oznaczone jako takie informacje. Informacje te powinny być uczciwe, jasne i niewprowadzające w błąd.

8.2. PRZEKAZ REKLAMOWY

” W przekazie reklamowym dotyczącym funduszy inwestycyjnych, należy mieć na uwadze poniższe zasady, których podsumowanie jest zwyczajowo przedstawiane w formie krótkich zastrzeżeń do treści reklamy.

Informacje upowszechniane przez towarzystwo w celu reklamy lub promocji świadczonych przez nie usług są, w sposób niebudzący wątpliwości, oznaczane

jako informacje upowszechniane w celu reklamy lub promocji usług. Informacje kierowane do klienta detalicznego lub potencjalnego klienta detalicznego albo rozpowszechniane w sposób umożliwiający takim klientom zapoznanie się z nimi:

- A. | zawierają firmę towarzystwa oraz nazwę organu nadzoru, który udzielił towarzystwu zezwolenia na świadczenie usług;
- B. | są przedstawione w sposób zrozumiały dla przeciętnego odbiorcy, do którego są kierowane lub który może się z nimi zapoznać;
- C. | nie mogą ukrywać, umniejszać ani przedstawiać w sposób niejasny istotnych elementów, stwierdzeń lub ostrzeżeń ani prezentować potencjalnych korzyści płynących z usługi lub instrumentu finansowego, jeżeli jednocześnie w sposób uczciwy i wyraźny nie wskazują zagrożeń, jakie są związane z daną usługą lub instrumentem.

Reklama funduszu nie może wykorzystywać nazwy żadnego organu nadzoru, w sposób, który może wskazywać lub sugerować, że organ nadzoru zatwierdził lub zaakceptował produkty lub usługi towarzystwa. Jeżeli reklama wskazuje na korzyści, które można osiągnąć w przypadku skorzystania z usług świadczonych przez towarzystwo, powinny one wskazywać także poziom ryzyka inwestycyjnego związanego z tymi usługami.

Szczególne zasady stosowane są przy wykorzystaniu porównań w reklamach do innych usług świadczonych przez towarzystwo lub do innych, podobnych usług. Reklama taka może obejmować porównanie usług świadczonych przez towarzystwo z innymi podobnymi usługami, jeżeli:

- A. | porównanie jest miarodajne i przedstawione w sposób rzetelny;
- B. | zostały wskazane źródła informacji wykorzystanych do porównania;
- C. | zostały wskazane główne fakty i założenia wykorzystane przy dokonywaniu porównania.

Reklama FIZ może również wskazywać wyniki osiągnięte w przeszłości w związku z: inwestowaniem w dany instrument finansowy, w porównaniu z określonym indeksem finansowym lub ze świadczeniem określonej usługi, jeżeli:

- A. | wskazane wyniki nie są najważniejszym elementem informacji;
- B. | są rzetelne i obejmują dane za okres ostatnich 5 lat lub za cały okres, w którym oferowano dany instrument finansowy, ustalano dany indeks finansowy lub świadczone daną usługę, jeżeli jest to okres krótszy niż 5 lat lub też okres dłuższy, wybrany według uznania towarzystwa; w każdym przypadku jednak informacje o wynikach muszą być oparte o pełne okresy dwunastomiesięczne;
- C. | w sposób wyraźny wskazują okres, za jaki dane są przedstawiane oraz źródło tych danych;
- D. | zawierają wyraźne ostrzeżenie, że przedstawione dane odnoszą się do wyników w przeszłości i że wyniki te nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości;
- E. | wskazują walutę obcą wraz z ostrzeżeniem, że ewentualne zyski mogą ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu wskutek zmian kursu walutowego – w przypadku gdy wskazanie opiera się na kwotach wyrażonych w walucie obcej;
- F. | opisany jest wpływ, jaki na ten wynik mają prowizje, opłaty i inne obciążenia związane z daną usługą - w przypadku, gdy wskazanie opiera się na wynikach brutto.

Informacje takie mogą być ponadto sporządzone w formie symulacji wyników finansowych, jeżeli:

- × symulacja wyników osiągniętych w przeszłości opiera się na rzeczywistych wynikach osiągniętych w przeszłości w związku z inwestowaniem w jeden lub w kilka instrumentów finansowych lub w związku z indeksami finansowymi, które

są tożsame lub stanowią podstawę instrumentu finansowego, którego informacje dotyczą;

- × zawierają wyraźne ostrzeżenie, że dane odnoszą się do symulacji wyników w przeszłości i że wyniki te nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości.

Reklama FIZ może się odnosić również do konkretnego przypadku opodatkowania, jeżeli wyraźnie wskazują, że takie opodatkowanie zależy od indywidualnej sytuacji klienta i może ulec zmianie w przyszłości. **Komisja Nadzoru Finansowego, dnia 3 lipca 2007r., podjęła uchwałę w sprawie komunikatu KNF odnośnie przekazu reklamowego dotyczącego funduszy inwestycyjnych.**

Uchwała formułuje zasady ogólne takiego przekazu, odnosi się do jego formy, zasad prezentacji informacji finansowych dotyczących funduszu, zasad przedstawiania informacji dotyczących funduszu inwestycyjnego w reklamie porównawczej oraz zasad reklamy funduszu inwestycyjnego z wydzielonymi subfunduszami. Uchwała, choć ma charakter niewiążący, wywiera istotny wpływ na funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, stanowiąc jasny komunikat KNF skierowany do uczestników obrotu na rynku finansowym i swego rodzaju urzędową interpretację pojęcia rzetelnego przekazu reklamowego.

Na uwagę zasługuje także **Kodeks dobrych obyczajów przy prezentacji wyników oraz klasyfikacji funduszy inwestycyjnych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami w Polsce**. Wskazano w nim, że:

„Prezentacja wyników, ich wzajemne porównywanie oraz klasyfikacja funduszy inwestycyjnych, w bardzo istotny sposób wpływają na odbiór przez opinię publiczną całego środowiska funduszy inwestycyjnych. Są także ważnym kryterium podejmowania przez inwestorów decyzji inwestycyjnych. Zasady prezentacji wyników oraz klasyfikacji funduszy inwestycyjnych powinny być rzetelnie przedstawione opinii publicznej, także ze względu na zwiększającą się konkurencyjność sektora oraz z powodu powstawania rankingów, przyznawania nagród i innych wyróżnień dla towarzystw zarządzających funduszami, dla funduszy i dla zarządzających menedżerów.”

W **Kodeksie dobrych obyczajów** wskazano m.in., że - z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego - towarzystwo powinno ujawnić informacje niezbędne do określenia poziomu ryzyka związanego z inwestycjami dokonywanymi przez dany fundusz, przy czym zalecono prezentowanie historii wyników dla każdego funduszu w skali roku, za okres ostatnich 5 lat jego działalności.

Na uwagę zasługuje ponadto zalecenie, aby każda dokonywana przez towarzystwo prezentacja wyników zarządzanych przez nie funduszy, służąca celom reklamowym lub informacyjnym, każda informacja o jakimkolwiek wyróżnieniu czy nagrodzie przyznanej towarzystwu, funduszowi lub zarządzającemu menedżerowi publikowana przez towarzystwo była uzupełniona standardową informacją następującej treści:

„Prezentowane wyniki są oparte na historycznych danych dotyczących wyceny funduszu i nie stanowią gwarancji na przyszłość. Indywidualna stopa zwrotu jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych. Wymagane prawem informacje są zawarte w prospekcie informacyjnym funduszu dostępnym w Towarzystwie oraz u Dystrybutorów.”

Konsekwencją konieczności zapewnienia inwestorom rzetelnej i pełnej informacji jest obowiązek określony w art. 229 ust. 2 UFI. Zgodnie z tym przepisem, „każda informacja reklamowa odnosząca się do nabywania jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych musi wskazywać na istnienie odpowiednio prospektu informacyjnego, kluczowych informacji dla inwestorów, prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego albo warunków emisji i wskazywać miejsce, w którym dany dokument jest publicznie dostępny.”

Ustawodawca nakazał ponadto wyraźne wyeksponowanie w informacjach o funduszu, o których mowa w art. 229 ust. 1 UFI, pewnego rodzaju ostrzeżenia dotyczącego polityki inwestycyjnej funduszu, polegającej na wskazaniu, że wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego cechuje się lub będzie się cechować dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub na stosowane techniki zarządzania tym portfelem. Ma to umożliwić podjęcie przez potencjalnych uczestników funduszu optymalnych decyzji inwestycyjnych.

8.3. ŚRODKI ZABEZPIEZAJĄCE I SANKCJE ADMINISTRACYJNE



Konsekwencje naruszenia art. 229 ust. 1-4 UFI są dwojakie. Przede wszystkim jeżeli KNF stwierdzi, że publikacje reklamowe wprowadzają lub mogą wprowadzić w błąd, może:

ZAKAZAĆ ICH OGŁASZANIA

NAKAZAĆ OGŁOSZENIE ODPOWIEDNICH
SPROSTOWAŃ W WYZNACZONYM TERMINIE

Środek ten nie stanowi sankcji administracyjnej, lecz ma na celu zabezpieczenie interesu inwestorów. Sankcję zawarto natomiast w innym przepisie, zgodnie z którym, jeżeli zakaz lub nakaz, o którym mowa powyżej, nie zostanie wykonany, Komisja nakłada na towarzystwo karę pieniężną w wysokości do 500 000 zł.

8.4. STANOWISKO URZĘDU KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO W SPRAWIE PREZENTOWANIA INFORMACJI O NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH



Dnia 14 września 2018 r. KNF wydał komunikat ws. skierowania zawiadomienia o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa w związku z działalnością jednego z towarzystw funduszy inwestycyjnych. W ww. komunikacie Komisja wskazała, iż przeprowadzone przez towarzystwo emisje certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych naruszały przepisy Ustawy o ofercie publicznej. Podstawą przyjęcia takiej oceny było ustalenie, że przekaz informacyjny prezentowany na stronach internetowych towarzystwa, a skierowany do nieoznaczonego i nieograniczonego kręgu adresatów zawierał informacje dotyczące emisji certyfikatów, które były wystarczające do podjęcia decyzji inwestycyjnej w przedmiocie nabycia certyfikatów inwestycyjnych.

