

**UNIWERSYTET JAGIELLOŃSKI
W KRAKOWIE
WYDZIAŁ PRAWA I ADMINISTRACJI**



Jarosław Kropiwnicki

**PRAWNA NATURA
TYTUŁÓW UCZESTNICTWA
W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH**

ROZPRAWA DOKTORSKA

Rozprawa doktorska napisana w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego
Uniwersytetu Jagiellońskiego pod kierunkiem naukowym
prof. dra hab. Mirosława Steca

Kraków 2017

Mojej najbliższej Rodzinie

SPIS TREŚCI

	<i>nr strony</i>
Spis treści	3
Wykaz skrótów	8
Wprowadzenie	13

Rozdział I

ISTOTA TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Pojęcie tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	23
1.1. Podstawa prawna uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym	23
1.2. Tytuły uczestnictwa a kategoria instrumentów finansowych	27
1.3. Kwestia dostępności tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych	31
1.4. Rys historyczno-porównawczy	37
1.4.1. Geneza funduszy inwestycyjnych jako instytucji wspólnego inwestowania	37
1.4.2. Konstrukcja funduszu inwestycyjnego jako instytucji wspólnego inwestowania na gruncie prawa Unii Europejskiej	45
1.4.3. Porównanie wybranych modeli tytułów uczestnictwa na rozwiniętych rynkach kapitałowych	53
1.4.3.1. Zagadnienia ogólne	53
1.4.3.2. Fundusze inwestycyjne w USA	54
1.4.3.3. Fundusze inwestycyjne w Wielkiej Brytanii	57
1.4.3.4. Fundusze inwestycyjne we Francji	59
1.4.3.5. Fundusze inwestycyjne w Niemczech	61

2. Rodzaje tytułów uczestnictwa	64
2.1. Zagadnienia ogólne	64
2.2. Jednostki uczestnictwa	65
2.2.1. Charakter prawny jednostki uczestnictwa	65
2.2.2. Typy jednostek uczestnictwa	69
2.3. Certyfikaty inwestycyjne	71
2.3.1. Charakter prawny certyfikatu inwestycyjnego	71
2.3.2. Typy certyfikatów inwestycyjnych	78
3. Źródła regulacji prawnej	80
3.1. Źródła prawa polskiego	80
3.2. Źródła prawa Unii Europejskiej	84
4. Uwagi podsumowujące	87

Rozdział II

UPRAWNIENIA I OBOWIĄZKI ZWIĄZANE Z TYTUŁAMI

UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne	96
2. Klasyfikacja uprawnień uczestnika funduszu	97
2.1. Uprawnienia majątkowe	97
2.1.1. Prawo do żądania zbycia jednostek uczestnictwa albo wydania certyfikatów inwestycyjnych	97
2.1.2. Prawo do otrzymywania dochodów lub przychodów ze zbycia lokat	101
2.1.3. Prawo rozporządzania tytułami uczestnictwa	104
2.1.4. Prawo do żądania odkupu albo wykupu tytułów uczestnictwa	106
2.1.5. Prawo do otrzymania potwierdzenia nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa	114
2.1.6. Prawo pierwszeństwa objęcia tytułów uczestnictwa	118
2.1.7. Prawo udziału w podziale majątku likwidacyjnego funduszu	119
2.2. Uprawnienia niemajątkowe (korporacyjne)	122
2.2.1. Prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników	122

2.2.2. Prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu inwestorów	128
2.2.3. Prawo zaskarżania uchwał zgromadzenia uczestników	133
2.2.4. Prawo uczestnictwa w radzie inwestorów	136
2.2.5. Prawo do informacji o sytuacji funduszu	142
3. Klasyfikacja obowiązków uczestnika funduszu	146
3.1. Zagadnienia ogólne	146
3.2. Obowiązek dokonania wpłaty na poczet tytułów uczestnictwa	147
3.3. Obowiązek ponoszenia kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu	151
3.3.1. Opłaty manipulacyjne	151
3.3.2. Opłaty za zarządzanie funduszem	152
3.3.3. Opłaty dodatkowe i inne koszty funduszu	152
4. Uwagi podsumowujące	153

Rozdział III

NABYWANIE TYTUŁÓW UCZESTNICTWA

W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne	156
2. Nabywanie jednostek uczestnictwa	158
2.1. Złożenie zapisu na jednostki uczestnictwa	158
2.2. Dokonanie wpłat na poczet jednostek uczestnictwa	160
2.3. Przydział jednostek uczestnictwa i wpis do rejestru uczestników	163
2.4. Ograniczenia możliwości nabycia jednostek uczestnictwa	165
2.5. Konwersja jednostek uczestnictwa	166
3. Nabywanie certyfikatów inwestycyjnych	168
3.1. Złożenie zapisów na certyfikaty inwestycyjne	168
3.2. Dokonanie wpłat na poczet certyfikatów inwestycyjnych	171
3.3. Zamknięcie emisji certyfikatów inwestycyjnych	178
3.4. Przydział certyfikatów inwestycyjnych	180
3.5. Wydanie certyfikatów inwestycyjnych	185
3.6. Konwersja, podział i scalanie certyfikatów inwestycyjnych	189
4. Uwagi podsumowujące	191

Rozdział IV

ROZPORZĄDZANIE TYTUŁAMI UCZESTNICTWA

W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne	193
2. Zbywanie tytułów uczestnictwa	194
2.1. Zasada niezbywalności jednostek uczestnictwa	194
2.2. Dziedziczenie jednostek uczestnictwa	195
2.3. Zbywalność certyfikatów inwestycyjnych i jej ograniczenia	198
2.3.1. Zagadnienia ogólne	198
2.3.2. Zbywanie certyfikatów inwestycyjnych imiennych	199
2.3.3. Zbywanie certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela	203
2.3.4. Specyfika zbywania certyfikatów inwestycyjnych w obrocie zorganizowanym	207
3. Obciążanie tytułów uczestnictwa ograniczonymi prawami rzeczowymi	211
3.1. Zastaw na jednostkach uczestnictwa	211
3.1.1. Dopuszczalność i sposób ustanowienia zastawu na jednostkach uczestnictwa	211
3.1.2. Realizacja prawa zastawu na jednostkach uczestnictwa	214
3.2. Zastaw na certyfikatach inwestycyjnych	216
3.2.1. Dopuszczalność i sposób ustanowienia zastawu na certyfikatach inwestycyjnych	216
3.2.2. Realizacja prawa zastawu na certyfikatach inwestycyjnych	219
4. Uwagi podsumowujące	221

Rozdział V

WYGAŚNIĘCIE PRAW I OBOWIĄZKÓW WYNIKAJĄCYCH

Z TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne	223
2. Umorzenie tytułów uczestnictwa	225
2.1. Odkupienie i umorzenie jednostek uczestnictwa	225
2.1.1. Istota i przesłanki dopuszczalności odkupienia jednostek uczestnictwa	225

2.1.2.	Realizacja dyspozycji odkupu jednostek uczestnictwa	227
2.1.3.	Ograniczenia możliwości odkupu jednostek uczestnictwa	229
2.2.	Wykup i umorzenie certyfikatów inwestycyjnych	233
2.2.1.	Istota i przesłanki dopuszczalności wykupu certyfikatów inwestycyjnych	233
2.2.2.	Rodzaje umorzenia certyfikatów inwestycyjnych	236
2.2.2.1.	Umorzenie dobrowolne	236
2.2.2.2.	Umorzenie przymusowe	237
2.2.2.3.	Umorzenie restytucyjne	239
2.3.	Szczególne przypadki umorzenia tytułów uczestnictwa	239
2.3.1.	Utrata zezwoleń na prowadzenie działalności lub zarządzanie funduszem	240
2.3.2.	Wykup certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego	243
2.3.3.	Wykup certyfikatów inwestycyjnych funduszu aktywów niepublicznych	244
2.3.4.	Wykup certyfikatów inwestycyjnych w związku z przejęciem zarządzania funduszem	247
2.4.	Wygaśnięcie tytułów uczestnictwa w przypadku likwidacji funduszu	248
3.	Uwagi podsumowujące	250

Zakończenie

KONKLUZJE I REKOMENDACJE

1.	Uwagi ogólne	254
2.	Wnioski z przeprowadzonych badań i analiz	255
3.	Rekomendacje i postulaty <i>de lege ferenda</i>	269

Bibliografia	272
---------------------------	-----

WYKAZ SKRÓTÓW

1) Źródła prawa

- dekret RM** dekret Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 1946 r. o umarzeniu utraconych dokumentów (Dz. U. z 1947 r. Nr 5, poz. 20)
- dyrektywa MiFID I** dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004 r.)
- dyrektywa MiFID II** dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r., wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z 02.09.2006 r.)
- dyrektywa UCITS** dyrektywa Rady WE 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985)
- dyrektywa UCITS III** dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się

do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (Dz. Urz. UE L 41 z 13.02.2002 r.)

dyrektywa UCITS IV dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Dz. Urz. UE L 302 z 17.11.2009 r.)

dyrektywa UCITS V dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r., zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014 r.)

dyrektywa ZAFI dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 17 z 01.07.2011 r.)

ICA ang. *Investment Company Act* – amerykańska ustawa o spółkach inwestycyjnych z dnia 22 sierpnia 1940 r. (opubl. L. 76 -768)

k.c. ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 459 ze zm.)

Konstytucja RP Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z 1997 r., nr 78, poz. 483 ze zm.)

k.p.c. ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (t.j.: Dz.U. z 2016 r., poz. 1822 ze zm.)

k.s.h. ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1577 ze zm.)

- o.p.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Ordynacja podatkowa (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 201 ze zm.)
- p.f.p.** ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (t.j.: Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239 ze zm.)
- u.f.i.** ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j.: Dz.U. z 2016 r., poz. 1896 ze zm.), zwana również: **„ustawą o funduszach inwestycyjnych”**
- u.n.r.f.** ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 196 ze zm.)
- u.n.z.f.** ustawa z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 891 ze zm.)
- u.o.i.f.** ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2017 r. poz. 1768 ze zm.)
- u.o.p.**.....ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 1639 ze zm.)
- u.p.b.** ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1876 ze zm.)
- u.p.e.a.** ustawa z dnia 17 czerwca 1966 r. o postępowaniu egzekucyjnym w administracji (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1201 ze zm.)
- u.z.r.** ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 1278 ze zm.)

2) Organy, fundusze i instytucje

- AFI** alternatywne fundusze inwestycyjne
- CIS** ang. *collective investment schemes* – model instytucji zbiorowego inwestowania w prawie brytyjskim
- ETF** ang. *exchange traded funds* – fundusze inwestycyjne w prawie amerykańskim, oparte na indeksach giełdowych

FCC	fr. <i>fonds commun de creances</i> – fundusze inwestycyjne w prawie francuskim, lokujące środki w wierzytelności przysługujące instytucjom kredytowym
FCP	fr. <i>fonds communs de placement</i> – fundusze powiernicze typu niekorporacyjnego w prawie francuskim
FIZAN	fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych
GUS	Główny Urząd Statystyczny
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KRS	Krajowy Rejestr Sądowy
NBP	Narodowy Bank Polski
NSA	Naczelny Sąd Administracyjny
OEIC	ang. <i>open-ended investment company</i> – spółka inwestycyjna typu otwartego w prawie brytyjskim
OGAW	niem. <i>Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren</i> – instytucje wspólnego inwestowania w papiery wartościowe w prawie niemieckim
OPCVM	fr. <i>organismes de placement collectif en valeurs mobilières</i> - instytucje zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe w prawie francuskim
SCPI	fr. <i>sociétés civiles de placement immobilier</i> – spółki cywilne inwestujące w nieruchomości w prawie francuskim
SICAR	fr. <i>société d'investissement en capital à risque</i> – spółka inwestycyjna o konstrukcji funduszu zamkniętego typu <i>venture capital</i> w prawie luksemburskim
SICAV	fr. <i>société d'investissement a capital variable</i> – spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale zakładowym w prawie francuskim
SN	Sąd Najwyższy
UE	Unia Europejska
UIT	ang. <i>unit investment trusts</i> – amerykańskie fundusze inwestycyjne zorganizowane na podstawie umowy trustu
WE	Wspólnota Europejska
WSA	Wojewódzki Sąd Administracyjny
ZAFI	zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

3) Publikatory i czasopisma

Dz. U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz.	Dziennik Urzędowy
Glosa	Glosa – Prawo Gospodarcze w Orzeczeniach i Komentarzach
KPP	Kwartalnik Prawa Prywatnego
LEX	System Informacji Prawnej LEX Wolters Kluwer S.A.
OSNC	Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izba Cywilna
PG	Prawo Gospodarcze
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego

4) Inne skróty

ang.	w języku angielskim
arg.	argument
art.	artykuł
cyt.	cytowany (-a, -e)
fr.	w języku francuskim
kom.	komentarz
łac.	w języku łacińskim
n., nast.	następny (-a, -e)
niem.	w języku niemieckim
Nr	numer
opubl.	opublikowany (-a, -e)
por.	porównaj
poz.	pozycja
rozdz.	rozdział
t.	tom
t.j.	tekst jednolity
ust.	ustęp
WAN	wartość aktywów netto funduszu
WANCI	wartość aktywów netto funduszu na certyfikat inwestycyjny
WANJU	wartość aktywów netto funduszu na jednostkę uczestnictwa
ze zm.	ze zmianami

WPROWADZENIE

1. Przedmiotem niniejszej rozprawy doktorskiej jest analiza natury jurystycznej tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym jako osobie prawnej należącej do kategorii instytucji wspólnego inwestowania, funkcjonującej w polskim systemie prawa na podstawie ustawy z dnia z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tj.: Dz.U. z 2016 r., poz. 1896 ze zm.), która w aktualnie obowiązującym brzmieniu uwzględnia regulacje odpowiednich aktów normatywnych organów Unii Europejskiej dotyczących działalności instytucji wspólnego inwestowania w ramach działalności na rynku wspólnotowym. Poza przedmiotowym zakresem niniejszej rozprawy pozostaje szczegółowa analiza problematyki natury prawnej tytułów uczestnictwa w innych instytucjach finansowych aniżeli polskie fundusze inwestycyjne, w tym tytułów uczestnictwa w funduszach zagranicznych oraz unijnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

2. Główny cel badawczy niniejszej rozprawy oparty jest na założeniu przyjęcia generalnej koncepcji tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym jako swoistej instytucji prawnej, z jednej strony w sposób istotny wyróżniającej się pod względem konstrukcyjnym na tle pokrewnych instytucji prawnych określonymi oryginalnymi i specyficznymi cechami, z drugiej zaś strony odznaczającej się pewnymi jednorodnymi cechami, wspólnymi dla wszystkich desygnatów tej kategorii prawnej. W konsekwencji, zasadniczym przedmiotem niniejszej rozprawy będzie poszukiwanie argumentów prawnych wskazujących na istnienie w polskim systemie prawa odrębnej **kategorii prawnej tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych** jako instrumentów finansowych reprezentujących w każdym przypadku swoistą wiązkę praw i obowiązków

uczestnika funduszu, której korelatem są odpowiednie, normatywnie określone obowiązki i prawa funduszu, wykonywane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub inny podmiot zarządzający funduszem. Emanacją tego *sui generis* zespołu praw i obowiązków uczestnika w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych są jednostki uczestnictwa, zaś w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych – certyfikaty inwestycyjne.

