

Różnice w wymogach regulacyjnych dotyczących tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych typu UCISTS w świetle legislacji obowiązującej w Polsce oraz Wielkim Księstwie Luksemburga

W związku z dynamicznym rozwojem rodzinnego rynku funduszy inwestycyjnych oraz wejściem Polski do Unii Europejskiej, a w konsekwencji otwarciem tego rynku dla podmiotów zarejestrowanych w krajach Unii Europejskiej, Polska stała się znaczącym uczestnikiem europejskiego rynku inwestycji i zarządzania aktywami. Jednak pomimo dynamicznego wzrostu liczby polskich funduszy inwestycyjnych oraz wartości aktywów pod ich zarządzaniem, stanowią one nadal niewielki procent europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych (0,3%).

W celu wykazania istniejących dysproporcji, jakie występują pomiędzy rozwijającym się polskim rynkiem funduszy inwestycyjnym, a „okrzepłymi” już rynkami zachodnio europejskimi, Izba Zarządzających zleciła wyspecjalizowanej, renomowanej firmie consultingowej przeprowadzenie analizy porównawczej aspektów tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych typu UCITS w Polsce oraz Wielkim Księstwie Luksemburga. Uzyskany raport okazał się pomocnym narzędziem w analizie różnic w prowadzeniu działalności przez fundusze inwestycyjne w Polsce i Wielkim Księstwie Luksemburga. Raport ukazuje różnice w warunkach funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w zakresie ich tworzenia, poziomu skomplikowania i zakresu sprawozdawczości statutowej, raportowania do organu nadzoru, a także zawartości informacyjnej i publikacji prospektów informacyjnych.

Najistotniejsze zdaniem Izby różnice pomiędzy wymogami regulacji obowiązujących w Polsce i Wielkim Księstwie Luksemburga, przy uwzględnieniu ich specyfiki, które mogą wpływać, w niedługiej perspektywie czasu, na zaburzenie konkurencyjności pomiędzy podmiotami polskimi a zagranicznymi:

Tworzenie towarzystwa i funduszu inwestycyjnego

- Proces rejestracyjny spółki zarządzającej z siedzibą w Luksemburgu obciążony jest mniej szczegółowymi obowiązkami informacyjnymi w zakresie akcjonariatu spółki jak i kwalifikacji zawodowych przyszłych władz spółki. Wymagane dane w tym zakresie dotyczą jedynie tych akcjonariuszy, którzy posiadają pośrednio lub bezpośrednio więcej niż 10% kapitału zakładowego lub głosów na WZA spółki zarządzającej. Z kolei w przypadku polskiej regulacji obowiązują szerokie wymagania w zakresie informacji o akcjonariuszach posiadających powyżej 5% liczby głosów na WZA towarzystwa lub udziału w kapitale zakładowym towarzystwa. Z analogiczną dysproporcją mamy do czynienia w przypadku obowiązków informacyjnych związanych z zaangażowaniem podmiotów dominujących w stosunku do spółki zarządzającej jak też wykazywaniem ich podmiotów zależnych.