W ocenie KNF, podstawowym niedozwolonym sposobem prezentowania informacji o planowanych emisjach certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez TFI jest publiczne prezentowanie na stronach internetowych TFI statutów funduszy inwestycyjnych dokonujących emisji certyfikatów inwestycyjnych oraz publiczne prezentowanie na stronach internetowych TFI ogłoszeń o zmianach statutów funduszy.

Powyższe wynika z faktu, iż zakres informacji zawartych w statutach, obejmuje zazwyczaj m.in. informacje o cenie emisyjnej certyfikatów inwestycyjnych poszczególnych emisji, minimalnej i maksymalnej wysokości wpłat do funduszu oraz terminach przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne poszczególnych emisji.

Publikowanie przedmiotowych informacji na stronach internetowych towarzystw przed okresem przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne poszczególnych emisji, oznacza że następuje to w terminie umożliwiającym w praktyce

odbiorcy tej informacji podjęcie decyzji w przedmiocie złożenia zapisu na certyfikaty inwestycyjne funduszu.

Za niedozwolone przez KNF zostało uznane również publikowanie na stronach internetowych TFI w sposób otwarty, bez ograniczeń dostępu, innych dokumentów i informacji o znaczeniu kluczowym z punktu widzenia potencjalnego inwestora – nabywcy certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI (dotyczy to w szczególności sprawozdań finansowych funduszy, informacji dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego, informacji o wartości aktywów netto przypadających na certyfikat inwestycyjnych funduszu oraz innych materiałów, w tym tzw. karty funduszu).

W ocenie UKNF zamieszczanie na stronie internetowej towarzystw informacji dotyczących certyfikatów inwestycyjnych zarządzanych przez nie niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w tym warunkach ich nabycia, dostępnych nieoznaczonemu adresatowi, które zawierają informacje wystarczające do podjęcia racjonalnej decyzji dotyczącej ich nabycia, skutkuje tym, że emisje certyfikatów inwestycyjnych przeprowadzane przez te niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte, stanowią w rzeczywistości oferty publiczne w rozumieniu art. 3 ust. 1 Ustawy o ofercie publicznej i powinny spełniać wymogi określone dla takiej oferty.

Komisja w przywołanym komunikacie podkreśliła, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako podmiot profesjonalny, powinno podejmować działania zapewniające przestrzeganie w ramach prowadzonej działalności obowiązujących przepisów prawa, w tym w szczególności przepisów Ustawy o ofercie publicznej.

Podsumowując, z uwagi na niepubliczny charakter przedmiotowych funduszy, towarzystwa funduszy inwestycyjnych zobowiązane są do **ograniczania dostępu do treści związanych z tymi funduszami, publikowanymi na stronie internetowej towarzystwa**, po uprzednim przekazaniu danych dostępowych wszystkim uczestnikom danego funduszu.



IX ZASADY DYSTRYBUCJI I OFEROWANIA TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

9.1. PODMIOTY UPRAWNIONE DO DYSTRYBUCJI CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

” Zapisy na certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych emitowanych w sposób niepubliczny – w odróżnieniu od zapisów na certyfikaty emitowane w sposób publiczny, które prowadzone są w trybie Ustawy o ofercie i art. 118-120 UFI – prowadzone są bezpośrednio przez towarzystwo lub za pośrednictwem:

FIRMY INWESTYCYJNEJ

KRAJOWEGO ODDZIAŁU
INSTYTUCJI KREDYTOWEJ

BANKU KRAJOWEGO WYKONUJĄCEGO
DZIAŁALNOŚĆ MAKLERSKĄ W ZAKRESIE
DOPUSZCZALNYM ZGODNIE Z ART. 70
UST. 2 USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI
FINANSOWYMI

przy czym każdy z tych podmiotów musi być uprawniony do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych.

Celem doprecyzowania powyższych regulacji, należy wskazać, że w zakresie pojęcia firmy inwestycyjnej, UFI odsyła do odpowiedniej definicji zawartej w art. 3 pkt 33 Ustawy o obrocie, zgodnie z którym przez firmę inwestycyjną należy rozumieć:

- A. | dom maklerski;
- B. | bank prowadzący działalność maklerską;
- C. | zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

- D. | zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

Szczególną kategorię firmy inwestycyjnej stanowi zagraniczna firma inwestycyjna, którą jest osoba prawna lub jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego niż Polska państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby - z centralą na terytorium tego państwa. Zagraniczną firmą inwestycyjną może być również osoba fizyczna z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadząca na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczna instytucja kredytowa.

Art. 27 UFI określa zamknięty katalog podmiotów, które mogą bez obowiązku uzyskania zgody KNF prowadzić zapisy na certyfikaty inwestycyjne niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Nie ulega wątpliwości, iż zapisy te mogą być prowadzone bezpośrednio przez towarzystwo będące organem danego funduszu z wykorzystaniem własnej sieci i kanałów dystrybucji lub za pośrednictwem wskazanych przez ustawodawcę podmiotów tworzących tzw. zewnętrzną sieć dystrybucji.

9.1.1. OBOWIĄZKI DYSTRYBUTORÓW CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH

” Na podstawie umowy o oferowanie certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, TFI (bądź w przypadku kolejnych emisji certyfikatów – fundusz) zleca, a dystrybutor przyjmuje, zlecenie świadczenia usług w zakresie oferowania certyfikatów inwestycyjnych (tj. pośredniczenia w prowadzeniu zapisów na certyfikaty inwestycyjne), na podstawie Warunków Emisji tychże certyfikatów, zgodnie z art. 27 UFI.

Umowa o oferowanie jest umową nazwaną, określoną w art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W ramach przedmiotowej umowy, dystrybutor zobowiązuje się do świadczenia usług na rzecz TFI bądź funduszu, niezbędnych do przeprowadzenia oferty certyfikatów inwestycyjnych poprzez pośredniczenie w prowadzeniu zapisów na certyfikaty inwestycyjne zgodnie z przepisami prawa i w zakresie zwyczajowo wykonywanym przez firmy inwestycyjne w ramach ofert certyfikatów inwestycyjnych, na warunkach określo-

nych w statucie funduszu, Warunkach Emisji oraz ww. umowie o oferowanie. Pośredniczenie w prowadzeniu zapisów na certyfikaty inwestycyjne, z zastrzeżeniem ich niepublicznego charakteru, polega w szczególności na:

- × **informowaniu klientów** o zasadach przyjmowania zapisów na certyfikaty oraz informowaniu towarzystwa lub funduszu o liczbie klientów zainteresowanych złożeniem zapisu;
- × **składaniu klientom propozycji nabycia certyfikatów** i informowaniu towarzystwa lub funduszu o liczbie klientów, którzy złożyli takie deklaracje;
- × **przyjmowaniu od klientów w imieniu towarzystwa bądź funduszu zapisów na certyfikaty**, przy czym uprawnionymi do zapisywania się na certyfikaty są wyłącznie osoby, do których dystrybutor, działając na podstawie ww. umowy o oferowanie, skierował w imieniu towarzystwa bądź funduszu imienną propozycję nabycia certyfikatów;
- × przyjmowaniu od klientów, w imieniu towarzystwa bądź funduszu oraz **sprawdzaniu i poświadczaniu wiarygodności niezbędnych dokumentów** związanych z zapisywaniem się na certyfikaty;
- × **udostępnianiu klientom statutu i Warunków Emisji** oraz innych materiałów dotyczących funduszu i towarzystwa, we wszystkich miejscach przyjmowania zapisów na certyfikaty;
- × **udostępnianiu klientom określonych informacji** o funduszu i towarzystwie;
- × **przekazaniu klientom materiałów informacyjno-reklamowych funduszu**, na zasadach ustalonych z towarzystwem;
- × **przyjmowaniu zleceń dodania/odwołania**

nia pełnomocnika, przyjmowaniu żądań wykupu oraz zleceń zmiany danych, w tym zmiany nr rachunku bankowego do wykupu na zasadach określonych w statucie funduszu poprzez POK dystrybutora;

× **przyjmowaniu od klientów wszelkich oświadczeń** wymaganych przez powszechnie obowiązujące przepisy prawa, w tym FATCA, CRS.

Dystrybutor, w ramach oferowania certyfikatów inwestycyjnych, nie jest uprawniony do przyjmowania w imieniu towarzystwa lub funduszu wpłat tytułem zapisów na certyfikaty, jak również jakichkolwiek opłat z tytułu pośredniczenia w prowadzeniu zapisów na certyfikaty inwestycyjne.

Wszystkie czynności związane z oferowaniem i pośrednictwem w zbieraniu zapisów na certyfikaty inwestycyjne muszą być dokonywane przez dystrybutora z poszanowaniem niepublicznego charakteru certyfikatów inwestycyjnych. Dystrybutor jest zatem zobowiązany zapewnić, aby oferta certyfikatów inwestycyjnych nie naruszała przepisów dotyczących oferowania instrumentów finansowych, w szczególności przepisów Ustawy o ofercie. W związku z powyższym, propozycje nabycia certyfikatów mogą zostać skierowane do nie więcej niż 149 imiennie oznaczonych osób, w sposób, który nie będzie powodować uznania proponowania nabycia certyfikatów za ofertę publiczną.