Bezpośrednią konsekwencją powyższych założeń metodologicznych, stanowiącą jednocześnie dalszy przedmiot poszukiwań i cel badawczy w niniejszej pracy, będzie zidentyfikowanie istotnych odrębności konstrukcyjnych pomiędzy jednostkami uczestnictwa i certyfikatami inwestycyjnymi. Rezultatem tej analizy będzie udzielenie odpowiedzi na nasuwające się w tym kontekście kluczowe zagadnienie badawcze, a mianowicie – czy pomimo stwierdzonych w trakcie badań różnic konstrukcyjnych zasadnym pod względem typologicznym jest kwalifikowanie obu tych rodzajów instrumentów finansowych do jednej, wspólnej kategorii tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, charakteryzującej się *sui generis* dualizmem prawnym, czy też być może różnice te będą na tyle doniosłe pod względem jurydycznym, że świadczyć mogą o tak znaczącym stopniu odmienności tych instrumentów, że zaliczenie ich do jednej wspólnej kategorii prawnej może budzić istotne wątpliwości.

W poszukiwaniu odpowiedzi na tak przedstawione zagadnienia badawcze posłużono się w niniejszej rozprawie przede wszystkim metodą dogmatyczną, w ramach której dokonano analizy obowiązujących unormowań w zakresie tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, wynikających ze źródeł prawa polskiego i prawa Unii Europejskiej. W uzupełnieniu tej analizy posłużono się w pewnym zakresie również elementami metody historycznej, celem przedstawienia genezy instytucji funduszu inwestycyjnego oraz poszczególnych etapów ewolucji instytucji powiernictwa, poczynając od starożytnej umowy fiducji, poprzez instytucję trustu aż do współczesnych modeli instytucji wspólnego inwestowania. W dalszej kolejności, celem prawidłowego umiejscowienia analizowanych zagadnień i instytucji na tle innych zbliżonych regulacji prawnych na rozwiniętych rynkach kapitałowych wykorzystano elementy metody porównawczej (komparatystycznej) poprzez przedstawienie obowiązujących unormowań dotyczących funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w wybranych systemach prawnych – amerykańskim, brytyjskim, francuskim i niemieckim.

W konsekwencji, z punktu widzenia metodologicznego analiza poszczególnych problemów badawczych w kolejnych rozdziałach niniejszej rozprawy przeprowadzona została począwszy od przedstawienia istoty i konstrukcji prawnej tytułów uczestnictwa oraz stosunku uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, w tym również w aspekcie historycznym i prawnoporównawczym, poprzez prezentację uprawnień i obowiązków uczestnika powiązanych z tytułami uczestnictwa, a następnie omówienie szczegółowych zagadnień prawnych w ramach nabywania, rozporządzania, a także wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

W trakcie przeprowadzonych badań, służących sformułowaniu ostatecznych twierdzeń, wniosków i rekomendacji w niniejszej rozprawie, dokonano analizy poglądów na temat konkretnych zagadnień prawnych wyrażonych w orzecznictwie i doktrynie prawa cywilnego oraz prawa gospodarczego i handlowego. W odniesieniu do poglądów judykatury przeanalizowano przede wszystkim orzecznictwo sądów administracyjnych i Naczelnego Sądu Administracyjnego, ukształtowane w zakresie kwestii prawnych poruszonych w niniejszej rozprawie, głównie w obszarze tematyki nabywania i realizacji praw wynikających z tytułów uczestnictwa. W szczególności, przytoczono tezy z bogatego orzecznictwa w zakresie kwestii prawno-podatkowych pojawiających się w kontekście dokonywania wpłat na poczet nabywanych certyfikatów inwestycyjnych. W przedmiocie zagadnień prawnych natury *stricte* cywilistycznej przywołane zostały tezy z orzecznictwa Sądu Najwyższego i sądów powszechnych, mające znaczenie w zakresie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Natomiast w zakresie poglądów piśmiennictwa, wyrażonych w kwestiach relewantnych z punktu widzenia przedmiotu niniejszej rozprawy, przytoczono liczne stanowiska przedstawicieli doktryny z zakresu prawa funduszy inwestycyjnych, prawa instrumentów finansowych, prawa rynku kapitałowego, prawa spółek handlowych oraz prawa cywilnego.

3. Przedstawione w niniejszej dysertacji problemy badawcze ogniskują się przede wszystkim wokół analizy specyficznych cech prawnych jednostek uczestnictwa oraz certyfikatów inwestycyjnych jako dwóch ustawowo stypizowanych rodzajów tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych na tle innych rodzajów instrumentów finansowych typu udziałowego w poszukiwaniu uzasadnienia dla tez przedstawionych w niniejszej pracy. Przedmiotem szczegółowych badań w niniejszej rozprawie będzie specyficzna konstrukcja jurystyczna praw i obowiązków reprezentowanych w tytułach uczestnictwa występujących we wszystkich dopuszczalnych formach prawnych funduszy

inwestycyjnych, z uwzględnieniem zarówno ich odmienności w poszczególnych typach funduszy, jak i podobieństw zastosowanych w nich rozwiązań prawnych do konstrukcji znajdujących zastosowanie w innych instytucjach prawnych w polskim systemie prawa.

3.1. W pierwszym rozdziale rozprawy, stanowiącym punkt wyjścia do dalszych rozważań, analizowane będą przede wszystkim fundamentalne zagadnienia związane z określeniem istoty tytułów uczestnictwa jako podstawy prawnej uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. W tym zakresie szczegółowemu badaniu zostanie poddana najpierw konstrukcja jurystyczna umowy o przystąpienie do funduszu, na którą składa się szereg czynności prawnych i faktycznych prowadzących do uzyskania statusu uczestnika funduszu inwestycyjnego, począwszy od złożenia stosownego zapisu na tytuły uczestnictwa, opłacenia tego zapisu zgodnie z warunkami emisji, a w końcu dokonanie przydziału i wydania tytułów uczestnictwa subskrybentowi. W tej części omówione zostały również wzajemne relacje pojęciowe jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych, jak również argumenty wskazujące na swoistą treść prawa podmiotowego wynikającego z tytułów uczestnictwa w obu jego odmianach.

W dalszej kolejności przedstawiona zostanie kwestia przynależności instytucji tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych do ogólnej kategorii instrumentów finansowych, z uwzględnieniem stosownych zastrzeżeń definicyjnych i terminologicznych na tle poglądów wyrażonych w doktrynie w przedmiocie wzajemnej relacji pojęciowej kategorii instrumentów finansowych i kategorii papierów wartościowych. Rozważania powyższe prowadzone są w kontekście odmienności konstrukcyjnych jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych, spośród których jedynie te ostatnie tytuły uczestnictwa zaliczane są do kategorii papierów wartościowych.

W następnej kolejności przedmiotem analizy będzie kwestia dostępności tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, stanowiąca jedną z zasadniczych cech różnicujących fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte. Cechą charakterystyczną konstrukcji funduszu inwestycyjnego otwartego jest bowiem w zasadzie nieograniczony dostęp do funduszu szerokiego grona inwestorów, ponieważ tytuły uczestnictwa w tego rodzaju funduszach są w zasadzie dostępne dla każdej osoby, która złoży ważny zapis i w sposób należyty go opłaci, podczas gdy już w przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego dostęp dla potencjalnych inwestorów podlega pewnej reglamentacji w postaci statutowego ograniczenia kręgu uczestników funduszu,

np. w drodze określenia pewnej kategorii podmiotów mogących uzyskać status uczestnika lub wskazania kryteriów, od których spełnienia uzależnione jest nabycie tytułu uczestnictwa przez zainteresowany podmiot. Natomiast specyficzną cechą konstrukcyjną funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest w istotnym stopniu ograniczony dostęp potencjalnych inwestorów, przy czym w nieco mniejszym stopniu cecha ta widoczna jest w przypadku publicznego funduszu zamkniętego, w którym emisja certyfikatów inwestycyjnych kierowana jest do nieoznaczonego kręgu adresatów, zaś w znacznie większym – w przypadku funduszu zamkniętego oferującego swoje tytuły uczestnictwa wyłącznie w sposób niepubliczny, a zatem wówczas, gdy subskrypcja jest przeprowadzana z przeznaczeniem dla ściśle określonego, bardzo wąskiego grona inwestorów. Specyficzną cechą odróżniającą fundusz zamknięty od funduszy typu otwartego jest również to, że wydawanie tytułów uczestnictwa nie następuje tu na każde żądanie inwestorów, po opłaceniu przez nich zapisów, lecz wyłącznie w terminach ściśle określonych w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych, bądź też w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym.

Istotnym elementem pierwszego rozdziału niniejszej rozprawy jest również umiejscowienie funduszu inwestycyjnego w kontekście historycznym oraz w kontekście prawno-porównawczym, ze szczególnym uwzględnieniem obowiązujących rozwiązań prawnych i podstawowych modeli funduszy inwestycyjnych jako instytucji wspólnego inwestowania, jakie wykształciły się na rynkach kapitałowych w państwach członkowskich Unii Europejskiej i w Stanach Zjednoczonych. Rozwinięciem tego fragmentu rozdziału pracy jest również usytuowanie polskiego modelu uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym na tle unormowań wynikających z obowiązujących aktów normatywnych Unii Europejskiej. Naturalnym uzupełnieniem tej analizy będzie prezentacja źródeł obowiązujących regulacji prawnych, stanowiących podstawę funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w polskim systemie prawa. Celem tych rozważań jest nakreślenie właściwego tła jurydycznego, które ma posłużyć ustaleniu charakteru prawnego tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Wreszcie, w końcowej części tego rozdziału pracy przedstawione zostaną zasadnicze podziały klasyfikacyjne i typologiczne obu odmian tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, z uwzględnieniem ich istotnych odmienności prawnych oraz doktrynalnie wyróżnianych lub ukształtowanych w praktyce rodzajów jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych.

3.2. W rozdziale drugim niniejszej rozprawy przedmiotem analizy będą szczegółowo sklasyfikowane uprawnienia i obowiązki reprezentowane w obu rodzajach tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, wynikające ze stosunku uczestnictwa nawiązanego w drodze zawarcia umowy o przystąpienie do funduszu. Omówienie praw i obowiązków uczestnika funduszu zostało przedstawione w sposób kompleksowy, dotyczący równocześnie jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych – celem zaakcentowania podobieństw i różnic obu odmian tytułów uczestnictwa przede wszystkim pod kątem określonych praw podmiotowych i obowiązków związanych z uczestnictwem w funduszu inwestycyjnym.

W ramach klasyfikacji uprawnień uczestnika funduszu inwestycyjnego i ich podziału na poszczególne kategorie posłużono się często spotykanym w literaturze podziałem na: (i) prawa majątkowe, a wśród nich: prawo do żądania zbycia jednostek uczestnictwa lub wydania certyfikatów inwestycyjnych, prawo do otrzymywania dochodów lub przychodów ze zbycia lokat, prawo rozporządzania tytułami uczestnictwa, prawo do żądania odkupu lub wykupu tytułów uczestnictwa, prawo do otrzymania potwierdzenia nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa, prawo pierwszeństwa objęcia tytułów uczestnictwa, prawo udziału w podziale majątku funduszu w przypadku jego likwidacji, jak również (ii) prawa niemajątkowe (korporacyjne), obejmujące: prawo do udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników albo zgromadzeniu inwestorów, prawo zaskarżania uchwał zgromadzenia uczestników, prawo uczestnictwa w radzie inwestorów, prawo do informacji o sytuacji funduszu, któremu to prawu odpowiadają stosowne obowiązki informacyjne po stronie funduszu i towarzystwa. W dalszej kolejności omówiono katalog obowiązków uczestnika funduszu, na które składają się: (i) obowiązek dokonania wpłaty na poczet tytułów uczestnictwa – w formie i na warunkach określonych w złożonym zapisie, (ii) obowiązek ponoszenia kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu, obejmujących opłaty manipulacyjne, opłaty za zarządzanie funduszem, opłaty dodatkowe i inne koszty funkcjonowania funduszu. W ramach powyższej analizy przedstawiono również odmienności występujące w poszczególnych typach funduszy inwestycyjnych pod względem przyznanych uczestnikom uprawnień i nałożonych obowiązków, składających się na zespół praw i obowiązków uczestnika funduszu, stanowiący istotę stosunku uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym. W tym kontekście przeprowadzono również badanie niektórych zagadnień prawnych dotyczących praw i obowiązków uczestników funduszy inwestycyjnych w świetle analogicznych kwestii występujących

w innych instytucjach systemu prawa wykazujących pewne zbliżone cechy konstrukcyjne, jak np. porównanie uprawnień posiadacza certyfikatu inwestycyjnego i akcjonariusza w spółce akcyjnej.