- Przepisy luksemburskie odmiennie do regulacji polskich nie zawierają szczegółowych wymogów kwalifikacji kadry zarządzającej spółką. Tym czasem według art. 42 ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych członkiem zarządu polskiego towarzystwa funduszy inwestycyjnych może być osoba, która posiada pełną zdolność do czynności prawnych, nie była karana za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe oraz posiada dobrą opinię w związku ze sprawowanymi funkcjami. Jednocześnie, co najmniej dwóch członków zarządu, w tym prezes zarządu, musi posiadać wyższe wykształcenie lub prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego, a także legitymować się stażem pracy nie krótszym niż 3 lata na kierowniczym lub samodzielny stanowisku w instytucjach finansowych lub pełnieniem przez ten okres funkcji w organach tych instytucji.
- Według rodzimej ustawy o funduszach inwestycyjnych maksymalny okres oczekiwania na uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenia działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych i/lub na utworzenie funduszu inwestycyjnego wynosi 2 miesiące, przy czym praktyka pokazuje, że proces ten rozciąga się nawet do 4-6 miesięcy. W przypadku starania się o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności przez towarzystwo będące spółką zależną od spółki zarządzającej, firmy inwestycyjnej, kredytowej lub ubezpieczeniowej mającej siedzibę w innym kraju członkowskim, (co wymaga zasięgnięcia przez polski urząd nadzoru opinii organu nadzoru tego kraju), termin autoryzacji towarzystwa może zostać przedłużony nawet do 6 miesięcy, co często powoduje, że przedsięwzięcie staje się już nieatrakcyjne rynkowo. Sytuacja ta wyraźnie kontrastuje z warunkami licencjonowania w Wielkim Księstwie Luksemburga, gdzie proces wydawania stosownych zezwoleń nie trwa dłużej niż 1-2 miesiące, mimo że liczba podmiotów starających się o prowadzenie działalności inwestycyjnej w Luksemburgu znacznie przewyższa polskie realia. Taka sytuacja w świetle tzw. arbitrażu regulacyjnego powoduje, że zagraniczni inwestorzy wybierają to właśnie państwo jako miejsce domicylowania swoich funduszy, a istnieje również realna groźba, że śladem tym pójdą także polskie podmioty.
- Zgodnie z polską ustawą o funduszach inwestycyjnych zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego wygasa, jeżeli w określonym w statucie terminie na dokonanie zapisów na jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne, licząc od dnia doręczenia zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego, towarzystwo nie zebrało wpłat w wysokości określonej w statucie (nie mniejszej niż 4 mln zł). Tym czasem w przypadku regulacji luksemburskich, minimalny kapitał funduszu musi być osiągnięty w ciągu 6 miesięcy od daty udzielania zezwolenia;

Statut funduszu inwestycyjnego

- W zakresie zawartości statutu funduszu można także dopatrzeć się istotnych różnic. W przypadku funduszy luksemburskich wystarczające jest określenie

jedynie ram inwestycyjnych funduszu lub subfunduszy bez konieczności szczegółowego opisywania celu inwestycyjnego i zasad polityki inwestycyjnej. Zgoła odmiennie kwestia ta rozstrzygnięta została przez polskiego ustawodawcę. Statut polskiego funduszu inwestycyjnego musi precyzyjnie i dosyć szczegółowo określać cel inwestycyjny funduszu i nastawioną na jego realizację politykę inwestycyjną, w szczególności wskazywać typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu, kryteria doboru lokat, zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne oraz dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. Co więcej dane te powinny być zamieszczane także w prospekcie informacyjnym funduszu.

- Inaczej niż w przypadku polskich norm, w statucie funduszu luksemburskiego nie ma obowiązku umieszczenia m. in. zasad zawierania umów z depozytariuszem, łącznej wartości wpłat do funduszu inwestycyjnego niezbędnej do utworzenia funduszu, jak też minimalnej łącznej sumy wpłat.
- W odmienny sposób uregulowane są także kwestie zmian statutu funduszu, które wymagają zezwolenia organu nadzoru. W przypadku zmiany statutu funduszu luksemburskiego wymagana jest co prawda zgoda na większość takich zmian, ale znacznie mniej czasochłonny jest proces rozpatrywania wniosku przed organem oraz mniej skomplikowane są zasady wprowadzania w życie tych zmian. W przypadku, gdy zmiana statutu luksemburskiego dotyczy sytuacji dotychczasowych uczestników funduszu, zmiany wchodzi w życie w terminie 1 miesiąca od dnia ogłoszenia. W praktyce postępowania przed luksemburskim organem nadzoru, w sposób nieformalny zawiadamia się fundusz/spółkę zarządzającą o akceptacji zmian (na zasadzie *pre-filingu*). Wówczas fundusz dokonuje ogłoszenia tych zmian, termin wejścia w życie biegnie swoim trybem, równoległe do procedur administracyjnych, które toczą się przed organem nadzoru. Zmiana statutu polskiego funduszu inwestycyjnego w zakresie, który wymaga zgody Komisji (w tym utworzenie nowego subfunduszu), wchodzi w życie w terminie 3 miesięcy od dnia dokonania ogłoszenia o zmianie statutu po uzyskaniu takiego zezwolenia. Z kolei zmiana statutu, która nie wymaga zezwolenia Komisji, wchodzi w życie w terminie 3 miesięcy od dnia dokonania ogłoszenia o zmianie statutu - w przypadku zmiany statutu w zakresie celu inwestycyjnego oraz polityki inwestycyjnej oraz z dniem ogłoszenia - w pozostałych przypadkach.
- W przeciwieństwie do norm polskich, przepisy luksemburskie nie przewidują, w przypadku tworzenia nowego subfunduszu, obowiązku zmiany statutu tego funduszu, ani nawet przedstawiania go organowi nadzoru do akceptacji. Statuty luksemburskich funduszy z wydzielonymi subfunduszami nie muszą zawierać informacji o poszczególnych subfunduszach, ich strategiach i szczegółowych politykach inwestycyjnych, a jedynie wspólne ramy polityki inwestycyjnej oraz wyraźne wskazanie, że fundusz może tworzyć subfundusze oraz zasady i tryb tworzenia tych subfunduszy. W tym kontekście przejawem zbędnej biurokracji wydaje się być proces tworzenia w Polsce nowych subfunduszy w ramach