9.2 STANOWISKO URZĘDU KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO W SPRAWIE OFEROWANIA CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH NIEPUBLICZNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH



Dnia 29 marca 2018 r. na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego ukazał się komunikat dotyczący stanowiska Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie oferowania certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Umowa o oferowanie jest umową nazwaną, określoną w art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W ramach przedmiotowej umowy, dystrybutor zobowiązuje się do świadczenia usług na rzecz TFI bądź funduszu, niezbędnych

do przeprowadzenia oferty certyfikatów inwestycyjnych poprzez pośredniczenie w prowadzeniu zapisów na certyfikaty in UKNF zwrócił uwagę na zidentyfikowane w toku prowadzonych czynności nadzorczych kwestie dotyczące organizacji procesów oferowania certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte, wskazując przy tym na obowiązki ciążące na towarzystwie funduszy inwestycyjnych oraz funduszach inwestycyjnych, w szczególności w kontekście dyspozycji art. 48 ust. 2a UFI, zgodnie z którym towarzystwa mają obowiązek prowadzić działalność w sposób rzetelny i profesjonalny oraz z zachowaniem należytej staranności oraz zgodnie z zasadami uczciwego obrotu.

W przywołanym stanowisku Urzędu we wstępie zwrócono uwagę na status prawny certyfikatów inwestycyjnych, będących papierami wartościowymi w rozumieniu przepisów Ustawy o obrocie podkreślając, iż mogą być one oferowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte w trybie oferty publicznej lub oferty niepublicznej (prywatnej). W tym kontekście UKNF zwrócił uwagę na podstawowe zasady dotyczące oferowania certyfikatów inwestycyjnych przez FIZ.

Obowiązkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które jest organem funduszu niepublicznego jest zapewnienie, aby proces oferowania certyfikatów inwestycyjnych przez ten fundusz nie spełniał przesłanek stanowiących o ofercie publicznej, a zatem udostępnianiu co najmniej 150 osobom lub nieznacznemu adresatowi informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, które stanowić mogą wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów.

Jednocześnie, bez względu na tryb w jakim oferowane są certyfikaty inwestycyjne emitowane przez FIZ, czynności w tym zakresie mogą być realizowane wyłącznie przez podmioty uprawnione do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych, tj. firmy inwestycyjne, banki krajowe wykonujące działalność o której mowa w art. 70 ust 1 ustawy o obrocie lub krajowy oddział instytucji kredytowej.

Dodatkowo, Urząd Komisji wskazał, że informacje na temat oferty instrumentów finansowych, w tym certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez FIZ, prowadzonej przez firmę inwestycyjną, przedstawiane przez agenta tej firmy, wchodzi w zakres usługi oferowania i nie mogą być traktowane jako czynności promocyjne pozostające poza tym zakresem.

Urząd podkreślił, że powierzenie innym podmiotom czynności o charakterze informacyjnym, marketingowym lub reklamowym, których celem jest pozyskanie inwestorów zainteresowanych złożeniem zapisu na certyfikaty inwestycyj-

ne powinno następować wyłącznie w stosunku do podmiotów uprawnionych do oferowania instrumentów finansowych. Zlecenie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych wykonywania tych czynności innym podmiotom, może zostać zakwalifikowane jako pomocnictwo lub też sprawstwo kierownicze czynu zabronionego, o którym mowa w art.178 Ustawy o obrocie.

W stanowisku przedstawiono również uwagi dotyczące działań firm inwestycyjnych, w tym obowiązku nadzorowania czynności wykonywanych przez agenta firmy inwestycyjnej w celu zapewnienia, że prowadzone przez niego czynności wykonywane są zgodnie z przepisami prawa.

Definicja oferowania instrumentów finansowych zawarta w art. 72 ust. 1 Ustawy o obrocie obejmuje ofertę publiczną w rozumieniu Ustawy o ofercie, ale również ofertę, w ramach której propozycja nabycia instrumentów finansowych jest kierowana do mniej niż 150 osób. W ocenie UKNF na gruncie przywołanego przepisu nie ma znaczenie kto jest podmiotem prowadzącym ofertę, co oznacza, że przy kwalifikacji danych czynności jako ofertę publiczną bez znaczenia pozostaje fakt, czy podejmuje je emitent czy też inny podmiot. Jednocześnie, pomimo różnic w zakresie definicji oferowania określonych w Ustawie o obrocie oraz w Ustawie o ofercie, kwalifikacja działań podmiotu, który przekazuje informacje do potencjalnego inwestora nastąpi przy spełnieniu tej samej przesłanki – tj. w sytuacji, gdy informacje takie stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej o nabyciu instrumentu finansowego.

Urząd Komisji odniósł się również do umowy o świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych zawieranej pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a podmiotem uprawnionym do wykonywania tego rodzaju działalności. Podstawowym obowiązkiem towarzystwa funduszy inwestycyjnych w tym kontekście jest zapewnienie, aby umowa dotycząca pośrednictwa w sprzedaży certyfikatów inwestycyjnych była umową o świadczenie usługi oferowania instrumentów finansowych, zawartą w formie pisemnej. Nie jest przy tym uprawnione zawieranie umów tzw. „dystrybucji” certyfikatów inwestycyjnych, tj. umów o nieokreśloną usługę, niespełniającej wymogów Ustawy o obrocie w zakresie wykonywania działalności dotyczącej oferowania instrumentów finansowych. W ocenie UKNF, w zakresie przekazywania inwestorom informacji należy przyjąć, iż można mówić w tym przypadku o pośrednictwie w proponowaniu nabycia instrumentów finansowych.

Proces poszukiwania przez towarzystwa oraz podmioty pośredniczące potencjalnych klientów **w przypadku oferty niepublicznej** powinien być prowadzony w taki sposób, aby respektowane były stosowne przepisy Ustawy o ofercie, w tym dotyczące ograniczonej liczby subskrybentów. Jako nieprawidłową praktykę, UKNF wskazał przekazywanie lub udostępnianie na wstępnym etapie

procesu oferowania materiałów promocyjno – informacyjnych, zawierających skonkretyzowane informacje o planowanej ofercie, do adresatów, w liczbie przekraczającej 149, lub do nieoznaczonego adresata, a kolejno kierowania do nie więcej niż 149 osób, które na podstawie pierwotnie przedstawionych informacji wyraziły swoje zainteresowanie złożeniem zapisu – egzemplarzy dokumentów dotyczących danej oferty, pozwalających na dokonanie zapisu. Tym samym, w ocenie UKNF za jeden z najważniejszych elementów procesu oferowania w trybie oferty niepublicznej jest udostępnienie informacji o emitowanych certyfikatach inwestycyjnych lub skierowanie propozycji ich nabycia do ściśle określonego kręgu adresatów z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z Ustawy o ofercie. Powyższe ograniczenie powinny być stosowane również w przypadku korzystania przez towarzystwa w ramach przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne z pośrednictwa uprawnionych podmiotów.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w przywołanym stanowisku wskazał, iż wszelkie naruszenia przepisów prawa powszechnie obowiązującego, postanowień statutu funduszy, czy też regulacji wewnętrznych obowiązujących w towarzystwie w ramach procesu oferowania certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez FIZ mogą wiązać się z odpowiedzialnością administracyjną towarzystwa, w tym nałożeniem na towarzystwo kary pieniężnej lub sankcji cofnięcia zezwolenia albo zastosowania obu tych kar łącznie, a w przypadku identyfikowania przez organ nadzoru okoliczności wskazujących na wypełnienie znamion czynów zabronionych określonych w UFI, Ustawie o ofercie oraz Ustawie o obrocie – kierowane będą przez organ nadzoru odpowiednie zawiadomienia o uzasadnionym podejrzeniu popełnienia przestępstwa.



X. UPRZYWILEJOWANIE CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

10.1. DOPUSZCZALNY ZAKRES UPRZYWILEJOWANIA CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH



Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na okaziciela, przy czym certyfikaty na okaziciela reprezentują jednakowe prawa majątkowe (z wyjątkiem certyfikatów emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne). Certyfikat inwestycyjny na okaziciela emitowany przez dany fundusz nie może być uprzywilejowany wobec pozostałych certyfikatów danego funduszu. Certyfikat inwestycyjny stanowi przy tym podstawę wykonywania quasi korporacyjnych uprawnień w ramach Zgromadzenia Inwestorów funduszu inwestycyjnego.

Certyfikaty inwestycyjne niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, które nie są oferowane w drodze oferty publicznej oraz dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, mogą być wyemitowane jako certyfikaty imienne. W tym przypadku, ustawodawca przyznał szerszą swobodę w zakresie ich uprzywilejowania. Statut może przyznać **certyfikatom imiennym** różnych serii różne uprawnienia, w szczególności certyfikaty inwestycyjne poszczególnych serii mogą różnić się od siebie:

- × związany z nimi sposobem lub wysokością pobieranych opłat obciążających aktywa funduszu;
- × wysokością udziału w dochodach funduszu;
- × wysokością udziału w aktywach netto funduszu w przypadku jego likwidacji.

Ustawa przewiduje również:

- × uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu, przy czym jednemu certyfikatowi można przyznać nie więcej niż dwa głosy.

Z powyższego wynika, iż katalog uprawnień, które mogą być przyznane certyfikatowi inwestycyjnym imiennym jest otwarty. Wynika z tego, że na przykład: **dopuszczalne jest wprowadzenie rozwiązania, na mocy którego certyfikatowi imiennemu zostanie przyznane uprawnienie polegające na braku możliwości podjęcia uchwały przez Zgromadzenie Inwestorów bez udziału tych certyfikatów.** Przedmiotowe uprawnienia winny znaleźć odzwierciedlenie w dokumentach emisyjnych funduszu.

Należy jednak podkreślić, iż istnieje ryzyko zakwestionowania przez KNF zasadności uprawnień przyznanych certyfikatowi imiennemu, w szczególności KNF może zakwestionować dane rozwiązanie w oparciu o przesłankę ochrony interesów uczestników funduszu. Wobec takiej sytuacji, praktykowanym rozwiązaniem jest korzystanie z regulacji przyznającej inwestorowi uprzywilejowania w zakresie prawa głosu. W przypadku zakwestionowania przez KNF uprawnienia statutowego co do przymusu odbycia Zgromadzenia Inwestorów z udziałem certyfikatów uprzywilejowanych inwestorów, pozostanie im uprawnienie w postaci 2 głosów na jeden certyfikat, realizowanych podczas głosowania na Zgromadzeniu Inwestorów.