3.3. W ramach rozdziału trzeciego niniejszej dysertacji zostaną zaprezentowane szczegółowo zagadnienia prawne związane z nabyciem praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa, z uwzględnieniem ich specyfiki prawnej oraz odmierności trybów i procedur związanych z uzyskaniem statusu uczestnika w funduszach inwestycyjnych otwartych, specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych, a także w funduszach zamkniętych. W odniesieniu do obu odmian tytułów uczestnictwa zostanie odrębnie przeanalizowana procedura składania zapisów na tytuły uczestnictwa, dokonywania wpłat na poczet ich pokrycia, a także wydania tytułów uczestnictwa uczestnikom. W tym zakresie zaakcentowano istniejące podobieństwa w zakresie prawnych mechanizmów nabycia statusu uczestnika oraz ich konwersji na tytuły uczestnictwa innego typu w ramach danego rodzaju funduszu, jak również dające się stwierdzić odmierności konstrukcyjne pod względem momentu nabycia statusu uczestnika, w zależności od typu funduszu i systemu rejestracji tytułów uczestnictwa w tym funduszu, jak również z uwzględnieniem kwestii rozróżnienia na czynności dokonywane *inter vivos* i *mortis causa*. W szczególności wskazano w tym kontekście na prawną relewancję (warunek *sine qua non*) aktu wydania osobie uprawnionej tytułów uczestnictwa w drodze rejestracji tytułów uczestnictwa w odpowiednim dla danego typu funduszu rejestrze (tj. w rejestrze uczestników funduszu lub ewidencji uczestników funduszu), bądź też na rachunku papierów wartościowych uczestnika funduszu lub na rachunku zbiorczym, względnie poprzez fizyczne wręczenie dokumentu obejmującego tytuły uczestnictwa. Uzupełnieniem rozważań w tym rozdziale będzie omówienie poszczególnych przypadków ograniczeń możliwości nabywania tytułów uczestnictwa, w tym również specyfiki procedury zawieszania zbywania jednostek uczestnictwa funduszy typu otwartego, jak również omówienie problematyki konwersji tytułów uczestnictwa na innego typu tytuły w ramach danego rodzaju funduszu.

3.4. Materiał rozdziału czwartego niniejszej rozprawy objęte będą natomiast szczegółowe zagadnienia prawne dotyczące dopuszczalności rozporządzania tytułami uczestnictwa na rzecz osób trzecich, w pierwszej kolejności poprzez omówienie zasady niezbywalności jednostek uczestnictwa oraz dopuszczalności ich dziedziczenia, natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych zostanie w sposób szczegółowy przedstawiona

problematyka obrotu wtórnego tymi papierami wartościowymi, z uwzględnieniem ich specyfiki w ramach obrotu publicznego, funkcjonującego w systemie zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi. Kwestia dopuszczalności rozporządzania tytułami uczestnictwa w funduszu oraz przewidziane w ustawie sposoby tego rozporządzania już *prima facie* świadczą o istotnym zróżnicowaniu jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych pod względem konstrukcji prawnej. Mianowicie, cechą charakterystyczną jednostek uczestnictwa jest możliwość zbycia i odkupienia jedynie w relacji pomiędzy funduszem a uczestnikiem, co sprawia, że w zasadzie wykluczona jest możliwość zbywania jednostek uczestnictwa przez uczestników na rzecz osób trzecich (z wyjątkiem czynności prawnych *mortis causa*), podczas gdy certyfikaty inwestycyjne jako papiery wartościowe cechuje co do zasady pełna zbywalność na rzecz osób trzecich, z zastrzeżeniem możliwości wprowadzenia pewnych ograniczeń statutowych w przypadku certyfikatów imiennych. Poszczególne tryby rozporządzania certyfikatami inwestycyjnymi uzależnione są przede wszystkim od formy prawnej certyfikatów oraz trybu ich emisji. W końcowej części tego rozdziału omówione zostały podstawy prawne obciążania tytułów uczestnictwa ograniczonymi prawami rzeczowymi, z uwzględnieniem poszczególnych ich rodzajów, a także sposoby realizacji tych praw w przypadku poszczególnych odmian tytułów uczestnictwa, wraz ze wskazaniem występujących w tym zakresie podobieństw i różnic prawnych.

3.5. Zasadniczy przedmiot rozdziału piątego rozprawy stanowić będzie zespół zagadnień prawnych związanych z wygaśnięciem praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa, z uwzględnieniem ich specyfiki w funduszach typu otwartego oraz w funduszach zamkniętych.

W szczególności, w tym rozdziale poddano analizie przesłanki dopuszczalności i sposobu realizacji dyspozycji odkupienia jednostek uczestnictwa oraz przesłanki wykupu certyfikatów inwestycyjnych, a także sposoby i rodzaje ich umorzenia. Również i w tym przypadku zaakcentowano istniejące podobne cechy obu odmian tytułów uczestnictwa, jak np. umorzenie następujące *ex lege* z chwilą ich odkupienia lub wykupu od uczestnika funduszu, a także stwierdzone odmienności będące bezpośrednim następstwem zasadniczych różnic w konstrukcji prawnej obu rodzajów tytułów uczestnictwa. W przypadku jednostek uczestnictwa – z uwagi na wyżej wspomnianą zasadę niezbywalności na rzecz osób trzecich – odkupienie tytułów uczestnictwa przez fundusz stanowi dla inwestora co do zasady wyłączną możliwość wycofania środków ulokowanych

w funduszu (pominąwszy tryb likwidacji funduszu). Natomiast certyfikaty inwestycyjne podlegają zbywaniu na rzecz funduszu w celu ich wykupu wyłącznie w przypadku unormowania takiej możliwości w statucie funduszu. W konsekwencji, uczestnik funduszu typu otwartego od samego początku posiada wobec funduszu roszczenie o odkupienie jego jednostek uczestnictwa w przypadku złożenia funduszowi odpowiedniej dyspozycji, z zastrzeżeniem dopuszczalności wprowadzenia ograniczeń czasowych w odkupywaniu jednostek uczestnictwa, mających na celu zachowanie przez fundusz niezbędnego stopnia płynności aktywów i stabilności finansowej funduszu. Natomiast uczestnik funduszu zamkniętego posiada analogiczne roszczenie o wykup certyfikatów inwestycyjnych wyłącznie wówczas, gdy statut funduszu przewiduje taką możliwość. Jeżeli brak jest takiego unormowania statutowego, uczestnikowi funduszu pozostaje jedynie możliwość zbycia posiadanych tytułów uczestnictwa albo zainicjowania procesu likwidacji funduszu.

W tym kontekście omówiono również poszczególne tryby umorzenia certyfikatów inwestycyjnych w funduszach zamkniętych (umorzenie dobrowolne, przymusowe i restytucyjne), a także odmienności w procedurze wykupu certyfikatów w szczególnych konstrukcjach funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jakimi są fundusz portfelowy oraz fundusz aktywów niepublicznych. Uzupełnieniem tej problematyki jest przedstawienie szczególnych sytuacji, w których uczestnik może bez ponoszenia kosztów opłat manipulacyjnych wycofać środki zainwestowane w fundusz, np. w drodze odkupienia jednostek uczestnictwa albo wykupu certyfikatów inwestycyjnych w związku z przejęciem zarządzania funduszem inwestycyjnym, względnie cofnięciem towarzystwu zezwolenia na prowadzenie działalności lub zarządzanie funduszem.

W ostatniej części tego rozdziału omówiono odrębny przypadek wygaśnięcia tytułu uczestnictwa w następstwie likwidacji funduszu inwestycyjnego, w ramach której umorzenie tytułów uczestnictwa w funduszu następuje z mocy prawa w związku z wypłatą świadczenia likwidacyjnego (w formie pieniężnej lub niepieniężnej) przez fundusz na rzecz podmiotów uprawnionych z umarzanych tytułów uczestnictwa.

3.6. Ostatni rozdział niniejszej rozprawy doktorskiej zostanie poświęcony przede wszystkim podsumowaniu i rekapitulacji wyników szczegółowych badań i analiz prawnych przeprowadzonych w poszczególnych rozdziałach pracy, a także sformułowaniu stosownych konkluzji, służących potwierdzeniu prawdziwości przedstawionych tez oraz potwierdzeniu osiągnięcia celów badawczych leżących u podstaw niniejszej rozprawy. W szczególności, przedmiotem pierwszej części tego rozdziału będzie przedstawienie

konkretnych argumentów wskazujących na istnienie w obowiązującym porządku prawnym odrębnej kategorii tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych jako instrumentów finansowych, reprezentujących swoisty zespół praw i obowiązków uczestnika funduszu, reprezentowany *in concreto* przez jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne, którego korelatem jest normatywnie określony zespół obowiązków i praw danego rodzaju funduszu inwestycyjnego.

Kończącą część ostatniego rozdziału pracy poświęcono na przedstawienie stosownych rekomendacji i postulatów *de lege ferenda* sformułowanych w kontekście konkretnych problemów prawnych zidentyfikowanych na gruncie obowiązujących unormowań dotyczących tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

Rozdział I

ISTOTA TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Pojęcie tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych

1.1. Podstawa prawna uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym

Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym związane jest z posiadaniem określonego tytułu prawnego reprezentującego prawa i obowiązki uczestnika w stosunku do funduszu. Aktualnie obowiązująca ustawa z dnia z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹ (zwana dalej w skrócie: „ustawą o funduszach inwestycyjnych” lub „u.f.i.”), regulująca zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych oraz alternatywnych funduszy inwestycyjnych (tj. specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych oraz funduszy inwestycyjnych zamkniętych – por. art. 2 pkt 10a i art. 3 ust. 4 u.f.i.²) – mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, funduszy zagranicznych oraz spółek zarządzających (por. art. 2 pkt 9 i 10 u.f.i.), które zgodnie z przepisami prawa Unii Europejskiej ustanawiającymi tzw. zasadę jednolitego paszportu (licencji), uprawnione są do świadczenia usług na terytorium całej Unii Europejskiej na podstawie licencji uzyskanej w państwie macierzystym, bez konieczności uzyskania zezwolenia w przyjmującym państwie członkowskim, co odzwierciedla zasady i swobody wynikające

¹ Tekst jednolity: Dz.U. z dnia 19 października 2016 r., poz. 1896 ze zm. – chronologicznie ostatnia nowelizacja została opublikowana w Dz.U. z 2017 r., poz. 1089 – stan prawny na dzień 18 grudnia 2017 r.).

² Przepisy art. 2 pkt 10a i art. 3 ust. 4 u.f.i. zostały dodane na mocy nowelizacji ustawy z 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615).

z traktatów unijnych, w tym w szczególności swobodę przedsiębiorczości i świadczenia usług oraz harmonizacji warunków dostępu do działalności na rynku finansowym³.

Przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych odwołują się wielokrotnie do instytucji uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, nie definiując jednak w sposób jednoznaczny tego pojęcia i ograniczając się jedynie do opisanego określonych cech determinujących stosunek prawny łączący uczestnika z funduszem inwestycyjnym.

W pierwszej kolejności, norma wynikająca z art. 6 u.f.i. wyznacza w sposób ogólny zakres podmiotowy i zakres przedmiotowy tego stosunku prawnego, jednocześnie wyłączając *explicite* odpowiedzialność uczestników za zobowiązania funduszu. Pojęcie uczestnika funduszu inwestycyjnego jest zatem zdefiniowane w ustawie o funduszach inwestycyjnych w sposób pośredni, a mianowicie poprzez określenie potencjalnego kręgu uczestników (osoby fizyczne, osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nie posiadające osobowości prawnej) oraz określenie alternatywnych sposobów uzyskania tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

W kontekście powołanego przepisu art. 6 u.f.i. możliwe jest sprecyzowanie zakresu pojęciowego uczestnictwa w funduszu poprzez nawiązanie do ogólnej kategorii tytułów uczestnictwa w funduszu, którymi są **jednostki uczestnictwa** oraz **certyfikaty inwestycyjne**, różniące się między sobą przede wszystkim sposobem reprezentowania praw majątkowych uczestnika – certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi, które ucieleśniają przysługujące uczestnikowi prawa majątkowe, natomiast jednostki uczestnictwa nie posiadają przymiotu papieru wartościowego i służą jedynie ustaleniu wartości tych praw⁴. Generalny zakres przyznanych uczestnikowi praw majątkowych jest zależny od ustawowego typu funduszu, natomiast ich konkretyzacja następuje zawsze w statucie funduszu (por. art. 18 ust. 2 pkt 19 u.f.i.). Mając na względzie fakt, że zarówno w aktualnie obowiązującej ustawie, jak i w poprzednio obowiązujących ustawach normujących tworzenie i funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych (a wcześniej: funduszy powierniczych), nie zawarto definicji legalnej „stosunku uczestnictwa w funduszu”, w piśmiennictwie podjęto próbę zdefiniowania tej kategorii prawnej, przyjmując założenie, że pod tym pojęciem należy rozumieć „stosunek prawny zachodzący między uprawnionym

³ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 40.

⁴ Por. M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 6-7 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 139.

a funduszem, na którego treść składają się prawa majątkowe przysługujące temu pierwszemu oraz obowiązki ciążące na tym drugim”⁵. Według innego ujęcia, uczestnictwo w funduszu należy postrzegać przez pryzmat potencjalnego kręgu uczestników funduszu, który opiera się na dwóch kryteriach klasyfikacyjnych: podmiotowym oraz techniczno-rejestracyjnym⁶. Pierwsze kryterium wyznacza rodzajowy zakres podmiotów mogących zostać uczestnikami funduszu i obejmuje co do zasady wszystkie kategorie podmiotów prawa (osoby fizyczne, osoby prawne, jednostki nie posiadające osobowości prawnej), zaś drugie kryterium odwołuje się do odpowiednich zapisów w rejestrach lub ewidencjach uczestników funduszy, względnie na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych dla tych uczestników, co w założeniu ma podkreślać rangę tych czynności rejestracyjnych w procesie nabycia tytułu uczestnictwa. W obecnym stanie prawnym zasadnym wydaje się przyjęcie stanowiska będącego rozwinięciem pierwszej z wyżej zaprezentowanych propozycji poprzez pojmowanie **stosunku uczestnictwa w funduszu** jako swoistego stosunku prawnego, nawiązywanego pomiędzy uprawnionym a funduszem poprzez zawarcie umowy o przystąpienie do funduszu, na którego treść składają się zarówno prawa majątkowe i korporacyjne przysługujące temu pierwszemu, jak i obowiązki spoczywające na tym drugim, a także wzajemnie skorelowane ze sobą obowiązki tego pierwszego i uprawnienia tego drugiego.