funduszy z wydzielonymi subfunduszami. Obecne regulacje przewidują bowiem konieczność uzyskania *de facto* każdorazowego zezwolenia na utworzenie nowego subfunduszu oraz ze względu na różne terminy wejścia w życie zmian w statucie z funduszu z wydzielonymi subfunduszami w tym zakresie, znacznie wydłużają okres oczekiwania na uruchomienie przez towarzystwo nowego produktu, który w świetle korzystnych dla uczestnika rozwiązań podatkowych, stał się niezmiernie atrakcyjny w ostatnim czasie. Sytuacja ta osłabia jedną z podstawowych korzyści, jakie na rozwiniętych rynkach wiążą się z tworzeniem i funkcjonowaniem funduszy z wydzielonymi subfunduszami, mianowicie, łatwość tworzenia kolejnych subfunduszy. Należy tu wskazać także na wnioski z raportu na temat efektywności rynku funduszy UCITS opracowanego przez grupę ekspertów powołanych przez Komisję Europejską (*Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency, July 2006*), który jako jedną z przeszkód rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych UCITS wymienia zbyt długie oraz nadmiernie zbiurokratyzowane procedury autoryzacyjne w poszczególnych krajach członkowskich. Dotyczą one zarówno udzielania zezwoleń dla nowych funduszy, rozwijania oferty produktowej o nowe subfundusze, jak i procesu notyfikacji. Niektóre propozycje zmian do dyrektywy UCITS w obszarze autoryzacji funduszy i subfunduszy są następujące:

- wprowadzenie maksymalnego okresu oczekiwania na zezwolenie utworzenia nowej struktury inwestycyjnej (funduszu lub funduszu z wydzielonymi subfunduszami) do 20 dni roboczych od dnia otrzymania kompletu dokumentów. Jeśli aplikacja do organu nadzoru jest niekompletna to taki organ nadzoru musi, w okresie do 10 dni roboczych od otrzymania początkowego wniosku, powiadomić wnioskodawcę o konieczności dokonania uzupełnień,
- w przypadku dodania nowego subfunduszu do istniejącej struktury inwestycyjnej organ nadzoru musi podjąć decyzję o autoryzacji w ciągu 10 dni roboczych od otrzymania wymaganej dokumentacji - prospektu oraz ewentualnie statutu (tylko, gdy jest to konieczne). Postępowanie w zakresie uzupełnienia braków jest analogiczne do opisanego powyżej.