10.2. ŚWIADCZENIA DODATKOWE



Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym zamkniętym może wiązać się z uzyskaniem uprawnienia do otrzymywania świadczeń dodatkowych.

Uprawnienie do otrzymywania świadczeń dodatkowych musi zostać zagwarantowane uczestnikom na mocy statutu funduszu. Istnieje bowiem grupa postanowień w statutach funduszy, która nie dotyczy stricte spraw związanych z organizacją i sposobem działania funduszu inwestycyjnego, jednakże rozumianych jako postanowienia istotne z punktu widzenia bytu funduszu, takie bez których ujęcia w statucie, fundusz nie powstałby i nie mógłby funkcjonować. Są to na ogół postanowienia dotyczące przyznania uczestnikom funduszu pewnych praw, niewynikających wprost z tytułów uczestnictwa w funduszu. Do tej grupy postanowień statutu funduszu inwestycyjnego zamkniętego można zaliczyć:

W przypadku ww. postanowień warto wskazać na pewną istotną cechę. Otóż na ogół, statut reguluje przedmiotowe kwestie na określonym poziomie ogólności, zaś szczegóły są ustalane w umowie zawartej pomiędzy uczestnikiem i funduszem. Wobec tego mamy do czynienia z sytuacją, w której statut w pewnych kwestiach zawiera niejako ramowe postanowienia, które następnie precyzowane są w umowach zawieranych indywidualnie z uczestnikiem. Oczywiście postanowienia te są precyzowane w ramach naznaczonych przez statut. Stanowi to dowód na daleko posuniętą indywidualizację produktu jakim jest fundusz inwestycyjny oraz możliwości negocjowania warunków i dopasowywania ich do potrzeb poszczególnych uczestników – obszar regulacji praw uczestników znajdujący się poza statutem, choć czyniony w ramach jego postanowień, z zastrzeżeniem ich zgodności z powszechnie obowiązującymi przepisami prawa.

W związku z powyższym, inwestorowi, po spełnieniu warunków określonych w statucie funduszu i zazwyczaj złożeniu stosownego wniosku do towarzystwa, towarzystwo może przyznać świadczenia dodatkowe z tytułu posiadanych certyfikatów.

Warunkami przyznania świadczeń dodatkowych winny być:

- × zawarcie z investorem umowy, dotyczącej przyznania świadczenia dodatkowego;
- × posiadanie przez inwestora, który zawarł umowę, o której mowa powyżej, określonej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu.

Wyżej wymieniona umowa określa również wysokość świadczenia dodatkowego i zasady jego naliczania, przy czym wysokość świadczenia dodatkowego jest zazwyczaj uzależniona od średniej wartości certyfikatów inwestycyjnych posiadanych przez uczestnika w ustalonym w umowie okresie rozliczeniowym.

Świadczenia dodatkowe mogą być wypłacane przez fundusz przed terminem wypłaty towarzystwu wynagrodzenia za zarządzanie funduszem. Świadczenia te mogą pochodzić wyłącznie ze środków stanowiących rezerwę na wynagrodzenia towarzystwa, zaś spełnienie świadczenia dodatkowego dokonywane jest poprzez wypłatę w formie pieniężnej na rachunek bankowy wskazany przez uczestnika bądź w formie certyfikatów inwestycyjnych funduszu, wyemitowanych przez fundusz i opłaconych przez towarzystwo, ze środków własnych towarzystwa.

W przypadku wyboru sposobu realizacji świadczenia dodatkowego poprzez nabycie nowych certyfikatów inwestycyjnych, TFI winno zawrzeć z uczestnikiem umowę, w której zostaną określone szczegóły spełnienia świadczenia dodatkowego przez towarzystwo. Zasady przyznawania świadczeń dodatkowych powinny być również opisane w Warunkach Emisji.

10.3. WYPŁACANIE DOCHODÓW FUNDUSZU I PRZYCHODÓW ZE ZBYCIA LOKAT

Przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi przyznają uczestnikom możliwość dokonywania wypłat dochodów funduszu inwestycyjnego, którymi są:

POSTPRZYCHODY Z LOKAT FUNDUSZU

ZREALIZOWANY ZYSK LUB STRATA
ZE ZBYCIA LOKAT FUNDUSZU

Przepisy dotyczące wypłacania dochodów są bardzo lakoniczne i w zasadzie wskazują jedynie na możliwość ustanowienia takiej regulacji na gruncie statutu. Wówczas na gruncie statutu określa się zasady, na jakich odbywa się wypłacanie uczestnikom dochodów funduszu. Jak zostało również wcześniej wskazane, certyfikaty inwestycyjne mogą być uprzywilejowane w zakresie wysokości wypłaconego dochodu. Wypłata dochodu może następować bez konieczności umarzania tytułów uczestnictwa.

Z kolei szczególny reżim, ustawa przypisuje wypłacaniu **przychodów ze zbycia lokat funduszu inwestycyjnego**, które to uprawnienie dotyczy wyłącznie uczestników **funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych**.

Również i w tym zakresie UFI wskazuje, iż statut funduszu może przewidywać wypłacanie na rzecz uczestników funduszu przychodów ze zbycia lokat funduszu. Nie jest to zatem ani obligatoryjna forma aktywności funduszu, ani obligatoryjny element statutu. Przychody ze zbycia lokat funduszu, przeznaczone do wypłaty uczestnikom funduszu są pomniejszone o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbytymi lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty, proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu.

W takim przypadku, statut funduszu powinien zawierać szczegółowe regulacje dotyczące:

- × warunków oraz trybu dokonywania wypłat przychodów na rzecz uczestników funduszu, w szczególności statut powinien określać kategorie przychodów funduszu podlegających wypłacie, sposób ustalenia kwot przypadających na każdego uczestnika, terminy dokonywania wypłat i zasady ustalania uczestników uprawnionych do otrzymania wypłaty;
- × rodzajów kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu związanych bezpośrednio z lokatami, rodzajów kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu oraz zasad ustalania wysokości takich kosztów przypadających na poszczególne lokaty.

Na każdym funduszu aktywów niepublicznych wypłacającym uczestnikom przychody ze zbycia lokat spoczywa obowiązek dostosowania stanu swoich aktywów do wymogów określonych w Ustawie oraz statucie funduszu – w terminie 12 miesięcy od dnia wypłaty przychodów, przy czym obowiązek ten powinien być wykonany z należyтым uwzględnieniem interesu uczestników funduszu. Zwolniony z powyższego obowiązku dostosowania stanu lokat jest jedynie fundusz aktywów niepublicznych dokonujący wypłaty w dniu, w którym do określonego w statucie funduszu dnia rozpoczęcia likwidacji funduszu pozostało nie więcej niż 36 miesięcy.

Fundusz aktywów niepublicznych, dokonujący wypłat przychodów z lokat na rzecz uczestników, jest również czasowo zwolniony z obowiązku przestrzegania limitu inwestycyjnego z art. 145 ust. 3 UFI, dotyczącego dopuszczalności nabywania papierów wartościowych i instrumentów rynku pieniężnego wyemitowanych przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziałów w tym podmiocie łącznie w maksymalnej wysokości 20% wartości aktywów funduszu. Limit ten nie obowiązuje:

- A. do czasu dostosowania stanu aktywów funduszu do wymogów ustawy oraz statutu funduszu, nie dłużej jednak niż do upływu 12 miesięcy od dnia wypłaty przychodów;
- B. przez okres 36 miesięcy poprzedzających dzień likwidacji funduszu.

XI. KOSZTY FUNDUSZU W FUNDUSZU INWESTYCYJNYM ZAMKNIĘTYM

11.1. KOSZTY ZA ZARZĄDZANIE (WYNAGRODZENIE STAŁE, ZMIENNE, SUCCESS FEE) TFI I PODMIOTU ZARZĄDZAJĄCEGO

” Zgodnie z art. 18 ust. 2 pkt 14 UFI, statut funduszu inwestycyjnego określa rodzaje, maksymalną wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz inwestycyjny, w tym w szczególności wynagrodzenie towarzystwa oraz terminy, w których najwcześniej może nastąpić pokrycie poszczególnych rodzajów kosztów.

Wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie funduszem stanowi tę część kosztów funduszu, która powinna być określona w sposób możliwie najbardziej przejrzysty i zrozumiały dla uczestników funduszu. W kwestii wynagrodzenia towarzystwa powinny być stosowane następujące zasady:

- × wynagrodzenie jest precyzyjnie uregulowane w statucie co do jego wysokości, sposobu kalkulacji i najwcześniejszych terminów regulowania płatności;
- × każda pozycja stanowiąca koszt funduszu, będąca jednocześnie przesłanką naliczania wynagrodzenia dla towarzystwa powinna być uregulowana odrębnie;
- × niedopuszczalne są postanowienia statutu funduszu, które dają towarzystwu możliwość arbitralnej zmiany wysokości wynagrodzenia lub podstaw jego naliczania.

WYNAGRODZENIE STAŁE

Wymienione powyżej przesłanki należy uznać za standard określania kosztów funduszu w zakresie wynagrodzenia towarzystwa. Najczęściej przyjmowanym rozwiązaniem w praktyce jest podział

wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie funduszem na dwie części tj.: wynagrodzenie stałe i wynagrodzenie zmienne.

Wynagrodzenie stałe towarzystwa jest zryczałtowanym wynagrodzeniem wypłacanym za świadczenie usługi zarządzania funduszem w podstawowym wymiarze. Z reguły wynagrodzenie stałe jest określane jako sztywna kwota w złotych naliczona w skali roku (np. 200.000,00 zł rocznie), zwyczajowo płatność tej części wynagrodzenia następuje w odstępach rocznych, półrocznych lub kwartalnie, na podstawie faktury wystawianej funduszowi przez towarzystwo. Usługa zarządzania funduszem inwestycyjnym jest wolna od podatku VAT.