Relacja prawna pomiędzy funduszem a osobą nabywającą tytuły uczestnictwa nawiązuje się w drodze zawarcia **umowy o przystąpienie do funduszu**, stanowiącej emanację szeregu czynności prawnych i faktycznych prowadzących do uzyskania statusu uczestnika, tj. złożenie odpowiedniej treści zapisu na tytuły uczestnictwa, opłacenie tego zapisu, a następnie dokonanie przydziału i wydania tytułu uczestnictwa. W tym kontekście należy podzielić pogląd, zgodnie z którym do zawarcia rzeczony umowy dochodzi jedynie przy pierwszym nabyciu tytułów uczestnictwa od funduszu, podczas gdy nabywanie kolejnych tytułów uczestnictwa w tym samym funduszu nie stanowi podstawy do zawarcia nowych umów, lecz stanowi zmianę treści umowy już istniejącej⁷.

⁵ Tak: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 139.

⁶ Por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, cz. I*, Prawo Spółek 2002, nr 10, s. 42.

⁷ Por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy...*, cz. I, s. 45. Fundamentalną zmianę konstrukcji prawnej funduszu wprowadziła ustawa o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. Inaczej niż w przypadku funduszu powierniczego, fundusz inwestycyjny nie stanowi już bowiem wyodrębnionej masy majątkowej stanowiącej współwłasność uczestników, lecz jako osoba prawna jest odrębnym podmiotem praw i obowiązków.

W piśmiennictwie wyrażane są różne poglądy na temat charakteru prawnego umowy o przystąpienie do funduszu. Według pierwszego stanowiska, umowa ta zostaje zawarta poprzez przyjęcie oferty funduszu i dokonanie wpłaty do funduszu na poczet tytułu uczestnictwa, a w konsekwencji przyjmuje się, że nosi ona znamiona umowy realnej⁸. Z drugiej zaś strony, uważa się tę umowę za typowy przykład umowy adhezyjnej, której elementem normatywnym jest statut funduszu⁹. Wedle innego ujęcia, o charakterze nieco bardziej opisowym, na mocy umowy o przystąpienie fundusz zobowiązuje się wobec uczestnika do dążenia do osiągnięcia celu inwestycyjnego przez realizację polityki inwestycyjnej, zaś inwestor zobowiązuje się do partycypowania w kosztach funkcjonowania funduszu, natomiast – wobec obowiązującego zakazu gwarantowania przez funduszu osiągnięcia celu inwestycyjnego (art. 19 ust. 2 u.f.i.) – umowa ta jest rodzajem umowy starannego działania¹⁰. Inwestor wpłacający środki pieniężne do funduszu na podstawie umowy przystąpienie do funduszu i uzyskujący tytuły uczestnictwa, nabywa wierzytelność pieniężną względem tego funduszu, który tym samym staje się podmiotem zobowiązanym wobec inwestora do oznaczonego świadczenia pieniężnego¹¹. Z kolei nabywca tytułów uczestnictwa w obrocie wtórnym (w przypadku jednostek uczestnictwa mogą być nimi jedynie spadkobiercy uczestnika – por. art. 83 ust. 3 u.f.i.) wstępuje w prawa i obowiązki zbywcy wynikające z uprzednio nabytych przezeń tytułów uczestnictwa i jako jego następca prawny – w drodze sukcesji singularnej albo uniwersalnej – uzyskuje status uczestnika funduszu.

Mając na względzie przytoczone poglądy doktryny w aktualnym stanie prawnym trafne wydaje się być stanowisko klasyfikujące umowę o przystąpienie do funduszu: (i) do kategorii umów starannego działania – z uwagi na ustawowy zakaz gwarantowania przez funduszu osiągnięcia celu inwestycyjnego, jak również (ii) do kategorii umów konsensualnych – z uwagi na jej skuteczność z chwilą złożenia zgodnego oświadczenia

⁸ Tak: R. Blicharz, *Pozycja prawna uczestnika funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Sosnowiec 2006, s. 55.

⁹ Tak: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 11; A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne. Komentarz do ustawy o funduszach inwestycyjnych i ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, Warszawa 1998, s. 61; A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, s. 174; W. Pochmara, A. Zapala, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003, s. 38.

¹⁰ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 356-357.

¹¹ Por. M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 8 oraz J. Głowacka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*, KPP 1999, nr 2, s. 363.

woli stron (*solo consensu*), ponieważ do zawarcia umowy dochodzi w następstwie samego złożenia przez uczestnika ważnego zapisu na tytuły uczestnictwa oferowane przez fundusz, natomiast wpłata do funduszu stanowi obowiązek uczestnika wynikający bezpośrednio z nawiązanego już stosunku uczestnictwa. Jednocześnie należy przychylić się do zapatrywania, zgodnie z którym przedmiotem zobowiązania funduszu wobec uczestnika jest – obok zobowiązania do wypłaty świadczenia pieniężnego na żądanie uczestnika – również dążenie do osiągnięcia celu inwestycyjnego i przestrzeganie zasad polityki inwestycyjnej, określonego w statucie funduszu, natomiast obowiązkiem uczestnika jest – obok zobowiązania do wniesienia wkładu w umówionej wysokości – partycypowanie w kosztach funkcjonowania funduszu. Tym niemniej, w aktualnym stanie prawnym zasadnym wydaje się być zaakcentowanie okoliczności, iż uczestnikowi przysługuje nie tylko wierzytelność pieniężna wobec funduszu, lecz całokształt uprawnień majątkowych i niemajątkowych (o charakterze korporacyjnym), reprezentowanych w tytułach uczestnictwa. Korelatem tych uprawnień uczestnika są zaś określone w ustawie i statucie obowiązki funduszu.

1.2. Tytuły uczestnictwa a kategoria instrumentów finansowych

Na gruncie obowiązujących przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zarówno jednostki uczestnictwa, jak i certyfikaty inwestycyjne, zaliczane są do kategorii prawnej instrumentów finansowych (art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a u.o.i.f.).

Pojęcie **instrumentu finansowego** zostało zdefiniowane przez ustawodawcę w art. 2 ust. 1 u.o.i.f. poprzez wprowadzenie dychotomicznego podziału na: (i) instrumenty finansowe będące papierami wartościowymi oraz (ii) instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi. Definicja legalna zawarta w tym przepisie z punktu widzenia formalnego ma charakter zupełny (katalog taksatywny), ponieważ zawiera katalog zamkniętych praw majątkowych należących do kategorii instrumentów finansowych.

Kategoria ta jest jednak bardzo niejednolita pod względem konstrukcyjnym, albowiem obejmuje swoim zakresem istotnie różniące się od siebie pod tym względem instrumenty dłużne (np. obligacje, listy zastawne), instrumenty udziałowe (np. akcje, prawa do akcji, prawa poboru), a także instrumenty pochodne (np. opcje, swapy, kontrakty

terminowe, umowy typu *forward* i inne spełniające wymogi z art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-f oraz lit. i u.o.i.f.)¹².

Mianowicie, stosownie do treści art. 3 pkt 1 u.o.i.f. do kategorii papierów wartościowych należą: a) akcje, prawa poboru w rozumieniu przepisów k.s.h., prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, **certyfikaty inwestycyjne** i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, a także b) prawa pochodne – definiowane jako inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych *sensu stricto* (tj. zdefiniowane w pkt a) lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego.

Natomiast do grupy instrumentów finansowych nie będących papierami wartościowymi zaliczają się m.in. **tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania**, pod którym to pojęciem ustawodawca rozumie wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe reprezentujące prawa majątkowe przysługujące uczestnikom instytucji wspólnego inwestowania, w tym w szczególności **jednostki uczestnictwa** funduszy inwestycyjnych (art. 3 pkt 3 u.o.i.f.).

W tym kontekście pojawia się szereg zagadnień dotyczących wzajemnej relacji pojęciowej kategorii instrumentu finansowego i papieru wartościowego.

W pierwszej kolejności przywołać należy reprezentowane w doktrynie stanowisko, zgodnie z którym wzajemna relacja pojęć instrumentu finansowego i papieru wartościowego w świetle obowiązujących przepisów prawa nie jest jednoznacznie wyjaśniona. W tym kontekście podkreśla się przede wszystkim niekonsekwentne podejście polskiego ustawodawcy do kwestii, czy kategorię nadrzędną powinno stanowić pojęcie

¹² Por. K. Glibowski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 552-553. Autor uważa, że definiowanie pojęć częściowych użytych w art. 2 ust. 1 u.o.i.f., a tym samym zakresu przedmiotowego pojęcia instrumentów finansowych, pozostawione zostało przez ustawodawcę w pewnym zakresie praktyce obrotu, co powoduje, że jego zdaniem pod względem materialnym definicja legalna instrumentu finansowego pozostaje otwarta. Por. w tej kwestii: A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe - redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, PPH 2005, nr 11, s. 43-44; A. Chłopecki (w:) A. Szumański, *System prawa prywatnego. Prawo papierów wartościowych, t. 19*, Warszawa 2006, s. 840-842.

instrumentu finansowego, czy też pojęcie papieru wartościowego¹³. W szczególności wskazuje się, że wbrew ogólnej normie z art. 2 ust. 1 u.o.i.f., centralnym pojęciem dla tej systemu obrotu instrumentami finansowymi jest pojęcie rachunku papierów wartościowych (art. 4 ust. 1 u.o.i.f.), a przepisy o rachunku papierów wartościowych ustawodawca nakazuje stosować również do rachunków, na których są zapisywane niebędące papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego (art. 4 ust. 3 u.o.i.f.). Analogiczny sposób regulacji zastosował ustawodawca w art. 8 u.o.i.f., wprowadzając normę odsyłającą w zakresie kwestii powstawania i przenoszenia praw majątkowych wynikających z instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu zorganizowanego, a zarazem niebędących papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi odpowiednio do art. 7 u.o.i.f., regulującego te zagadnienia w odniesieniu do praw wynikających ze zdematerializowanych papierów wartościowych¹⁴. Z powyższych względów w tym ujęciu wywodzi się, iż wzajemna relacja pojęć papieru wartościowego i instrumentu finansowego w systemie prawa nie została precyzyjnie określona przez ustawodawcę, co wywołuje szereg kontrowersji interpretacyjnych¹⁵.

Według innego stanowiska reprezentowanego w piśmiennictwie, w praktyce funkcjonowania rynku kapitałowego podstawową kategorią materialnoprawną nadal pozostaje pojęcie papieru wartościowego, obejmujące swoim zakresem akcje i obligacje, które stanowią w dalszym ciągu podstawowy przedmiot obrotu na rynku regulowanym¹⁶. Tym niemniej, w praktyce obrotu pojęcie papieru wartościowego współistnieje już od pewnego czasu z innymi pojęciami – przede wszystkim z pojęciem instrumentu finansowego, które wraz z ewolucją prawa rynku kapitałowego stopniowo zastępuje pojęcie papieru wartościowego¹⁷. Zdaniem innych przedstawicieli doktryny podzielających to stanowisko, tradycyjne pojęcie „papier wartościowy” jest coraz częściej wypierane

¹³ Por. F. Zoll (w:) M. Stec (red.), M. Bączyk, A. Chłopecki, M. Czepelak, J. Dybiński, M. Glicz, K. Gorzelak, A. Janiak, I. Karasek-Wojciechowicz, K. Oplustil, W. Popiołek, T. Sójka, M. Spyra, P. Tereszkiwicz, K. Zacharzewski, F. Zoll, *System Prawa Handlowego, t. 4. Prawo instrumentów finansowych*, Warszawa 2016, s. 75.

¹⁴ Por. F. Zoll (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 75 oraz T. Sójka (red.), M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015, kom. do art. 3 u.o.i.f.

¹⁵ Por. szerzej w tej kwestii: K. Zaradkiewicz (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 580-592, a także F. Zoll (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 76-79.

¹⁶ Tak: M. Dyl, A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 818-819.

¹⁷ *Ibidem*.

(w tym również przez samego ustawodawcę) przez szerszy zakresowo termin „instrument finansowy”, który oznacza umowę zawartą między dwiema stronami regulującą zależność finansową między nimi¹⁸. Przedmiotowe ujęcie interpretacyjne wydaje się być o tyle trafne, że koresponduje z definicją instrumentu finansowego zawartą w art. 3 ust. 1 pkt 23) ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości¹⁹, wedle której pojęcie to oznacza kontrakt, który powoduje powstanie aktywów finansowych u jednej ze stron i zobowiązania finansowego albo instrumentu kapitałowego u drugiej strony, pod warunkiem, że z kontraktu zawartego pomiędzy dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze, bez względu na to, czy wykonanie praw lub zobowiązań wynikających z kontraktu ma charakter bezwarunkowy, czy też warunkowy, przy czym do instrumentów finansowych w świetle tej definicji legalnej nie zalicza się m.in. rezerw i aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego, a także szczegółowo określonych w tej definicji umów, aktywów i zobowiązań.

W przeważającej większości aktów prawnych ustawodawca, posługując się pojęciem instrumentu finansowego, odsyła wprost do definicji legalnej tego pojęcia z art. 2 ust. 1 u.o.i.f.²⁰. Przytoczona powyżej definicja instrumentu finansowego w ustawie o rachunkowości stanowi jeden z nielicznych przykładów autonomicznego definiowania tego pojęcia na potrzeby konkretnego aktu normatywnego. Innym przykładem takiej autonomii normatywnej jest rozszerzona przedmiotowo definicja pojęcia instrumentu finansowego zawarta w art. 3 pkt 2 ustawy z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych²¹, zgodnie z którą pod pojęciem instrumentów finansowych należy rozumieć papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania oraz inne instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, w rozumieniu przepisów u.o.i.f, a także bankowe papiery wartościowe i udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością.

Niezależnie od powyższych ustaleń definicyjnych, z punktu widzenia unormowań u.f.i., jak również zasad obrotu instrumentami finansowymi, istotne jest jednoznaczne zaliczenie przez ustawodawcę obu ustawowych typów tytułów uczestnictwa do kategorii

¹⁸ Tak P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 59-60; por. również A. Chłopecki, *Publiczny obrót i instrumenty finansowe...*, s. 38; A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, PPH 2004 nr 7, s. 14.

¹⁹ Tekst jednolity: Dz.U. z 2016 r., poz. 1047 ze zm.

²⁰ Por. K. Glibowski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 554-557.