Materiały informacyjne i sprawozdawcze

- Różnic można doszukać się także w zakresie i formie prezentowania informacji dotyczących funduszy inwestycyjnych. Regulacje Wielkiego Księstwa Luksemburga dopuszczają np. możliwość tworzenia odrębnych prospektów informacyjnych dla poszczególnych subfunduszy, a w ramach samych prospektów informacyjnych nie ma potrzeby załączania statutu funduszu, jeżeli prospekt zawiera odpowiednią informację o miejscu jego dostępności.
- Skrót prospektu informacyjnego funduszy luksemburskich ograniczony jest do niezbędnych dla inwestora informacji, powodując minimalizację objętości tego dokumentu. W tym świetle dużym problemem okazuje się znaczne przesycenie

zbędnymi, z punktu widzenia uczestnika funduszu, informacjami zawartymi w podstawowych dokumentach informacyjnych polskich funduszy inwestycyjnych. Porównując zakres informacji zawartych w statutach polskich i luksemburskich funduszy inwestycyjnych wyraźnie zaznacza się dysproporcja pomiędzy udostępnianymi informacjami w zakresie polityki inwestycyjnej. Jak to już zostało powyżej wskazane zakres informacji jaki otrzymuje polski uczestnik, jest nieporównywalnie większy z danymi dostępnymi uczestnikom funduszy luksemburskich (uczestnikowi funduszu luksemburskiego do podjęcia decyzji o przystąpieniu do funduszu, pomocne są jedynie ramowo przedstawione zasady polityki inwestycyjnej, wskazującej na ogólny kierunek inwestycyjny przyjęty przez dany fundusz). Należy się zastanowić czy taka dawka informacji w statucie polskiego funduszu jest rzeczywiście niezbędna dla przeciętnego, polskiego inwestora. Tym bardziej, że w o wiele bardziej dostępnej formie informacje te umieszczone są także w dokumencie ofertowym funduszu, jakim jest prospekt informacyjny, co więcej statut funduszu stanowi załącznik do tego dokumentu. Z tego punktu widzenia istotne wydają się uwagi, jakie eksperci Komisji Europejskiej zamieścili w tzw. „Białej księdze w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku funduszy inwestycyjnych” {SEC(2006)1451}, {SEC(2006)1452}, w kontekście weryfikacji dotychczasowych regulacji unijnych w zakresie funkcjonowania dokumentu informacyjnego, jakim jest skrót prospektu informacyjnego. Zgodnie z pierwotnym zamiarem ustawodawcy wspólnotowego, uproszczony prospekt informacyjny miał za zadanie udostępnienie inwestorom i pośrednikom podstawowych informacji o możliwym ryzyku, związanych kosztach oraz spodziewanym zysku danego produktu. Zdaniem ekspertów praktyka wykazuje, że skrót w obecnej formie, nie spełnia on swojej roli informacyjnej, a powoduje jedynie znaczny nakład kosztów. Dokument ten jest zbyt długi oraz niezrozumiały dla zamierzonych odbiorców. Padł on ofiarą rozbieżnych sposobów wdrażania oraz „upiększania” przepisami krajowymi: w ramach implementacji przez poszczególne kraje członkowskie stosowne zalecenie Komisji było częściej łamane niż stosowane w praktyce. Skutkiem są ogromne ilości papieru zużytego na publikowanie informacji o niewielkiej wartości dla inwestorów, ale prowadzące do znacznego wzrostu kosztów stałych w sektorze funduszy. W związku z tym przyjęto założenie, że konieczne są działania prowadzące do zmiany punktu ciężkości uproszczonego prospektu tak, aby zawierał on krótkie i zrozumiałe dla inwestora końcowe podsumowanie kosztów, ryzyka oraz oczekiwanych wyników produktu. Skrócony prospekt informacyjny powinien uwzględniać takie same podstawowe informacje dla wszystkich UCITS z siedzibą w dowolnym państwie UE. Wymagana będzie również zmiana postanowień obecnej dyrektywy tak, aby lepiej określić cel i główne zasady prospektu emisyjnego, a także umożliwić przyjęcie przepisów wykonawczych pozwalających wydać jednolite obowiązujące przepisy prawne w tym zakresie.