Inną popularną metodą na określenie wynagrodzenia stałego jest oznaczenie z góry określonej procentowo części średniorocznej wartości aktywów netto funduszu, którą ustala się jako średnią arytmetyczną wyników wycen (np. kwartalnych) wartości aktywów netto funduszu. Spotykane jest również naprzemienne stosowanie tych metod w statucie funduszu poprzez sformułowanie, że np. towarzystwo pobiera ze środków funduszu z tytułu wynagrodzenia wyższą (lub niższą) z dwóch wartości 3,6% średniorocznej wartości aktywów netto funduszu lub 300.000,00 zł rocznie. W granicach UFI i praktyki nadzorczej KNF dopuszczalne jest również określenie wynagrodzenia stałego towarzystwa poprzez wzory matematyczne, jak również określenie jego wysokości alternatywnie i warunkowo (np. wynagrodzenie wynosi 200.000,00 zł rocznie albo 175.000,00 zł rocznie pod warunkiem, że księgowość funduszu jest prowadzona przez towarzystwo). Przy określaniu wysokości i zasad wypłaty wynagrodzenia stałego istnieje swoboda przy założeniu, że spełnione są warunki precyzyjności, braku arbitralności po stronie towarzystwa, podania maksymalnej możliwej wysokości wynagrodzenia oraz najwcześniejszego terminu jego wypłaty ze środków funduszu. Standardy te przyjmuje się jako element ochrony interesów uczestników funduszy przed nadmiernymi, arbitralnymi i nieuzasadnionymi zasadami pobierania przez towarzystwo wynagrodzenia.

WYNAGRODZENIE ZMIENNE

Wynagrodzenie zmienne towarzystwa przyjmuje najczęściej postać success fee, tj. premii za wynik inwestycyjny funduszu. Za podstawę obliczenia wynagrodzenia zmiennego towarzystwa przyjmuje się najczęściej wzrost wartości aktywów netto funduszu w ujęciu rocznym. Nie istnieje przy tym bezpośrednia prawna przeszkoda by premia za wynik inwestycyjny była naliczana według wzrostu kwartalnej wartości aktywów netto funduszu. W praktyce jako podstawę obliczenia wynagrodzenia zmiennego przyjmuje się określoną procentowo wartość należną po przekroczeniu wskazanego w statucie wzrostu wartości aktywów netto funduszu. Istotne jest, aby sposób określenia premii inwestycyjnej za sukces również spełniał przedstawione powyżej standardy określania wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie.

UFI nie odnosi się bezpośrednio do wynagrodzenia podmiotu zarządzającego portfelem funduszu na podstawie umowy zawartej przez towarzystwo z domem maklerskim („podmiot zarządzający”) zgodnie z art. 45a ust. 1 w zw. z art. 46 ust. 1 pkt 1 UFI. Należy stąd wywnioskować, że wynagrodzenie podmiotu zarządzającego stanowi pochodną wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie funduszem. Jednocześnie podmiot zarządzający nie pobiera wynagrodzenia bezpośrednio ze środków funduszu. Wynagrodzenie podmiotu zarządzającego wynika z umowy zawartej przez ten podmiot z towarzystwem. Najczęściej wynagrodzenie podmiotu zarządzającego ustalane jest jako określona wartość procentowa (np. 50%) wynagrodzenia stałego towarzystwa oraz jako określona wartość procentowa wynagrodzenia zmiennego. Ze względu na brak regulacji UFI w przedmiotowym zakresie należy przyjąć, że zasady wypłaty wynagrodzenia na rzecz podmiotu zarządzającego są kształtowane co do istoty w umowie zawartej przez ten podmiot z towarzystwem.

11.2. KOSZTY DEPOZYTARIUSZA



Zgodnie z art. 10 UFI towarzystwo i depozytariusz działają niezależnie i w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego. Przepis ten podkreśla rolę jaką pełni depozytariusz wobec funduszu. UFI zawiera zamknięty katalog podmiotów, które mogą pełnić funkcję depozytariusza.

Zgodnie z art. 71 UFI umowę o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu inwestycyjnego można zawrzeć wyłącznie z:

- A. | bankiem krajowym, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 000 000 zł;
- B. | oddziałem instytucji kredytowej, posiadającym siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 000 000 zł;
- C. | Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych Spółką Akcyjną.

- D. firmą inwestycyjną, uprawnioną do wykonywania czynności, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie, jeżeli jej kapitał założycielski, o którym mowa w art. 97 ust. 1 ustawy o obrocie, wynosi co najmniej równowartość w złotych 730 000 euro.

Wynagrodzenie depozytariusza jest uregulowane w umowie o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu inwestycyjnego oraz w statucie funduszu. Wysokość wynagrodzenia depozytariusza zasadniczo podlega indywidualnym ustaleniom towarzystwa z podmiotem zamierzającym pełnić tę funkcję. Z reguły w statucie funduszu wskazywana jest zryczałtowana kwota w ujęciu rocznym, znacznie rzadziej wynagrodzenie depozytariusza jest wskazywane jako procent od wartości aktywów netto funduszu. Podkreślić należy, że im większa jest skala aktywów funduszu i im bardziej zdywersyfikowany jest jego portfel inwestycyjny, tym wyższe jest wynagrodzenie depozytariusza. Z tego względu, przy dużej skali operacyjnej funduszu optymalnym rozwiązaniem może okazać się określenie wynagrodzenia depozytariusza jako niewielkiego procentu od średniorocznej wartości aktywów netto funduszu bądź określenie kwotowe tego wynagrodzenia.

Podstawowe obowiązki depozytariusza funduszu określa art. 72 UFI. Do najważniejszych obowiązków zaliczyć należy: prowadzenie rejestru aktywów oraz ich przechowywanie, monitorowanie przepływu środków pieniężnych funduszu, nadzorowanie zgodności działalności funduszu z prawem, weryfikowanie prawidłowości wyceny. Ponadto depozytariusz częstokroć pełni rolę likwidatora funduszu.

Należy zwrócić uwagę na bardzo dużą rolę i odpowiedzialność depozytariusza funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Potwierdzeniem tego są ostatnio nakładane kary finansowe przez KNF, za niewywiązywanie się z roli depozytariusza FIZ przez banki, w tym kara ponad 6 milionowa na rzecz jednego z największych w Polsce banków.

11.3. KOSZTY DYSTRYBUTORA



Działalność dystrybutora odnosi się do FIZ w ograniczonym zakresie. Przede wszystkim tzw. „mali dystry-

butorzy”, o których mowa w art. 32 ust. 2 UFI, mogą pośredniczyć wyłącznie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych. Dystrybutorami certyfikatów inwestycyjnych funduszu są wyłącznie podmioty wskazane w art. 27 ust. 1 UFI, tj.:

| TOWARZYSTWO ZARZĄDZAJĄCE TYM FUNDUSZEM BEZPOŚREDNIO

| FIRMA INWESTYCYJNA

| BANK KRAJOWY WYKONUJĄCY DZIAŁALNOŚĆ, O KTÓREJ MOWA W ART. 70 UST. 2 USTAWY O OBROTCIE

| KRAJOWY ODDZIAŁ INSTYTUCJI KREDYTOWYCH, UPRAWNIONY DO WYKONYWANIA DZIAŁALNOŚCI W ZAKRESIE OFEROWANIA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Katalog dystrybutorów, pośredniczących w oferowaniu certyfikatów inwestycyjnych FIZ, jest ustawowo zawężony do instytucji finansowych, posiadających szczegółowo określone uprawnienia. Koszty dystrybutora ponoszone są przez uczestników funduszu jedynie, o ile statut tak stanowi i tylko w zakresie tzw. opłat manipulacyjnych za „wejście” i „wyjście” z funduszu. Pozostałe wynagrodzenie dystrybutora, jeśli występuje, jest kwestią relacji kontraktowej łączącej go z towarzystwem funduszy inwestycyjnych i obciążającej wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie funduszem.

W aktualnym stanie prawnym, ustalając zasady wynagradzania dystrybutorów, należy mieć na uwadze kwestię tzw. „zachęt”, określonych w art. 83d ust. 1 pkt 3 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Wszelkie koszty dystrybutora muszą się mieścić w katalogu opisanym w tym przepisie. Praktyka rynkowa dopiero wypracowuje jednolity schemat wynagradzania dystrybutorów, który będzie zgodny z zachętami.

11.4. KOSZTY LIMITOWANE I NIELIMITOWANE FUNDUSZY



Towarzystwo funduszy inwestycyjnych, konstruując strukturę kosztów funduszu inwestycyjnego, powinno brać pod uwagę zasadę przejrzystości kosztów. Oznacza to, iż każdy koszt ponoszony przez fundusz powinien być

ujęty w statucie funduszu w sposób precyzyjny i zrozumiały dla uczestników.

Stosownie do treści art. 18 ust. 2 pkt 14 UFI, statut powinien zawierać rodzaje, maksymalną wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz inwestycyjny. Z powyższego wynika, że koszty nielimitowane stanowią wyjątek, regułą jest zaś określanie maksymalnej wysokości kosztów ponoszonych przez fundusz w danym roku obrotowym.

§19 Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych („Rozporządzenie RF”) stanowi, że koszty funduszu obejmują w szczególności: koszty odsetkowe, koszty związane z posiadaniem nieruchomości, ujemne saldo różnic kursowych powstałe w związku z wyceną środków pieniężnych, należności oraz zobowiązań w walutach obcych. Z pkt 4 ppkt II Załącznika nr 1 do Rozporządzenia RF wynika, że kosztami funduszu są: wynagrodzenie dla towarzystwa, wynagrodzenia dla podmiotów prowadzących dystrybucję, opłaty dla depozytariusza, opłaty związane z prowadzeniem rejestru aktywów funduszu, opłaty za zezwolenia oraz rejestracyjne, usługi w zakresie rachunkowości, usługi w zakresie zarządzania aktywami funduszu, usługi prawne, usługi wydawnicze, w tym poligraficzne, koszty odsetkowe, koszty związane z posiadaniem nieruchomości, ujemne saldo różnic kursowych oraz pozostałe. W związku z powyższym należy stwierdzić, iż katalog kosztów funduszu jest otwarty.