²¹ Tekst jednolity: Dz.U. z 2016 r., poz. 891 ze zm.

instrumentów finansowych w rozumieniu definicji legalnej u.o.i.f. W konsekwencji uznać należy, iż zarówno jednostki uczestnictwa, jak i certyfikaty inwestycyjne, pomimo różniących ich atrybutów jurydycznych, należą do wspólnej kategorii instrumentów finansowych.

1.3. Kwestia dostępności tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych

W przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych w sposób najszerszy znajduje odzwierciedlenie **zasada nieograniczonego dostępu do funduszu**²², przejawiająca się przede wszystkim w spoczywającym na funduszu obowiązku pozostawania w stałej gotowości do zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa (art. 88 ust. 1 i art. 89 ust. 1 u.f.i.). Fundusz inwestycyjny **otwarty** charakteryzuje się bowiem możliwością dokonywania płynnych zmian liczby zbywanych tytułów uczestnictwa i wielkości zaangażowanego kapitału. Tytuły uczestnictwa w tego rodzaju funduszu (tj. jednostki uczestnictwa), są każdorazowo przydzielane przez fundusz przy wpłacie środków do funduszu, stąd też przystąpienie do takiego funduszu jest w zasadzie możliwe w każdej chwili. Jednostki uczestnictwa funduszy otwartych są zasadniczo niezbywalne na rzecz osób trzecich i nie mogą być przedmiotem wtórnego obrotu. Wartość i cenę odkupu tych tytułów uczestnictwa ustala się w oparciu o wartość aktywów netto funduszu w danej chwili. Wycofanie zainwestowanych środków następuje w drodze odkupienia przez fundusz na żądanie inwestora jednostek uczestnictwa, które z tą chwilą są umarzone, a zatem nie mogą być one ponownie zbywane innym inwestorom. Z uwagi na powyższe cechy, fundusze otwarte muszą utrzymywać wyższą płynność aktywów aniżeli alternatywne fundusze inwestycyjne (tj. fundusze zamknięte i fundusze specjalistyczne otwarte). Obowiązek zachowania płynności aktywów oraz ograniczenia dotyczące stopnia ryzyka inwestycyjnego, akceptowalnego przez w większości drobnych inwestorów, do których kierowana jest oferta tych funduszy, mają decydujący wpływ na unormowania dotyczące zasad polityki inwestycyjnej tych funduszy, odznaczające się o wiele większą restrykcyjnością, aniżeli ma to miejsce w przypadku alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

Zasada nieograniczonego dostępu do funduszu doznaje istotnego ograniczenia już w przypadku pierwszego z ustawowych typów alternatywnych funduszy inwestycyjnych,

²² Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 118-119.

tj. w **specjalistycznym** funduszu inwestycyjnym **otwartym**, w którym może nastąpić statutowe ograniczenie kręgu uczestników funduszu poprzez wskazanie np. kategorii podmiotów mogących uzyskać status uczestnika (ograniczenie podmiotowe), bądź też poprzez wskazanie w statucie kryteriów, od których spełnienia uzależnione jest nabycie tytułu uczestnictwa, które podmioty te winny spełniać, z tym zastrzeżeniem, że te kryteria nie powinny odnosić się wyłącznie do wielkości dokonanej inwestycji, a raczej do określonych cech potencjalnego uczestnika funduszu²³, ponieważ z mocy samej ustawy znajduje zastosowanie możliwość określenia minimalnej wpłaty do funduszu (art. 112 ust. 1 w zw. z art. 88 ust. 3 u.f.i.). Z tego też względu specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte kwalifikowane są niekiedy do tzw. typów mieszanych (tzw. „hybrydowych”) funduszy inwestycyjnych, które łączą w sobie cechy funduszy inwestycyjnych otwartych i zamkniętych²⁴.

W praktyce różne są sposoby ograniczania kręgu uczestników specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, począwszy od enumeratywnego wyliczenia podmiotów, które mogą uzyskać status uczestnika, poprzez wskazanie form prawnych potencjalnych uczestników lub wykluczenie niektórych z nich (art. 112 ust. 4 u.f.i.), a skończywszy na obiektywnie weryfikowalnych cechach potencjalnych uczestników²⁵.

W tym kontekście pojawiają się dwa zasadnicze problemy prawne do rozstrzygnięcia, a mianowicie po pierwsze – czy w przypadku ustalenia, że dany podmiot utracił cechy warunkujące uczestnictwo w funduszu, może on nadal być uczestnikiem tego funduszu, a po drugie – w przypadku udzielenia pozytywnej odpowiedzi na pierwsze pytanie – czy możliwe jest nabywanie dalszych jednostek uczestnictwa przez taki podmiot²⁶. Ustosunkowując się do pierwszego z wymienionych zagadnień, wskazać należy, iż momentem miarodajnym dla oceny, czy dany podmiot ubiegający się o status

²³ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 441; por. w tej kwestii również na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, *Prawo Papierów Wartościowych* 2001, nr 8, s. 14-15 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 392.

²⁴ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 120; A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne*, *Przegląd Podatkowy* 1992, nr 4, s. 31-33; A. Chłopecki, *Podstawowe typy funduszy inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z 28 lipca 1995 r.

²⁵ *Ibidem*. Na marginesie warto zauważyć, że utrata przez uczestnika warunków nabycia jednostek uczestnictwa może wynikać nie tylko z utraty określonych cech posiadanych pierwotnie przez przystępującego do funduszu, lecz również z następczej zmiany statutu funduszu powodującej w konsekwencji dyskwalifikację określonych podmiotów z kręgu uczestników.

²⁶ Por. M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa...*, s. 16.

uczestnika specjalistycznego funduszu spełnia warunki określone w statucie, jest dzień wpisania go do rejestru uczestników funduszu (por. art. 88 ust. 2 w zw. z art. 6 ust. 1 u.f.i.).

Należy zatem podzielić stanowisko, zgodnie z którym wykładnia art. 113 ust. 1 u.f.i., odwołującego się wyłącznie do momentu nabycia statusu uczestnika, prowadzi do wniosku, że uczestnik funduszu może już po nabyciu jednostek uczestnictwa przestać spełniać kryteria ich nabycia wskazane w statucie funduszu, zaś ta okoliczność pozostanie bez wpływu na możliwość kontynuowania uczestnictwa w funduszu²⁷. Głównym założeniem ustawodawcy było bowiem w tym przypadku dopuszczenie statutowego ograniczenia – od strony podmiotowej – potencjalnego kręgu uczestników funduszu, a ustawa nie przewiduje żadnego szczególnego trybu pozbawienia tytułów uczestnictwa inwestora w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym w przypadku następczej utraty przesłanek kwalifikujących tego inwestora do kręgu uczestników. Utrata statusu uczestnika może również nastąpić w sposób dobrowolny – w przypadku złożenia dyspozycji odkupienia jednostek uczestnictwa (art. 89 w zw. z art. 112 ust. 1 u.f.i.). Wprawdzie zgodnie z art. 113 ust. 2 u.f.i. statut specjalistycznego funduszu otwartego może określać warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostki uczestnictwa przez fundusz, w tym w szczególności terminy zgłoszenia zamiaru żądania odkupienia jednostek lub terminy wypłaty kwoty z tytułu odkupienia jednostek, tym niemniej przepis ten w żadnym stopniu nie stwarza podstawy prawnej do odkupienia jednostek od uczestnika wbrew jego woli, a w konsekwencji nie prowadzi do przymusowego umorzenia jednostek uczestnictwa²⁸.

Istotnym argumentem przemawiającym za słusnością prezentowanego tu poglądu jest również konstytucyjna ochrona praw nabytych (art. 21 ust. 1 art. 64 Konstytucji RP), leżąca u podstaw dopuszczenia w ustawie istotnych odstępstw od zasady niezbywalności jednostek uczestnictwa poprzez umożliwienie wstąpienia innych podmiotów w miejsce

²⁷ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 441 oraz na gruncie analogicznych przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa...*, s. 16. Odmiennie stanowisko w tej kwestii zajął R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy...*, cz. I, s. 44-45, argumentując, jak się wydaje nieprzekonująco, iż gdyby ograniczenia podmiotowe przewidziane w statucie specjalistycznego funduszu znajdowały zastosowanie tylko na „wejściu”, wówczas wprowadzanie jakichkolwiek ograniczeń (tylko w okresie przystępowania do funduszu) byłoby pozbawione sensu.

²⁸ Por. M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa...*, s. 16. Autor przywołuje w tym kontekście dwa wyjątkowe przypadki, w których na gruncie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. mogło dojść do przymusowego umorzenia jednostek uczestnictwa, którymi były: (i) likwidacja funduszu (ujęcie przedmiotowe) oraz (ii) śmierć uczestnika (ujęcie przedmiotowe).

uczestnika w drodze dziedziczenia (art. 83 ust. 3 u.f.i.)²⁹, która to sytuacja w analizowanym kontekście jest analogiczna do przypadku następczej utraty atrybutów warunkujących nabycie jednostek uczestnictwa przez inwestora.

Skoro zatem statusu uczestnika specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego nie można utracić jedynie poprzez późniejsze niespełnienie przesłanek nabycia jednostek uczestnictwa, to rozstrzygając drugie z przedstawionych powyżej zagadnień, należy opowiedzieć się za stanowiskiem³⁰, zgodnie z którym nie jest dopuszczalne nabywanie kolejnych jednostek uczestnictwa przez podmiot posiadający już jednostki uczestnictwa nabyte zgodnie ze statutem, lecz nie kwalifikujący się obecnie do nabycia jednostek uczestnictwa. Przeciwnie stanowisko byłoby bowiem sprzeczne z wyraźnym brzmieniem art. 113 ust. 1 u.f.i. Ponadto, w następstwie złożenia dyspozycji kupna nowych jednostek obowiązująca strony umowa o przystąpienie do funduszu może ulec zmianie wyłącznie w zakresie liczby przydzielonych uczestnikowi jednostek, nie zaś w zakresie warunków ich nabycia, które *notabene* byłyby sprzeczne ze statutem funduszu.

Natomiast w odniesieniu do funduszu inwestycyjnego **zamkniętego** na wstępie wskazać należy, iż już sama konstrukcja prawna tego funduszu determinuje w pewnym stopniu ograniczony dostęp potencjalnych inwestorów. Wprawdzie w przypadku publicznego funduszu zamkniętego emisja certyfikatów inwestycyjnych kierowana jest każdorazowo do nieoznaczonego kręgu adresatów (por. art. 120 ust. 1 i 2 u.f.i. w zw. z art. 3 ust. 1 i 2 u.o.p.), tym niemniej bardzo często warunki emisji określone w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym określone są w sposób wymagający wiedzy profesjonalnej, wymaganej od regularnych inwestorów giełdowych, a zatem w praktyce krąg adresatów tej oferty będzie węższy aniżeli występujący w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych.

Z kolei, najbardziej ograniczony krąg adresatów oferty jest możliwy w przypadku funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie tzw. niepubliczne certyfikaty inwestycyjne,

²⁹ Natomiast nie jest możliwe nabycie jednostek uczestnictwa w drodze realizacji prawa zastawu ustanowionego na tychże jednostkach, ponieważ wówczas zaspokojenie zastawnika z przedmiotu zastawu następuje wyłącznie w wyniku odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz na żądanie zgłoszone (i) w postępowaniu egzekucyjnym lub (ii) w trybie pozaegzekucyjnym, jeżeli zastaw został ustanowiony w trybie ustawy z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (Dz. U. z 2012 r. poz. 942 i 1166 oraz z 2013 r. poz. 1036) – wówczas fundusz dokonuje wypłaty na rachunek zastawnika kwoty należnej z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa (art. 83 ust. 4 u.f.i.). Por. szerzej w tej kwestii: Rozdział IV, pkt 3.1.2 niniejszej rozprawy.

³⁰ Por. M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa...*, s. 16.

przeważnie na rzecz stosunkowo wąskiego grona inwestorów. W statucie takiego funduszu bardzo często znajdują się rozmaite postanowienia zabezpieczające przed możliwością przejęcia kontroli nad funduszem przez podmioty z zewnątrz (np. prawo pierwszeństwa przy nowych emisjach certyfikatów, prawo pierwokupu, prawo przyłączenia się do sprzedaży certyfikatów, prawo pociągnięcia, itp.). Pod tym względem fundusze te przypominają nieco powszechne wśród inwestorów np. w USA lub Wielkiej Brytanii fundusze *venture capital* lub *private equity*, które bardzo często przybierają postać hermetycznie zamkniętych przedsięwzięć inwestycyjnych lub przedsiębiorstw o charakterze rodzinnym, należycie zabezpieczonych przed ryzykiem np. wrogiego przejęcia. Uczestnikami takiego funduszu są zatem w założeniu mniejsze i średnie przedsiębiorstwa, dążące do rozpoczęcia nowego rodzaju działalności lub wprowadzenia na rynek nowego produktu, przy jednoczesnym braku odpowiedniego kapitału oraz zmniejszonej możliwości pozyskania finansowania bankowego ze względu na podwyższone ryzyko planowanego przedsięwzięcia gospodarczego.

Konstrukcja prawna funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest oparta na względnie stałej liczbie certyfikatów inwestycyjnych oraz związanej z nią względnie stałej wysokości kapitału wniesionego do funduszu, co w dużym stopniu przybliża ten typ funduszu do konstrukcji spółki akcyjnej. Cechą wyróżniającą fundusz inwestycyjny zamknięty spośród innych typów funduszy jest to, że nie dokonuje on emisji tytułów uczestnictwa na każde żądanie swoich uczestników, lecz wyłącznie w terminach określonych w warunkach emisji certyfikatów, bądź też w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym. Każda kolejna emisja certyfikatów inwestycyjnych zasadniczo wymaga też zmiany statutu funduszu oraz podjęcia uchwały zgromadzenia inwestorów (por. art. 129 u.f.i. oraz 144 ust. 3 pkt 2 u.f.i.). W następstwie każdej nowej emisji wzrasta liczba certyfikatów inwestycyjnych, z reguły także wzrasta liczba uczestników funduszu, jak również zwiększeniu ulega kapitał własny funduszu. Według dyspozytywnych przepisów ustawowych (*ius dispositivi*), tzn. bez stosownych odrębnych postanowień statutowych, w funduszu zamkniętym nie jest dopuszczalny wykup od inwestorów posiadanych przez nich certyfikatów inwestycyjnych celem ich umorzenia.