- W przeciwieństwie do wymogów luksemburskich w przypadku subfunduszy wydzielonych w ramach funduszy inwestycyjnych działających w Polsce istnieje

wymóg sporządzania jednostkowych sprawozdań finansowych oraz odrębnego połączonego sprawozdania finansowego funduszu zawierającego dane skonsolidowane. W przypadku luksemburskich *umbrelli* konieczne jest sporządzenie tylko jednego sprawozdania finansowego zawierającego dane jednostkowe i połączone. W rezultacie audytor wydaje tylko jedną opinię oraz raport z badania do jednego sprawozdania *umbrelli*, podczas gdy w warunkach polskich wymóg ten dotyczy każdego jednostkowego sprawozdania finansowego subfunduszu oraz połączonego sprawozdania finansowego funduszu;

Mając na względzie powyższe porównanie oraz biorąc pod uwagę kryterium efektywności i elastyczności, ale także pragmatykę nadzoru i poziom bezpieczeństwa inwestorów, należy zauważyć, że większość ze zidentyfikowanych różnic interpretowana jest na korzyść funduszy luksemburskich. W szczególności z punktu widzenia uczestników polskiego rynku funduszy inwestycyjnych najistotniejszymi trudnościami, stojącymi na drodze w dążeniu do zapewnienia przynajmniej porównywalnych warunków rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, są obciążenia biurokratyczne i nadmierne wymogi formalno-prawne stawiane przez polskie ustawodawstwo.

Wnioski, jakie nasuwają się po lekturze raportu, wskazują na czynniki sukcesu Luksemburga jako ośrodka finansowego przyciągającego europejskie i światowe firmy zarządzające funduszami. Przede wszystkim jest to stabilność polityczna, przejrzyste wymogi prawne, których implementacja na podstawie dyrektyw Komisji Europejskiej jest dokonywana bez nakładania dodatkowych wymogów i regulacji, dostęp do wysoko wykwalifikowanych pracowników, wyważone podejście komisji nadzoru sektora finansowego w procesie autoryzacji oraz bieżącego nadzoru, przy jednoczesnym zapewnieniu niezbędnej ochrony inwestorom. Stąd często Luksemburg jest wskazywany jako swoiste „eldorado” dla funduszy inwestycyjnych, które stosując arbitraż regulacyjny wybierają to właśnie państwo jako miejsce domicylowania swoich funduszy. Następnie korzystając z paszportu europejskiego, jaki daje dyrektywa UCITS, jednostki inwestycyjne takich funduszy są dystrybuowane w państwach członkowskich na zasadzie notyfikacji. Z chwilą wprowadzenia przez Komisję Europejską postulowanych przez ekspertów zmian do Dyrektyw UCITS skutkujących uproszczeniem i przyspieszeniem procesów notyfikacyjnych, stosowanie arbitrażu regulacyjnego pomiędzy poszczególnymi jurysdykcjami nie powinno stanowić tak istotnego czynnika dysproporcji rozwoju poszczególnych rynków. Stąd w interesie każdego państwa członkowskiego chcącego rozwijać sektor funduszy inwestycyjnych jest dokonanie obiektywnego porównania obowiązujących w tym względzie przepisów, ich poziomu skomplikowania oraz stosowanego reżimu regulacyjnego z prawodawstwem unijnym oraz najlepszymi praktykami i rekomendacjami.

Odnosząc się do obecnej kondycji polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, należy być jednak optymistą, szczególnie biorąc pod uwagę deklarowaną w ostatnich miesiącach przez Komisję Nadzoru Finansowego zasadę partnerskiej współpracy z rynkiem, abstrahując jednak od niektórych działań, które stoją w sprzeczności z duchem

tej zasady. Wydaje się, że obrany kierunek rozwoju jest właściwy, ale zdaniem Izby niezbędny jest jeszcze większy nakład pracy ze strony wszystkich uczestników rynku, w szczególności w zakresie liberalizacji przepisów regulujących tworzenie i działalność polskich funduszy inwestycyjnych, wypracowania sprawnych zasad procedowania wniosków przed Komisją Nadzoru Finansowego oraz dalszego budowania partnerskich stosunków w relacjach między podmiotami rynku.