W UFI brak jest uregulowań dotyczących możliwości wprowadzenia do statutu nielimitowanych kosztów. Pojęcie nielimitowanych kosztów nie jest również uregulowane w Rozporządzeniu RF. Otwarty katalog kosztów zamieszczony w Rozporządzeniu RF nie zawiera również podziału kosztów na limitowane i nielimitowane.

Długoletnia praktyka rynkowa, której potwierdzenie znajduje się również w materiałach informacyjnych KNF, wskazuje, iż nielimitowanymi kosztami funduszu mogą być **koszty obligatoryjne** oraz **operacyjne/transakcyjne** funduszu. Koszty obligatoryjne są kosztami, które fundusz ponosi ze względu na powszechnie obowiązujące przepisy prawa. Ten rodzaj kosztów wynika zatem zarówno z obciążeń publicznoprawnych, władczej działalności organów administracji publicznej jak i szczególnych obowiązków funduszu wynikających ze specyfiki prowadzonej działalności.

Do obligatoryjnych nielimitowanych kosztów należy zatem zaliczyć:

- × **podatki**, a także inne obciążenia nałożone przez właściwe organy państwowe i samorządowe;

- × **wydatki wynikające z wyroków i postanowień sądów**, postanowień komorników;
- × **opłaty za zezwolenia** wydawane przez administrację państwową;
- × **opłaty rejestracyjne**;
- × **opłaty notarialne**;
- × **koszty publikacji obowiązkowych funduszu**, wynikających z obowiązujących przepisów prawa oraz Statutu.

Drugą kategorię kosztów nielimitowanych stanowią **koszty operacyjne** lub **transakcyjne**, czyli koszty, jakie fundusz zobowiązany jest ponieść w celu zapewnienia efektywnej i prawidłowej realizacji polityki inwestycyjnej. UFI nie zawiera definicji kosztów operacyjnych lub transakcyjnych funduszu. Przy określeniu jakie koszty mogą zostać uznane za koszty operacyjne lub transakcyjne funduszu, należy uwzględnić następujące wskazówki interpretacyjne:

- A.** | art. 198 ust. 2 pkt 2 UFI, z którego wynika, że jeżeli statut funduszu przewiduje wypłacanie na rzecz uczestników funduszu przychodów ze zbycia lokat, powinien on określać szczegółowo rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu związanych bezpośrednio z lokatami, rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu oraz zasady ustalania wysokości takich kosztów przypadających na poszczególne lokaty;
- B.** | w nieobowiązującym rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, § 22 stanowił, że: koszty operacyjne funduszu obejmują w szczególności ujemne saldo różnic kursowych powstałe w związku z wyceną środków pieniężnych, należności oraz zobowiązania w walutach obcych, odsetki od zaciągniętych kredytów i pożyczek, koszty związane z utrzymaniem nieruchomości oraz amortyzację premii. Należy zwrócić uwagę, iż zakres nieobowiązującej definicji kosztów operacyjnych funduszu jest zbliżony zakresem do § 19 Rozporządzenia RF. Amortyzacja premii oraz koszty z tytułu kredytów i pożyczek zaciągniętych przez fundusz stanowią zgodnie z §1 pkt 25

Rozporządzenia RF koszt odsetkowy funduszu.

Na podstawie powyższego należy wskazać na ściśle powiązanie kosztów operacyjnych lub transakcyjnych funduszu z prowadzoną przez niego polityką inwestycyjną. O ile określony koszt stanowi warunek konieczny realizacji polityki inwestycyjnej, to należy go uznać za koszt operacyjny lub transakcyjny i jako taki stanowi nielimitowany koszt funduszu. Limitowanie tego typu kosztów uniemożliwiłoby bowiem efektywne i prawidłowe zarządzanie aktywami funduszu.

Z tego względu do nielimitowanych kosztów funduszu należy zaliczyć:

- × **koszty prowizji maklerskich, prowizji i opłat bankowych**, w tym prowizje i opłaty za przechowywanie papierów wartościowych oraz prowadzenie rachunków bankowych oraz prowizje i opłaty maklerskie i bankowe, związane z transakcjami kupna i sprzedaży papierów wartościowych i praw majątkowych;
- × **opłaty, prowizje i koszty związane z obsługą i spłatą pożyczek oraz kredytów** zaciągniętych przez fundusz, w tym odsetki związane z tymi kredytami lub pożyczkami;
- × **koszty związane z utrzymaniem nieruchomości.**

Nielimitowane koszty funduszu to **jedynie koszty** ponoszone przez fundusz, do których nie stosuje się wymogu podania ich maksymalnej wysokości.

11.5. KATALOG KOSZTÓW FUNDUSZU MOŻLIWY DO ZAKWALIFIKOWANIA JAKO KOSZTY WŁASNE (PONOSZONE ZE ŚRODKÓW WNIESIONYCH PRZEZ INWESTORÓW)

W praktyce niektóre koszty działalności operacyjnej towarzystwa związanej z funduszami są klasyfikowane w statucie jako koszty funduszu i pokrywane bezpośrednio ze środków funduszu tj. z majątku wnoszonego przez inwestorów.

Jako przykład należy wskazać na takie kategorie kosztów jak:

- A. | koszty prowadzenia ksiąg rachunkowych funduszu, w tym wynagrodzenie podmiotu prowadzącego księgowość funduszu;
- B. | koszty przeprowadzenia badań i sprawozdań finansowych funduszu, w tym wynagrodzenie audytora funduszu;
- C. | koszty publikacji obowiązkowych funduszu, w tym koszty wynikające z powszechnie obowiązujących przepisów prawa i statutu funduszu;
- D. | koszty doradztwa prawnego na rzecz funduszu.

Podkreślić należy, że opisana praktyka nie znajduje dokładnego odzwierciedlenia w regulacjach UFI. Wysokość wymienionych powyżej pozycji kosztowych jest ściśle powiązana ze skalą działalności funduszu (na przykład liczba spółek celowych funduszu, dynamika polityki inwestycyjnej, częstotliwość sporządzania wycen aktywów na żądanie uczestników funduszu).



XII ASPEKT PODATKOWY DZIAŁALNOŚCI FUNDUSZY I ZA- RZĄDZAJĄCYCH W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

12.1. ZASADY OPODATKOWANIA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

” Gdybyśmy cofnęli się do czasów sprzed 1 stycznia 2017 r., postanowienia tego rozdziału można by zawrzeć w jednym zdaniu. Sprowadzałyby się ono do stwierdzenia, że zyski wypracowane przez wszystkie typy funduszy inwestycyjnych, a więc zarówno FIO, SFIO, jak i FIZ podlegają całkowitemu zwolnieniu z podatku dochodowego od osób prawnych.

Dzisiaj sytuacja wygląda nieco odmiennie. Aktualnie obowiązujący w Polsce system podatkowy tworzony jest przez 11 podatków bezpośrednich oraz 3 podatki pośrednie. Najbardziej znanym podatkiem bezpośrednim jest podatek dochodowy od osób fizycznych (PIT) oraz podatek dochodowy od osób prawnych (CIT). Najpopularniejszy podatek pośredni to VAT.

Zmiana zasad opodatkowania funduszy inwestycyjnych dotyczy podatku dochodowego od osób prawnych.

Z dniem 1. stycznia 2017 r., dochody (przychody) funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, stosujących zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych, stanowiące:

- A. | dochody (przychody) z udziału w spółkach niemających osobowości prawnej lub jednostkach organizacyjnych niemających osobowości prawnej, mających siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub w innym państwie, jeżeli zgodnie z przepisami ustawy lub prawa podatkowego państwa, w którym te spółki lub jednostki organizacyjne mają siedzibę lub zarząd, podmioty te nie są traktowane jak osoby prawne

i nie podlegają w tym państwie opodatkowaniu od całości swoich dochodów bez względu na miejsce ich osiągnięcia;

- B.** | dochody (przychody) z odsetek od pożyczek udzielonych podmiotom, o których mowa w lit. a oraz odsetek od innych zobowiązań tych podmiotów wobec funduszu;
- C.** | dochody (przychody) z odsetek od udziału kapitałowego w podmiotach, o których mowa w lit. a;
- D.** | darowizny bądź inne nieodpłatne lub częściowo odpłatne świadczenia dokonywane przez podmioty, o których mowa w lit. a;
- E.** | dochody (przychody) z tytułu odsetek (dyskonta) od papierów wartościowych emitowanych przez podmioty, o których mowa w lit. a;
- F.** | dochody (przychody) z tytułu zbycia papierów wartościowych wyemitowanych przez podmioty, o których mowa w lit. a, lub udziałów w tych podmiotach;
- G.** | dochodów z nieruchomości, o których mowa w art. 24b ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, w tym uzyskanych przez podmioty, o których mowa w lit. a;

objęte zostały podatkiem dochodowym od osób prawnych. Pozostałe dochody osiągnięte przez FIZ podlegają natomiast zwolnieniu z obowiązku zapłaty podatku.