Bezpośrednim następstwem takiego rozwiązania była konieczność przypisania przez ustawodawcę certyfikatom inwestycyjnym funduszy zamkniętych charakteru prawnego papierów wartościowych oraz dopuszczenie ich do obrotu wtórnego, który może być ograniczony jedynie w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych.

Wartość rynkową certyfikatów inwestycyjnych determinują prawa rynku (tj. popyt i podaż), na skutek czego może ona różnić się od rzeczywistej wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (tzw. WANCI). Wykluczenie w statucie funduszu możliwości wykupu certyfikatów inwestycyjnych i ich umarzenia może wpływać stabilizująco na portfel inwestycyjny funduszu, wskutek czego określone w statucie funduszu zasady polityki inwestycyjnej mogą być bardziej liberalne i umożliwiać lokowanie zgromadzonych środków finansowych w aktywa o niższym stopniu płynności, obciążone wyższym stopniem ryzyka, jak np. wierzytelności, nieruchomości, waluty obce, akcje i udziały spółek niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego. Co więcej, z uwagi na powyższe właściwości, w przypadku funduszy zamkniętych możliwe jest prowadzenie polityki lokacyjnej o znacznie wydłużonym horyzoncie inwestycyjnym³¹.

Innymi cechami charakterystycznymi funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w sposób istotny odróżniającymi je od funduszy inwestycyjnych typu otwartego, są: mniejsza płynność aktywów, z reguły większe wymagania kapitałowe dla realizacji celu inwestycyjnego oraz mniejsze możliwości elastycznej zmiany wysokości kapitałów własnych funduszu.

Wszystkie powyższe cechy odróżniające fundusze inwestycyjne otwarte od funduszy inwestycyjnych zamkniętych niewątpliwie leżą również u podstaw dualizmu prawnego tytułów uczestnictwa na gruncie obowiązującej ustawy o funduszach inwestycyjnych. Przejawem tego dualizmu jest to, że ustawodawca polski zdecydował się na wprowadzenie w obu podstawowych typach funduszy zupełnie odrębnych rodzajów tytułów uczestnictwa, w sposób istotny różniących się od siebie pod względem konstrukcji prawnej, sposobu realizacji uprawnień i obowiązków uczestnika, a także sposobów nabywania, rozporządzania, czy wreszcie wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających z obu odmian tytułów uczestnictwa.

³¹ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 119-120; por. także na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998, s. 26; M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 120.

1.4. Rys historyczno-porównawczy

1.4.1. Geneza funduszy inwestycyjnych jako instytucji wspólnego inwestowania

Fundusze inwestycyjne jako instytucje wspólnego inwestowania w nowoczesnej postaci ukształtowały się w następstwie ewolucji szeregu różnych instytucji prawnych, które wywodzą się historycznie ze znanej już w starożytności instytucji powiernictwa.

W prawie rzymskim pod pojęciem umowy **powiernictwa** (łac. *fiducia*) rozumiano „umowę, na podstawie której odbiorca rzeczy, uzyskujący na niej własność, zobowiązuje się przelać z powrotem własność na pozbywcę rzeczy (alienującego) w oznaczonych okolicznościach”³². Umowa ta zaliczana była do tzw. kontraktów realnych i wyróżniano zasadniczo dwie odmiany tej umowy: (i) *fiducia cum creditore contracta* – służąca zabezpieczeniu wierzytelności poprzez przeniesienie własności rzeczy przez dłużnika na rzecz wierzyciela z obowiązkiem jej zwrotu z chwilą spłaty długu, przypominająca nieco współczesną instytucję przewłaszczenia na zabezpieczenie³³, a także (ii) *fiducia cum amico contracta* – mająca na celu wyświadczenie pewnej przysługi przyjacielskiej i zawierana albo w interesie zbywcy rzeczy (celem przechowania rzeczy – w późniejszym okresie wykształciła się z niej umowa depozytu) albo w interesie nabywcy (celem użyczenia rzeczy – na jej gruncie skonstruowano umowę użyczenia). W prawie spadkowym natomiast wytworzyła się instytucja tzw. fideikomisu uniwersalnego, służącego do obciążenia spadku przez spadkodawcę poleceniem wydania spadku określonej osobie³⁴.

Na gruncie rzymskiej instytucji powiernictwa w prawie kontynentalnym wykształciła się następnie odmiana stosunku powiernictwa charakterystyczna dla systemu prawa germańskiego (Niemcy, Szwajcaria, Austria – niem. *Treuhand*), zakładająca istnienie umowy powierniczej, w której występowały dwa podmioty: (i) fiducjant (niem. *Fiduziant*) oraz (ii) fiducjariusz (niem. *Fiduziar, Treuhänder*), na podstawie której dochodziło do przysporzenia majątkowego na rzecz fiducjariusza (powiernika) celem osiągnięcia określonych celów gospodarczych, które co do zasady tego rodzaju przeniesienia nie wymagały, jednakże relacja pomiędzy stronami umowy powierniczej oparta była na

³² Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 16.

³³ Por. R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa – konstrukcja prawna zarządu powierniczego*, Warszawa 2005, s. 3-4.

³⁴ Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 16-17.

wzajemnym zaufaniu. W ramach tej umowy przedmiot przysporzenia wchodził do majątku powiernika, który zobowiązywał się wobec fiducjanta do zwrotnego przeniesienia własności tego przedmiotu w określonych w umowie sytuacjach³⁵.

Natomiast w prawie anglosaskim wykształciła się instytucja trustu, wywodząca się z ustroju feudalnego średniowiecznej Anglii, w którym istniała podzielna własność ziemi, w ramach której rozróżniano dwóch właścicieli: *legal owner* i *owner in equity*, którym przysługiwał odmienny zakres praw i obowiązków wynikających z prawa własności. Pominąwszy pewne odrębności terminologiczne, w konstrukcji prawnej trustu wyróżnia się co do zasady trzy podmioty: (i) podmiot ustanawiający trust, zwany rozporządzającym (ang. *settlor*), (ii) właściciela powierniczego (ang. *trustee*) oraz (iii) beneficjenta trustu (ang. *beneficiary* lub *beneficial owner*). Stosunek prawny trustu współcześnie polega na przeniesieniu przez rozporządzającego, w drodze czynności prawnej *inter vivos* lub *mortis causa*, określonych składników majątkowych na właściciela powierniczego, z jednoczesnym poleceniem, aby pożytki z tych składników majątku przypadły bezpośrednio beneficjentowi trustu lub były przekazywane na określony cel. W literaturze wyróżnia się następujące cechy charakterystyczne dla instytucji trustu: (i) utworzenie oddzielnej masy majątkowej ze składników majątkowych przeniesionych na rzecz właściciela powierniczego, nie wchodzących do majątku osobistego; (ii) tytuł prawny do składników majątkowych trustu przysługuje właścicielowi powierniczemu lub innej osobie reprezentującej powiernika lub rozporządzającego; (iii) właściciel powierniczy ma prawo i obowiązek zarządzania, inwestowania i zbywania składników majątkowych, zgodnie z warunkami stosunku trustu oraz szczególnymi obowiązkami zarówno wobec rozporządzającego, jak i wobec beneficjenta trustu, wynikającymi z przepisów prawa³⁶.

Polski system prawa nie przewiduje wprost ogólnych unormowań dotyczących stosunków rzeczowych lub obligacyjnych o cechach instytucji powiernictwa, tym niemniej zaznaczyć należy, iż *de lege lata* w przepisach ustaw szczególnych można odnaleźć instytucje noszące pewne znamiona zbliżone do tej instytucji (por. np. umowa rachunku bankowego zastrzeżonego, umowa zlecenia, umowa agencji oparta na zastępstwie pośrednim, przewłaszczenie na zabezpieczenie, instytucja depozytariusza, etc.). W piśmiennictwie przyjmuje się, że przez pojęcie powiernictwa *sensu stricto* należy rozumieć sytuacje, w których podmiot prawa, będący właścicielem określonego majątku,

³⁵ Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 17-18; R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 80 i n.

³⁶ Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 19-20; R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 29 i n.

jest zobowiązany używać go w sposób ściśle określony i zasadniczo w cudzym interesie, natomiast powiernictwem *sensu largo* będzie każdy stosunek prawny, unormowany w granicach zasady swobody kontraktowania (art. 353¹ k.c.), na mocy którego określony podmiot uzyskuje uprawnienie do władania rzeczą lub prawem jak właściciel, nie nabywając przy tym własności, jednakże towarzyszy temu pozbawienie właściciela możliwości rozporządzania rzeczą lub prawem i korzystania z rzeczy. Zarówno w jednym, jak i w drugim przypadku, władający majątkiem powierzonym występuje w stosunkach zewnętrznych w imieniu własnym, lecz w cudzym interesie³⁷. Według innego ujęcia, stosunek prawny powiernictwa jest definiowany jako sytuacja prawna, w której jednej osobie (powiernikowi) służy określone prawo (rzeczowe lub obligacyjne), ograniczone jednak wyłącznie w stosunku wewnętrznym do innej osoby (tj. powierzającego), wobec której powiernik występuje jako wyłączny dysponent tego prawa w sensie obligacyjnym, natomiast w stosunku zewnętrznym powiernik jest wyłącznym podmiotem przysługującego mu prawa rzeczowego³⁸. W konsekwencji, zobowiązanie powiernika wobec powierzającego do korzystania w ograniczonym zakresie z uprawnień przysługujących mu z tytułu nabytego prawa, ma charakter wyłącznie obligacyjny i jest skuteczne tylko między stronami (*inter partes*). Natomiast rozporządzenie przez powiernika powierzonym mu prawem wbrew zobowiązaniu przyjętemu wobec powierzającego jest w pełni skuteczne wobec osób trzecich (*erga omnes*)³⁹.

W doktrynie podjęto próbę określenia i usystematyzowania wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy uczestnikiem, funduszem inwestycyjnym oraz towarzystwem funduszy inwestycyjnych w kontekście instytucji powiernictwa, wskazując na następujące argumenty wykluczające zastosowanie tej instytucji w ramach tych relacji:

- (i) podstawowym założeniem instytucji powiernictwa jest istnienie wyodrębnionej masy majątkowej (zarządzanej przez odrębny, wyspecjalizowany podmiot),

³⁷ Tak: P. Stec, *Powiernictwo w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2005, s. 329; por. również: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 89.

³⁸ Por. A. Kędzierska-Cieślak, *Powiernictwo. Próba określenia konstrukcji prawnej*, Państwo i Prawo 1977, z. 8-9, s. 50.

³⁹ Por. P. Stec, *Powiernictwo...*, s. 26; R. Rykowski, *Pojęcie powiernictwa...*, s. 17 i n.; A. Szpunar, *O powierniczych czynnościach prawnych*, Rejent 1993, nr 11, s. 13 i n.; G. Tracz, F. Zoll, *Przydatność pojęcia powiernictwa dla prawa prywatnego*, PPH 1998, nr 4, s. 24; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 139 i n. oraz A. Chłopecki, *Współwłasność czy powiernictwo?*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 3, s. 21.

nie posiadającej osobowości prawnej⁴⁰, podczas gdy fundusz inwestycyjny posiada osobowość prawną (art. 3 ust.1 u.f.i.);

- (ii) powierzone przez uczestników środki nie są własnością funduszu (pomimo tego, że w stosunku zewnętrznym fundusz występuje jako wyłączny właściciel zainwestowanych środków);
- (iii) brak uprawnień uczestników w stosunku do powierzonych środków analogicznych do praw beneficjenta trustu w modelu anglosaskim lub fiducjariusza w modelu germańskim;
- (iv) fundusz ma obowiązek lokowania środków (sprawowania zarządu) w imieniu własnym, ale na rachunek i w interesie uczestnika, a ponadto
- (v) aktywa funduszu nie składają się z rzeczy⁴¹.

W tym kontekście *de lege lata* nie sposób zgodzić się z argumentami ad. (ii) i (v), a częściowo również z argumentem ad. (iv), ponieważ z jednej strony – przedmiot wpłat do funduszu zawsze staje się jego własnością z chwilą wydania inwestorowi tytułów uczestnictwa, zaś z drugiej strony – przedmiotem wpłat do funduszu, a także aktywów nabywanych przez fundusz w trakcie jego funkcjonowania, mogą być zarówno środki pieniężne, jak i aktywa niepieniężne (w tym nieruchomości). Ponadto, fundusz inwestycyjny wprawdzie istotnie lokuje powierzone mu środki w interesie uczestnika, jednakże – jak każda osoba prawna – działa we własnym imieniu i na własny rachunek.

Wskazywane są również w piśmiennictwie odmienne argumenty, świadczące o pewnym podobieństwie stosunku uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym do instytucji powiernictwa, a mianowicie:

- (i) relacje budowane w oparciu o zaufanie (por. pojęcie *fides* w prawie rzymskim);
- (ii) korzystanie przez fundusz w sposób ograniczony z powierzonych mu środków;
- (iii) niedostępność środków funduszu dla wierzycieli towarzystwa;
- (iv) brak bezpośrednich praw uczestników w stosunku do instrumentów finansowych nabytych przez fundusz inwestycyjny, a ponadto

⁴⁰ Według tego modelu ukształtowane były fundusze powiernicze, działające na podstawie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst pierwotny: Dz.U. z 1991 r., Nr 35, poz. 155).

⁴¹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 90 oraz tamże cytowana: P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie...*, s. 231-232.

- (v) relacje pomiędzy funduszem a uczestnikiem ukształtowane są w oparciu o stosunek zobowiązaniowy, a nie rzeczowy⁴².

Wobec tak istotnej rozbieżności zaprezentowanych argumentów *pro* i *contra*, jak się wydaje, należy przychylić się do poglądu, iż w aktualnym stanie prawnym nie sposób jednoznacznie przesądzić o możliwości zakwalifikowania stosunku uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym do żadnego z klasycznych przykładów zastosowania instytucji powiernictwa. Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym *de lege lata* stanowi bowiem *sui generis* stosunek prawny, pod względem konstrukcyjnym złożony zarówno z szeregu elementów zbliżonych do instytucji powiernictwa, jak i innych elementów diametralnie różniących się od tej instytucji.

W czasach współczesnych geneza instytucji zbiorowego inwestowania środków pieniężnych sięga swoimi korzeniami do początków XIX w., kiedy to w 1822 r. w Brukseli powstał pierwszy fundusz zbiorowego inwestowania, przypominający nieco pod względem konstrukcji prawnej współczesne fundusze inwestycyjne zamknięte. Głównym jego celem było umożliwienie drobnym i średnim przedsiębiorcom lokowania wolnych środków pieniężnych w zagraniczne papiery dłużne⁴³. Na początku lat sześćdziesiątych XIX w. zaczęły powstawać pierwsze fundusze inwestycyjne w Anglii i Szkocji, a następnie w Stanach Zjednoczonych. Następnie, w latach osiemdziesiątych XIX w. nastąpił gwałtowny wzrost popularności funduszy zbiorowego inwestowania, co wiązało się ze znacznym zwiększeniem się zaangażowania kapitałowego tych funduszy na rynku amerykańskim, w szczególności w formie inwestycji w papiery wartościowe emitowane przez spółki obsługujące rozwijające się wówczas w bardzo szybkim tempie amerykańskie linie kolejowe.

Kolejnym etapem rozwoju funduszy zbiorowego inwestowania był okres lat dwudziestych XX w., kiedy to na rynku amerykańskim i brytyjskim powstało kilkaset nowych funduszy inwestycyjnych, a wśród nich pierwsze fundusze typu otwartego, oferujące możliwość nabywania nowych i odkupywania już istniejących udziałów po cenie

⁴² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 90.

⁴³ Por. A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 13 i n. Według innych źródeł historycznych, prekursorem w dziedzinie funduszy zbiorowego inwestowania był szkocki księgowy Robert Fleming, który wykorzystując swoje doświadczenia z zakresu transakcji na giełdzie papierów wartościowych, uzyskane w czasie pobytu w Ameryce, postanowił w 1870 r. utworzyć w gronie przyjaciół Szkocko-Amerykański Trust Inwestycyjny, na który złożyły się wpłaty jego udziałowców. Por. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 1998, s. 185, a także P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie...*, s. 107.

opartej na wartości aktywów funduszu⁴⁴. Wówczas większość funduszy inwestycyjnych posługiwała się dźwignią finansową w postaci kredytów i pożyczek w celu pozyskania dodatkowych środków na inwestycje ukierunkowane głównie w akcje przedsiębiorstw. Kryzys walutowy z 1929 r. spowodował dotkliwe straty również w sektorze funduszy inwestycyjnych, których strategie inwestycyjne były zupełnie nieprzygotowane na tak gwałtowne załamanie koniunktury na rynku finansowym i kapitałowym.

W następstwie Wielkiego Kryzysu podjęto w USA energiczne działania legislacyjne, zmierzające do utworzenia systemu regulacji prawnych, mających w założeniu skutecznie chronić interes inwestorów na rynku papierów wartościowych, w tym również uczestników funduszy inwestycyjnych. W ramach tych działań powołano m. in. w 1934 r. centralny organ administracyjny, nadzorujący obrót papierami wartościowymi (ang. *Securities Exchange Commission*) oraz określono jednolite zasady subskrypcji i dystrybucji akcji. W ślad za tymi reformami, w latach czterdziestych XX w. uregulowano również pierwsze systemowe zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Znaczna część tych zasad zachowała aktualność aż do chwili obecnej, jak np. zakaz dokonywania transakcji między funduszem a podmiotem nim zarządzającym, ograniczenia w zakresie kredytów i pożyczek, obowiązek odkupienia swoich akcji na każde żądanie inwestora oraz wypłacenia mu ceny równej wartości aktywów funduszu przypadających na każdą akcję w określonym terminie od dnia zgłoszenia żądania⁴⁵.

Niezależnie od instytucjonalnej formy zbiorowego uczestnictwa w rynku kapitałowym, jaką są fundusze inwestycyjne, począwszy od końca XIX w. rozwijały się również tzw. kluby inwestorskie, zrzeszające osoby fizyczne wspólnie inwestujące swoje oszczędności i działające zazwyczaj jako spółki cywilne⁴⁶. Pierwsze takie kluby powstały w 1898 r. w Stanach Zjednoczonych, jednakże najbardziej dynamiczny ich rozwój przypada na okres drugiej połowy XX w. Uczestnictwo w klubie inwestorskim uzależnione jest od wniesienia określonego wkładu początkowego oraz okresowego opłacania składek członkowskich. Zgromadzone w ten sposób fundusze są wspólnie zarządzane, a nabywane aktywa są deponowane u licencjonowanych pośredników, którzy służą członkom klubu również fachowym doradztwem inwestycyjnym. Pomimo wciąż stosunkowo dużej popularności w niektórych krajach (np. Francja), taka forma zbiorowego inwestowania

⁴⁴ Por. A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 14.

⁴⁵ *Ibidem*, s. 15.

⁴⁶ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 6.

nie odgrywa obecnie jednak istotnej roli na rozwiniętych rynkach kapitałowych, na których fundamentalne znaczenie w tej dziedzinie posiadają inwestorzy instytucjonalni, w tym przede wszystkim fundusze inwestycyjne. Prawidłowość ta wynika głównie z faktu, iż efektywne i dostatecznie bezpieczne lokowanie środków finansowych w instrumenty rynku kapitałowego wymaga wysokiego stopnia profesjonalizmu i odpowiedniego zaplecza logistycznego, umożliwiającego szeroki dostęp do informacji o zdarzeniach mających potencjalny wpływ na kształtowanie się kursów instrumentów finansowych na rynku⁴⁷. Przesłanki powyższe w założeniu spełniać mają fundusze inwestycyjne, co daje im znaczną przewagę zarówno nad nieformalnymi zreszczeniami inwestorów (klubami inwestorskimi), jak i nad indywidualnymi inwestorami, którzy ponadto nie dysponują na tyle dużym kapitałem, aby poprzez właściwe odpowiednie rozproszenie lokat (tzw. dywersyfikację⁴⁸) być w stanie skutecznie zredukować ryzyko inwestycyjne.

W Polsce pierwsze instytucje zbiorowego inwestowania, zwane funduszami powierniczymi, powstały w oparciu o przepisy rozdziału 8 ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁴⁹, które wzorowane były na zupełnie wówczas obcej polskiemu systemowi prawa konstrukcji stosunku powiernictwa, co powodowało liczne komplikacje, zwłaszcza w zakresie możliwości określenia statusu prawnego majątku funduszu oraz wzajemnych relacji pomiędzy tym majątkiem a inwestorami oraz podmiotem zarządzającym funduszem⁵⁰.

Następna obowiązująca w Polsce regulacja instytucji zbiorowego inwestowania, w postaci ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, była już oparta w dużej mierze na rozwiązaniach przewidzianych w dyrektywie Rady nr 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe⁵¹ (tj. dyrektywie UCITS – skrót od ang. *Undertakings*

⁴⁷ Por. W. Bień, *Rynek papierów...*, s. 186 oraz P. Zawadzka, *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, Gdańskie Studia Prawnicze, t. XVI, 2007, s. 630-633.

⁴⁸ Por. M. Michalski, *Instytucjonalne uczestnictwo na rynku kapitałowym w aspekcie działalności funduszy inwestycyjnych*, PUG 1995, nr 5; A. Lavine, *Wszystko o funduszach powierniczych*, Warszawa 1996, s. 114 oraz P. Zawadzka, *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny...*, s. 630-631.

⁴⁹ Według przepisu art. 2 pkt 8 tej ustawy przez pojęcie „zbiorowego inwestowania” należy rozumieć „nabywanie i zbywanie papierów wartościowych w interesie i na wspólny rachunek uczestników funduszy powierniczych”.

⁵⁰ Szerzej w tej kwestii por. A. Chłopecki, *Współwłasność...*, s. 21 i n., G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 68 i n. oraz W. Ćwiek, *Fundusze inwestycyjne*, Rzeczpospolita z 5 lutego 1997 r.

⁵¹ Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985.

for Collective Investment in Transferable Securities), w wersji znowelizowanej dyrektywą nr 88/220/EEC z dnia 22 marca 1988 r. Głównym założeniem dyrektywy UCITS była koordynacja regulacji prawnych w zakresie instytucji zbiorowego inwestowania w państwach członkowskich UE. W perspektywie oczekiwanego wówczas członkostwa Polski w strukturach Unii Europejskiej, szczególnego znaczenia nabrała konieczność harmonizacji polskiego prawa z systemem prawnym UE, w tym również w zakresie zasad zbiorowego lokowania środków pieniężnych w określone instrumenty finansowe. Uwzględniając powyższe okoliczności, a także wychodząc naprzeciw potrzebom rozwijającego się w szybkim tempie rynku finansowego i rynku kapitałowego w Polsce, ustawodawca zdecydował się w sposób istotny zreformować istniejący wówczas system instytucji wspólnego inwestowania⁵².

Aktualnie obowiązujące unormowanie zasad działalności funduszy inwestycyjnych jako instytucji wspólnego inwestowania, przewidziane w ustawie o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r., w sposób spójny uporządkowało dotychczasowe rozwiązania w zakresie zbiorowych form inwestowania, wykraczając nawet w pewnym stopniu poza materię samych funduszy inwestycyjnych oraz regulując także kwestie związane z transgranicznym uczestnictwem w funduszach i instytucjach wspólnego inwestowania mających siedzibę poza granicami kraju, przy założeniu pełnej harmonizacji polskiego prawa krajowego z prawem Unii Europejskiej, w szczególności poprzez wprowadzenie na podstawie dyrektywy UCITS IV tzw. **zasady jednolitej licencji** (jednolitego paszportu), umożliwiającej funduszowi, który uzyskał licencję w jednym z państw członkowskich, świadczenie na terytorium wszystkich państw członkowskich UE usług wynikających z uzyskanej licencji, bez konieczności uzyskiwania odrębnego zezwolenia w każdym państwie przyjmującym. Zasada powyższa wynika wprost z traktatowej zasady swobody przedsiębiorczości i świadczenia usług oraz ma na celu harmonizację warunków dostępu do działalności na rynku finansowym. Fundusz inwestycyjny może zatem w państwie przyjmującym świadczyć usługi, które wynikają z uprzednio uzyskanej licencji⁵³.

⁵² Temu celowi służyć miał np. dodany na mocy nowelizacji do ustawy z 1997 r. rozdział 10a, zatytułowany: „Zbywanie tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach będących członkami Unii Europejskiej”. Por. w tej kwestii I. Lewandowska, *Nowe możliwości oszczędzania*, Rzeczpospolita z dnia 16 października 2000 r.

⁵³ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 40 oraz Komisja Nadzoru Finansowego, *Dyrektywa 2009/65/WE UCITS IV – wyzwania dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*,

W aspekcie historycznym ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. wprowadziła do polskiego porządku prawnego nowe rozwiązania i mechanizmy normatywne w zakresie dotyczącym m.in. zasad polityki inwestycyjnej i dopuszczalnych limitów inwestycyjnych stosowanych przez inne rodzaje funduszy wynikające z uelastycznienia polityki inwestycyjnej otwartego funduszu inwestycyjnego, umożliwienia funkcjonowania funduszy, które zbywają różne kategorie jednostek uczestnictwa, tworzenia funduszy, które będą składać się z subfunduszy, tworzenia rodzin funduszy składających się z jednego funduszu podstawowego i kilku funduszy powiązanych, wprowadzenia możliwości tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych, funduszy portfelowych, funduszy aktywów niepublicznych i innych, wprowadzenia możliwości przekazania zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu podmiotom posiadającym odpowiednią wiedzę i doświadczenie w zakresie zarządzania nieruchomościami lub innymi aktywami niepublicznymi⁵⁴.

1.4.2. Konstrukcja funduszu inwestycyjnego jako instytucji wspólnego inwestowania w kontekście prawa Unii Europejskiej

Fundusze inwestycyjne w świetle powszechnie obowiązujących przepisów prawa polskiego i unijnego należą do kategorii instytucji wspólnego inwestowania. Zgodnie z dyspozycją art. 3 ust. 1 u.f.i. przedmiot działalności funduszu inwestycyjnego nie może być inny aniżeli: *„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.”*. Na gruncie powyższego unormowania w doktrynie trafnie przyjmuje się, że fundusz inwestycyjny jest osobą prawną szczególnego rodzaju, gdyż stanowi pewną wyodrębnioną masę majątkową, która jest tworzona poprzez wpłaty uczestników zebrane wskutek publicznego lub niepublicznego proponowania nabycia tytułów uczestnictwa, natomiast wpłaty do funduszu przeznaczane są na jeden cel, będący wyłącznym przedmiotem działalności funduszu, tj. na lokowanie środków pieniężnych w określone

źródło: www.knf.gov.pl oraz W. Krawiec, *Znaczenie dyrektywy UCITS IV dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, Annales UMCS, t. XLVI, z. 1, Lublin 2012, s. 286 i 291-293.

⁵⁴ Por. uzasadnienie projektu ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych.

w ustawie instrumenty finansowe oraz prawa majątkowe, które wchodzą w skład aktywów funduszu o zmiennej wartości⁵⁵.

Zgodnie z przepisami obowiązującej dyrektywy UCITS IV, każde państwo członkowskie może w sposób dowolny określić formę prawną funduszu inwestycyjnego. W przypadku polskiego funduszu inwestycyjnego nabycie osobowości prawnej następuje z chwilą konstytutywnego wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych i z tym też momentem organem funduszu staje się towarzystwo funduszy inwestycyjnych (art. 15 ust. 6 u.f.i.). Bezpośrednią konsekwencją przyznania funduszowi osobowości prawnej przez ustawodawcę jest wyposażenie go w: (i) zdolność prawną (tj. możliwość bycia podmiotem praw i obowiązków), (ii) zdolność do czynności prawnych (tj. możliwość nabywania i zbywania praw oraz zaciągania zobowiązań we własnym imieniu i na własny rachunek) oraz (iii) zdolność do ponoszenia odpowiedzialności za zobowiązania z innych tytułów aniżeli czynności prawne (por. art. 416 k.c.), przy czym odpowiada to przyjętej w polskim systemie prawnym metodzie tworzenia tego typu podmiotów⁵⁶, ponieważ zgodnie z art. 33 k.c. osobami prawnymi są Skarb Państwa i jednostki organizacyjne, którym przepisy szczególne przyznają osobowość prawną.