Konsekwencją zmiany zasad opodatkowania funduszy inwestycyjnych jest ograniczenie stosowania zwolnienia podmiotowego oraz zastąpienie go, w przypadku części SFIO oraz wszystkich FIZ, zwolnieniem przedmiotowym, co oznacza de facto obowiązek zapłaty podatku od zysków wypracowanych przez niektóre inwestycje tego typu funduszy. Tymi niektórymi inwestycjami są w głównej mierze zyski wypracowane przez struktury transparentne podatkowo. Dawniej bowiem, fundusze inwestycyjne zamknięte wykorzystywane były niekiedy jako narzędzie służące optymalizacji podatkowej. Dziś, wskutek zmiany przepisów, inwestowanie przez FIZ w struktury transparentne podatkowo, stało się zwyczajnie nieopłacalne. Brak bowiem obowiązku zapłaty podat-

ku na poziomie na przykład spółki zagranicznej rodzi obowiązek zapłaty podatku na poziomie funduszu. Warto dodać, że w obowiązującym stanie prawnym tzw. klasyczne inwestycje funduszy inwestycyjnych zamkniętych, a więc np. nabywanie akcji czy kwitów depozytowych, nadal zwolnione jest z obowiązku zapłaty podatku dochodowego.

Poza podatkiem dochodowym od osób prawnych, istnieje szereg innych danin publicznych, które potencjalnie mogą dotyczyć działalności funduszy inwestycyjnych. Jedną z takich danin jest podatek od czynności cywilnoprawnych. Czy działalność funduszu inwestycyjnego, w tym na przykład jego utworzenie, wiąże się z obowiązkiem zapłaty tego podatku? W obowiązującym stanie prawnym, założenie funduszu inwestycyjnego nie rodzi obowiązku zapłaty podatku od czynności cywilnoprawnych. Podatek ten jest bowiem pobierany tylko w przypadku dokonania czynności wymienionych w art. 1 Ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych. Katalog ten ma charakter zamknięty i nie przewiduje on obowiązku opodatkowania czynności polegającej na utworzeniu funduszu inwestycyjnego. Podatkowi od czynności cywilnoprawnych podlegać będzie natomiast na przykład nabycie przez fundusz inwestycyjny udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Wysokość podatku w tym przypadku wynosić będzie 1% wartości rynkowej udziałów.

Kolejnym rodzajem podatku jest podatek od towarów i usług, tzw. VAT. Zgodnie z postanowieniami art. 43 ust. 1 pkt 12a Ustawy o podatku od towarów i usług, zwalnia się od podatku usługi zarządzania funduszami inwestycyjnymi, alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zbiorczymi portfelami papierów wartościowych - w rozumieniu przepisów o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Podkreślić przy tym należy, że w aktualnym stanie prawnym, Ustawa o podatku od towarów i usług nie zawiera definicji legalnej usługi zarządzania funduszami inwestycyjnymi. Wraz z dniem 1 kwietnia 2013 r., na mocy art. 1 pkt 34 lit. d ustawy z 7 grudnia 2012 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw, uchylony został art. 43 ust. 8 Ustawy o podatku od towarów i usług. Stanowił on, że „przez zarządzanie, o którym mowa w ust. 1 pkt 12, rozumie się:

A. | zarządzanie aktywami;

B. | dystrybucję tytułów uczestnictwa;

- C. | tworzenie rejestrów uczestników i administrowanie nimi;
- D. | prowadzenie rachunków i rejestrów aktywów;
- E. | przechowywanie aktywów”.

Celem uchylecia ust. 8 w art. 43 Ustawy o podatku od towarów i usług było dostosowanie przepisów Ustawy o podatku od towarów i usług do orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości UE.

W związku z powyższym, przy omawianym zagadnieniu, najważniejszą funkcję pełni przepis art. 43 Ustawy o podatku od towarów i usług, który stanowi m.in. podstawę zwolnienia TFI z obowiązku uiszczenia podatku od towarów i usług w związku z prowadzoną działalnością.

Należy także zwrócić uwagę, że zgodnie z dyspozycją art. 43 ust. 1 pkt 12 lit. e z opodatkowania zwolnione są również pracownicze programy emerytalne w rozumieniu przepisów Ustawy o pracowniczych programach emerytalnych. Podkreślenia wymaga fakt, że art. 43 Ustawy o podatku od towarów i usług stanowi katalog zamknięty czynności zwolnionych z opodatkowania, wobec czego nie jest prawnie dopuszczalne modyfikowanie czy też rozszerzanie katalogu czynności, które mogą być zwolnione z podatku od towarów i usług.

12.2. OPODATKOWANIE DOCHODÓW WYNIKAJĄCYCH Z POSIADANIA CERTYFIKATÓW INWESTYCYJNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH ZAMKNIĘTYCH

12.2.1.OSOBY FIZYCZNE

Zasady opodatkowania dochodu uzyskanego przez uczestnika funduszu inwestycyjnego z tytułu posiadania certyfikatów inwestycyjnych reguluje art. 30a Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych. Zgodnie z przywołanym przepisem, **od uzyskanych na terytorium RP dochodów z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych pobiera się zryczałtowany podatek dochodowy w wysokości 19% uzyskanego dochodu**. Podatek pobiera się po pomniejszeniu przychodu o koszty jego uzyskania.

Dochodem wynikającym z posiadania certyfikatów inwestycyjnych jest **dochód uzyskany z ich wykupu przez fundusz inwestycyjny, ustalany jako różnica między sumą przychodów uzyskanych z tego tytułu a wydatkami poniesionymi na nabycie certyfikatów**, o których mowa w art. 23 ust. 1 pkt 38 Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych.

Dochodów uzyskanych przez osoby fizyczne z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych nie łączy się z dochodami opodatkowanymi na zasadach ogólnych, określonych w art. 27 Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych. Zryczałtowany podatek dochodowy jest pobierany i rozliczany przez płatnika, czyli fundusz inwestycyjny dokonujący wypłaty na rzecz podatnika. Podatnicy nie składają odrębnych zeznań podatkowych z tytułu uzyskanego dochodu.

12.2.2 OSOBY PRAWNE

Zasady opodatkowania dochodu uzyskanego przez uczestnika funduszu inwestycyjnego z tytułu posiadania certyfikatów inwestycyjnych reguluje Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, znajdująca zastosowanie do opodatkowania dochodów osób prawnych, spółek kapitałowych w organizacji oraz jednostek organizacyjnych niemających osobowości prawnej, z wyjątkiem spółek cywilnych oraz osobowych spółek handlowych.

Zgodnie z treścią art. 19 ust. 1 Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, osoby prawne są zobowiązane do samodzielnego zapłacenia podatku dochodowego na zasadach ogólnych, według stawki 19%. Dochodem jest nadwyżka sumy przychodów nad kosztami ich uzyskania osiągnięta w roku podatkowym. Zgodnie z dyspozycją art. 16 ust. 1 pkt 8 Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, przy ustalaniu dochodu z umorzenia certyfikatów inwestycyjnych, wydatki poniesione na nabycie tych certyfikatów inwestycyjnych stanowią koszt uzyskania przychodów.

Zasady opodatkowania dochodu uzyskanego przez uczestnika funduszu inwestycyjnego z tytułu obrotu certyfikatami inwestycyjnymi na gruncie Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, są analogiczne do zasad dotyczących osób fizycznych opisanych w dalszej części.

12.2.3. OSOBY ZAGRANICZNE

Dla określenia obowiązków podatkowych w odniesieniu do podmiotów, które nie mają na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej swojej siedziby

lub w przypadku osób fizycznych miejsca zamieszkania lub pobytu, konieczne jest uwzględnienie charakteru ustroju podatkowego obowiązującego w ich kraju macierzystym oraz uwzględnienie treści umów międzynarodowych w sprawie zapobiegania podwójnemu opodatkowaniu zawartych przez Rzeczpospolitą Polską z krajami zamieszkania tych osób. Co do zasady, zastosowanie stawki wynikającej z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania albo wręcz niepobieranie podatku możliwe jest wyłącznie po przedstawieniu funduszowi przez podatnika zaświadczenia o jego miejscu rezydencji podatkowej, wydanego przez właściwy zagraniczny organ administracji podatkowej. Dokument taki potocznie zwany jest certyfikatem rezydencji.

12.3. OPODATKOWANIE DOCHODÓW WYNIKAJĄCYCH Z OBROTU CERTYFIKATAMI



Zasady opodatkowania dochodu uczestnika funduszu inwestycyjnego z tytułu obrotu certyfikatami w momencie wyjścia z funduszu, uczestnik jest zobowiązany do zapłaty podatku dochodowego w wysokości 19% uzyskanego dochodu, którym jest wartość certyfikatów funduszu inwestycyjnego pomniejszona o wydatki (koszty) poniesione na ich nabycie.

Dochodów uzyskanych przez osoby fizyczne z tytułu obrotu certyfikatami inwestycyjnymi nie łączy się z dochodami opodatkowanymi na zasadach ogólnych, określonych w art. 27 Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych.

Po zakończeniu roku podatkowego, podatnik jest zobowiązany, w odrębnym zeznaniu podatkowym, wykazać uzyskane w roku podatkowym dochody z odpłatnego zbycia certyfikatów inwestycyjnych i obliczyć należny podatek dochodowy. Ryczałtowego opodatkowania dochodów z tytułu obrotu certyfikatami inwestycyjnymi, co do zasady, nie stosuje się, jeżeli odpłatne zbycie certyfikatów następuje w związku z wykonywaniem działalności gospodarczej.

12.4. PODATEK OD CZYNNOŚCI CYWILNOPRAWNYCH



Zgodnie z art. 9 pkt 9 Ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych, sprzedaż praw majątkowych,

będących instrumentami finansowymi, na rzecz firm inwestycyjnych (bądź za ich pośrednictwem) oraz sprzedaż tych instrumentów dokonywana w ramach obrotu zorganizowanego, bądź dokonywana poza obrotem zorganizowanym przez firmy inwestycyjne (jeżeli prawa te zostały nabyte przez te firmy w celu obrotu zorganizowanego), jest zwolniona od podatku od czynności cywilnoprawnych.

W pozostałych przypadkach zbycie certyfikatów inwestycyjnych, zgodnie z art. 7 ust. 1 pkt 1 lit. b Ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych, podlega podatkowi w wysokości 1% wartości rynkowej zbywanych certyfikatów inwestycyjnych.

Zgodnie z art. 4 pkt 1 Ustawy o podatku od czynności cywilnoprawnych, w przypadku umowy sprzedaży, obowiązek podatkowy ciąży na kupującym. Podatnicy są obowiązani, bez wezwania organu podatkowego, złożyć deklarację w sprawie podatku od czynności cywilnoprawnych oraz obliczyć i wpłacić podatek w terminie 14 dni od dnia nabycia.



O KANCELARII



KANCELARIA PRAWNA SNAŻYK MORDAKA RADCOWIE PRAWNI SPÓŁKA PARTNERSKA specjalizuje się w zagadnieniach związanych z prawem rynku kapitałowego, venture capital i private equity.

Zapewniamy kompleksowe wsparcie prawne dla instytucji technologicznych, finansowych, towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, startupów oraz podmiotów poszukujących wsparcia przy zawieraniu transakcji i przekształceniach własnościowych.

Niezależnie od działalności doradczej na rynku usług finansowych i biznesowych, kancelaria od 2017 r. prowadzi procesy sądowe w przedmiocie zwalczania nieuczciwych postanowień w umowach kredytów udzielanych w CHF.

GŁÓWNYMI SPECJALIZACJAMI KANCELARII SĄ:



RYNKI KAPITAŁOWE/ VC

Venture Capital, Private Equity, fundusze inwestycyjne, fuzje i przejęcia.



OBŚŁUGA PRAWNA TFI I FI

Doradzaliśmy przy tworzeniu wszystkich typów inwestycyjnych.



RYNEK KAPITAŁOWY

Współpracujemy z podmiotami nadzorowanymi w celu zapewnienia zgodności prowadzonej przez nich działalności z prawem.

AUTORZY PUBLIKACJI



Katarzyna Mordaka

PARTNER, RADCA PRAWNY

Katarzyna jest ekspertem w prawie rynku kapitałowego ze szczególnym uwzględnieniem zagadnień związanych z działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych, prawa papierów wartościowych oraz prawa spółek.

Jej doświadczenie zawodowe to kilkanaście lat pracy jako prawnik na rynku kapitałowym, w tym 10 lat na stanowiskach specjalistycznych i kierowniczych w towarzystwach funduszy inwestycyjnych (KBC TFI S.A., BPH TFI S.A.). Do jej obowiązków należała m. in. bieżąca obsługa prawna towarzystw funduszy inwestycyjnych jak i zarządzanych przez nie funduszy inwestycyjnych, udzielanie porad prawnych, opinii i wyjaśnień w zakresie stosowania prawa, jak również tworzenie oraz administrowanie pracowniczymi programami emerytalnymi oraz pozostałymi produktami oszczędnościowymi oferowanymi przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych opartymi na inwestycjach w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Posiada tytuł zawodowy radcy prawnego, uzyskany po odbyciu aplikacji radcowskiej w Okręgowej Izbie Radców Prawnych w Warszawie. Ponadto ukończyła podyplomowe studia Prawa Rynku Kapitałowego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, a także uczestniczyła w szeregu szkoleń regulacyjnych organizowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz inne podmioty specjalizujące się w zagadnieniach rynku kapitałowego i finansowego. Jest autorem wielu publikacji i opracowań z zakresu prawa rynku kapitałowego.



Krzysztof Szachogłuchowicz

RADCA PRAWNY

Krzysztof jest ekspertem z zakresu prawa rynku kapitałowego ze szczególnym uwzględnieniem zagadnień związanych z działalnością towarzystw funduszy inwe-

stycyjnych, funduszy inwestycyjnych, alternatywnych spółek inwestycyjnych oraz prawa papierów wartościowych. Krzysztof posiada wieloletnie doświadczenie, początkowo jako in-house lawyer w instytucji sektora bankowego, a następnie jako in-house lawyer w towarzystwach funduszy inwestycyjnych.

Głównym obszarem aktywności zawodowej Krzysztofa jest bieżące doradztwo prawne towarzystwom funduszy inwestycyjnych, jak również obsługa produktów inwestycyjnych opartych na jednostkach uczestnictwa, w tym PPE, IKE i IKZE. W ramach codziennej pracy, Krzysztof zajmuje się także obsługą funduszy Venture Capital oraz Private Equity prowadzonych w formule alternatywnych spółek inwestycyjnych.

Krzysztof posiada tytuł zawodowy radcy prawnego, uzyskany po odbyciu aplikacji radcowskiej w Okręgowej Izbie Radców Prawnych w Warszawie. Jest autorem kilkudziesięciu artykułów z zakresu działalności polskich oraz zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Jest również autorem bloga *portfelefunduszy.pl*.



Jakub Polak

RADCA PRAWNY

Jakub specjalizuje się w prawie rynku finansowego, w szczególności w zakresie funduszy inwestycyjnych i funduszy venture capital, a także w transakcjach kapitałowych i umowach inwestycyjnych dla start-upów.

Jakub zdobywał doświadczenie na stanowisku in-house lawyer w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, gdzie nabył praktyczną wiedzę w zakresie funduszy inwestycyjnych zamkniętych i funduszy inwestycyjnych otwartych. Doświadczenie zdobywał również w kancelariach prawnych i departamentach prawnych innych spółek kapitałowych.

Jest autorem wielu publikacji z zakresu prawa rynku kapitałowego (w tym w Gazecie Parkiet i Pulsie Biznesu), jak również był gościem audycji radiowej w Radio TOK FM.

Posiada tytuł Radcy Prawnego. Tytuł magistra prawa uzyskał na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie



Zuzanna Walczyk

RADCA PRAWNY

Zuzanna specjalizuje się w prawie rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem zagadnień związanych z działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych.

Zuzanna zdobywała doświadczenie zawodowe w Komisji Nadzoru Finansowego, w Departamencie Funduszy Inwestycyjnych. Do jej obowiązków należało m.in. prowadzenie postępowań o udzielenie zezwoleń związanych z funkcjonowaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych otwartych, specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych oraz dystrybutorów tytułów uczestnictwa funduszy, a także udział w opracowywaniu wewnętrznych oraz zewnętrznych stanowisk Komisji. Zuzanna pracowała również jako in-house lawyer w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, gdzie zajmowała się obsługą korporacyjną i regulacyjną towarzystwa jako spółki akcyjnej i podmiotu nadzorowanego oraz współpracowała ze wszystkimi departamentami.

Posiada tytuł Radcy Prawnego. Tytuł magistra prawa uzyskała na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego



Ewelina Dąbrowska

PRAWNIK

Ewelina specjalizuje się w prawie rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem zagadnień związanych z działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych. Ponadto jest ekspertem w zakresie ochrony danych osobowych.

Ewelina doświadczenie zawodowe zdobywała jako in-house lawyer w towarzystwie funduszy inwestycyjnych. Zajmowała się tam zarówno bieżącą obsługą prawną funduszy zarządzanych przez towarzystwo, jak również obsługą korporacyjną i regulacyjną towarzystwa jako spółki akcyjnej i podmiotu nadzorowanego oraz współpracą innymi departamentami spółki. Tytuł magistra uzyskała na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Łódzkiego.

***Handbook opracowany został przez zespół Kancelarii.
Szczególnie podziękowania kierujemy do Pana Miłosza Sałagana za wkład
w przygotowanie niniejszej publikacji.***

WYKAZ SKRÓTÓW, ŹRÓDŁA PRAWA:

1. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. 2018 r. poz. 1355 z późn. zm., dalej: „UFI”, „Ustawa”, „Ustawa o funduszach inwestycyjnych”);
2. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. 2018 r. poz. 1025 z późn. zm., dalej: „Kodeks Cywilny”, „K.C.”);
3. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2018 r. poz. 512 z późn. zm., dalej: „Ustawa o ofercie”);
4. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2018 r. poz. 106 z późn. zm., dalej: „Ustawa o obrocie”);
5. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. 2018 r. poz. 1417 z późn. zm., dalej: „Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym”);
6. Kodeks postępowania administracyjnego z dnia 14 czerwca 1960 r. (Dz. U. 2018 r. poz. 149 z późn. zm., dalej: „K.P.A.”);
7. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych z dnia 20 lipca 2017 r. (Dz.U. z 2017 r. poz. 1444 z późn. zm., dalej: „Rozporządzenie TFI”);
8. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych z dnia 24 grudnia 2007 r. (Dz.U. Nr 249, poz. 1859 z późn. zm., dalej: „Rozporządzenie RF”);
9. Ustawa o pracowniczych programach emerytalnych z dnia 20 kwietnia 2004 r. Dz.U. z 2016 r. poz. 1449 z późn. zm., dalej: „Ustawa o pracowniczych programach emerytalnych”);
10. Ustawa o podatku od czynności cywilnoprawnych z dnia 9 września 2000 r. (Dz.U. z 2017 r. poz. 1150 z późn. zm., dalej: „Ustawa o podatku od czynności cywilnoprawnych”);
11. Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych z dnia 26 lipca 1991 r. (Dz. U. 2018 r. poz. 1509 z późn. zm., dalej: „Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych”);
12. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r., (Dz. U. 2018 r. poz. 1036 z późn. zm., dalej: „Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych”);
13. Ustawa o podatku od towarów i usług z dnia 11 marca 2004 r. Dz.U. z 2017 r. poz. 1221 z późn. zm., dalej: „Ustawa o podatku od towarów i usług”);
14. FIZ – fundusz inwestycyjny zamknięty;
15. KNF, Komisja – Komisja Nadzoru Finansowego;
16. Podatek VAT – podatek od towarów i usług;
17. RI – Rada Inwestorów;
18. Success fee – wynagrodzenie za sukces;
19. TFI, Towarzystwo – towarzystwo funduszy inwestycyjnych;
20. ZI – Zgromadzenie Inwestorów;
21. UKNF – Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.



**SNAŻYK
MORDAKA**

W razie jakichkolwiek pytań lub wątpliwości
zapraszamy do kontaktu:

office@skmlegal.pl

+48 (22) 612 62 32

www.snazykmordaka.pl