W piśmiennictwie stosunkowo często dzieli się osoby prawne według kryterium uczestnictwa w ich strukturach organizacyjnych na: (i) osoby prawne typu **fundacyjnego** (zakładowego) oraz (ii) osoby prawne typu **korporacyjnego**. W pierwszym przypadku uważa się, że cechą charakterystyczną i zasadniczym substratem osoby prawnej jest jej majątek, a nie zespół ludzki, podczas gdy w drugim przypadku *differentia specifica* osoby prawnej stanowi zbiorowość osób fizycznych związanych z tą osobą poprzez członkostwo i realizujących wspólny im cel⁵⁷. O ile w przypadku osób prawnych typu zakładowego, o zasadniczych kierunkach ich działalności realizowanych przez organ reprezentujący osobę prawną decyduje założyciel (fundator) w akcie założycielskim, to w przypadku

⁵⁵ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 91.

⁵⁶ Por. R. Blicharz, *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, PUG 2002, nr 3, s. 10 oraz cytowana tam literatura, a także: A. Lichosik, R. Blicharz, „*Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych (w:) O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*”, Bielska-Brodziak A. (red.), Katowice 2015, s. 251-260 oraz A. Powierża, *Fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne jako osoby prawne*, PPH 2000, nr 5.

⁵⁷ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 128; M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych, t. 19*, Warszawa 2006, s. 640; P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 94 i cytowana ta literatura: J. Ignatowicz, K. Stefaniuk, A. Wolter, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2001, s. 224; E. Skowrońska-Bocian, *Prawo cywilne - część ogólna. Zarys wykładu*, Warszawa 2005, s. 116; podobnie A. Doliwa, *Prawo cywilne - część ogólna*, Warszawa 2004, s. 178; nieco odmiennie: Z. Radwański, *Prawo cywilne - część ogólna*, Warszawa 2005, s. 197.

osób prawnych typu korporacyjnego, o podstawowych celach ich działalności decydują jej członkowie poprzez realizację przysługujących im uprawnień organizacyjnych lub korporacyjnych⁵⁸, w tym również odpowiednie ukształtowanie kompetencji organów osoby prawnej. Do kategorii osób prawnych typu zakładowego zalicza się przede wszystkim fundacje, a także według poglądu pewnej części przedstawicieli doktryny – również fundusze inwestycyjne i emerytalne⁵⁹. Natomiast do kategorii korporacyjnych osób prawnych należą przede wszystkim spółki handlowe, spółdzielnie, stowarzyszenia, partie polityczne, związki zawodowe i związki pracodawców⁶⁰.

W świetle powyższych cech modelowych obu podstawowych typów osób prawnych należy podzielić wyrażony w literaturze na gruncie aktualnych przepisów u.f.i. pogląd, zgodnie z którym fundusze inwestycyjnych nie sposób jednoznacznie przypisać do jednego z tradycyjnie wyodrębnionych rodzajów osób prawnych⁶¹, a świadczą o tym następujące argumenty.

Mianowicie, z jednej strony fundusze inwestycyjne otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (przy założeniu, że nie powołano w nich rady inwestorów) mają charakter zbliżony do osób prawnych typu fundacyjnego (zakładowego)⁶². W wymienionych rodzajach funduszy status uczestnika w żaden sposób nie przypomina pozycji prawnej wspólnika lub akcjonariusza, pomimo przyznania mu – na mocy nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 23 listopada 2012 r.⁶³ – uprawnień do udziału i prawa wykonywania głosu na zgromadzeniu uczestników funduszu. Celem odzwierciedlenia pozycji prawnej uczestnika funduszu typu otwartego w literaturze jeszcze na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. posłużono się pojęciem beneficjent funduszu inwestycyjnego⁶⁴.

⁵⁸ Por. J. Frąckowiak (w:) M. Safjan (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – Część ogólna, t.1*, Warszawa 2007, s. 1042-1046 oraz E. Skowrońska-Bocian, *Prawo cywilne...*, s. 116.

⁵⁹ Por. J. Frąckowiak (w:) M. Safjan (red.), *System...*, t. 1, s. 1045; M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 640; a także na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 128; J. Głowacka, *Ustawa o funduszach...*, s. 342.

⁶⁰ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 94 i cyt. tamże: E. Łętowska, *Podstawy prawa cywilnego*, Warszawa 1994, s. 82.

⁶¹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 95 oraz A. Lichosik, R. Blicharz, „Podwójna osobowość” funduszy inwestycyjnych..., s. 254.

⁶² Por. P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie...*, s. 120.

⁶³ Dz.U. z 2013 r., poz. 70.

⁶⁴ Por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych*, cz. 1, *Prawo Spółek* 2002, nr 10, s. 42.

Natomiast w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych (w przypadku, gdy powołano w nich radę inwestorów), można wyróżnić wiele cech występujących w osobach prawnych typu korporacyjnego. Wprawdzie w większości przypadków wpływ pojedynczych inwestorów na cel i zasady polityki inwestycyjnej takiego funduszu jest mocno ograniczony, ponieważ uczestnicy z reguły przyjmują je niejako „z dobrodziejstwem inwentarza” w momencie przystąpienia do funduszu. Tym niemniej, za korporacyjnym charakterem tego rodzaju funduszy przemawia po pierwsze – konieczność zebrania przed zarejestrowaniem funduszu (a w przypadku funduszy zamkniętych również w trakcie ich funkcjonowania, tj. na etapie kolejnych emisji certyfikatów inwestycyjnych) określonych środków finansowych, a tym samym pozyskania uczestników funduszu, a po drugie – przyznanie uczestnikom funduszu praw o charakterze typowo korporacyjnym, jak np. prawo udziału i prawo głosowania na zgromadzeniu inwestorów, prawo uczestnictwa w radzie inwestorów, prawo pierwszeństwa nabycia nowych certyfikatów inwestycyjnych⁶⁵.

W piśmiennictwie podjęto również próbę usystematyzowania wspólnych cech wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych zorganizowanych w formie osoby prawnej, wskazując na następujące atrybuty:

- 1) przedmiot i cel działania, tj. inwestowanie w instrumenty finansowe i inne prawa majątkowe środków finansowych powierzonych przez uczestników funduszu;
- 2) sformalizowana struktura organizacyjna, unormowana przepisami ustawy i opartej na niej statutu funduszu;
- 3) majątek odrębny od majątku uczestników i majątku towarzystwa zarządzającego funduszem;
- 4) organ reprezentujący fundusz (tj. towarzystwo funduszy inwestycyjnych);
- 5) określone w ustawie i statucie funduszu prawa i obowiązki uczestników⁶⁶.

⁶⁵ Por. L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Prawo papierów wartościowych*, t. 4, Warszawa 2004, s. 772 oraz R. Blicharz, *Tworzenie funduszy inwestycyjnych - wybrane zagadnienia*, PUG 2003, nr 5, s. 7.

⁶⁶ Tak na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 35-36. Por. w tej kwestii również: A. Kostrz-Kostecka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z dnia 27.08.1996 r.; M. Mazur, A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne w Polsce i na świecie*, Rzeczpospolita z dnia 1 października 1996 r.; M. Mazur, A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne według przyszłych przepisów*, Rzeczpospolita z dnia 2 października 1996 r.

Powyższe cechy warto jeszcze uzupełnić o dodatkowe właściwości funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania, a mianowicie: (i) stosunkowo długi horyzont czasowy ich działalności (nie wynikający wprost z przepisów prawa, lecz ukształtowany w praktyce obrotu), (ii) obowiązek przestrzegania w ramach działalności określonych zasad polityki inwestycyjnej (w szczególności zasad dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego) oraz (iii) obowiązek ochrony interesu prawnego uczestników funduszu. Fundusz inwestycyjny ma bowiem obowiązek prowadzenia działalności ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, skoro wyłącznym przedmiotem jego działalności jest inwestowanie środków powierzonych funduszowi przez uczestników w celu inwestycyjnym określonym w statucie, zakładającym z reguły wzrost aktywów funduszu. Analogiczny obowiązek spoczywa również na towarzystwie i depozytariuszu, dla których ustawodawca przewidział określone funkcje ochronne i zabezpieczające w stosunku do aktywów funduszu, zobowiązując ich do działania w interesie uczestników funduszu⁶⁷. Do głównych zalet funduszy jako instytucji zbiorowego inwestowania zalicza się ograniczanie ryzyka i błędnych decyzji, jakie mogłyby wystąpić w przypadku bezpośredniego inwestowania na rynku kapitałowym w drodze profesjonalnego zarządzania aktywami oraz dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, umożliwiających funduszowi utrzymanie trendu wzrostowego w sytuacji zmian koniunkturalnych na rynku kapitałowym⁶⁸.

W tym kontekście należy również mieć na względzie, iż fundusze inwestycyjne stanowią bardzo zróżnicowaną wewnątrznie kategorię prawną, dzielącą się na wiele odmian różniących się między sobą w zależności od przyjętych kryteriów klasyfikacyjnych. Tym niemniej, już na gruncie przepisów dyrektywy UCITS wyróżniono zasadniczo trzy podstawy tworzenia instytucji zbiorowego inwestowania (art. 1 ust. 3 dyrektywy UCITS): (i) na podstawie umów prawa cywilnego, (ii) na podstawie umów powiernictwa, (iii) w formie spółek prawa handlowego⁶⁹. W świetle powyższych

⁶⁷ Por. I. Lewandowska, *Fundusze inwestycyjne*, Rzeczpospolita z dnia 21 lutego 1998 r.; M. Dyl, *Status banku-powiernika a pozycja depozytariusza*, Glosa 1998, nr 2s. 10-11; D. Choryło, *Wybrane praktyczne aspekty realizacji funkcji banku-powiernika*, Monitor Podatkowy 1994, nr 9, s. 266, M. Jakubek, *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lublin 1998, s. 16 i n.; M. Lachowski, *Projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Prawo Spółek 1997, nr 4, s. 49-50 oraz P. Wszyński, *Zmiany w regulacjach prawnych w związku z wejściem w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Prawo Spółek 1999, nr 2, s. 43.

⁶⁸ Szerzej w tej kwestii: por. A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4, s. 31 oraz G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 122 i n.

⁶⁹ Por. G. Borowski, *Wpływ nowelizacji Dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, Ruch Prawniczy,

unormowań w doktrynie ukształtowały się trzy podstawowe modele funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania:

- 1) model **umowny** (ang. *contractual type*),
- 2) model **trustu** (ang. *unit trust*),
- 3) model **statutowy** (ang. *statutory type*)⁷⁰.

Pod względem instytucjonalnym wyróżnia się w ramach wyszczególnionych powyżej modeli następujące podmioty tworzące konstrukcję instytucji zbiorowego inwestowania:

- 1) fundusz inwestycyjny – utworzony jako fundusz wspólny (*common fund*), trust (*unit trust*) lub jako spółka inwestycyjna (*investment company*);
- 2) spółka zarządzająca (*management company* – w odróżnieniu od *investment company*) – przedsiębiorstwo zarządzające aktywami funduszu;
- 3) depozytariusz (*custodian*)⁷¹.

Wszystkie trzy elementy konstrukcyjne instytucji zbiorowego inwestowania występują w modelu umownym i modelu trustu, w których kluczowe znaczenie posiada spółka zarządzająca jako podmiot podejmujący i realizujący decyzje inwestycyjne dotyczące środków powierzonych przez uczestników funduszu jako masy majątkowej, która samodzielnie nie posiada struktury pozwalającej na prowadzenie działalności inwestycyjnej. Natomiast w modelu statutowym fundusz działający w formie spółki inwestycyjnej może działać poprzez swoje organy korporacyjne, co jednakże wyklucza przyjęcie rozwiązania, w którym bezpośrednio czynności zarządzania aktywami są zlecone odrębnej, wyspecjalizowanej instytucji⁷².

Ekonomiczny i Socjologiczny, rok XV, 2003, z. 1, s. 131 i n.; A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 382-383, a także M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 43 i 392 oraz M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 642.

⁷⁰ Por. A. Chłopecki, *Fundusz inwestycyjne...*, s. 31 oraz tenże (w:) *Podstawowe typy funduszy inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z dnia 28 lipca 1995 r. i tenże (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 382-383; J. Głowacka, *Ustawa o funduszach...*, s. 346 i n.; M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 5; A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 24 i n.; A. Kostrz-Kostecka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z dnia 27.08.1996 r.; M. Mazur, A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne w Polsce i na świecie*, Rzeczpospolita z dnia 1 października 1996 r.; M. Mazur, A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne według przyszłych przepisów*, Rzeczpospolita z dnia 2 października 1996 r.

⁷¹ Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 43.

⁷² *Ibidem*, s. 44.

Bardzo istotnym aktem normatywnym, wpisującym się w sposób komplementarny w ukształtowaną dotychczas przez wszystkie dyrektywy UCITS strukturę systemu instytucji zbiorowego inwestowania, jest **dyrektywa ZAFI**, tj. dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010⁷³. Przedmiotem unormowania dyrektywy ZAFI jest wprowadzenie zasad udzielania zezwoleń, prowadzenia działalności i transparentności podmiotów zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (w skrócie: ZAFI), którzy zarządzają alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (w skrócie: AFI) lub wprowadzają tytuły uczestnictwa AFI do obrotu w państwach członkowskich Unii Europejskiej. Ustawodawca unijny nie wskazuje *a priori* żadnej konkretnej formy, w której powinny funkcjonować AFI, przeciwnie, głównym założeniem dyrektywy jest to, że AFI powinny być regulowane i nadzorowane na szczeblu krajowym, a regulowanie struktury lub składu portfeli AFI zarządzanych przez ZAFI na szczeblu unijnym byłoby działaniem sprzecznym z zasadą proporcjonalności, co więcej – jak wskazuje się w piśmiennictwie – tak daleko posunięta harmonizacja byłaby trudna do realizacji z uwagi na bardzo różnorodny charakter AFI zarządzanych przez ZAFI⁷⁴. Na gruncie art. 2 ust. 2 dyrektywy ZAFI w literaturze trafnie zauważono, iż dla unijnego ustawodawcy pozostaje zupełnie bez znaczenia okoliczność, jaki konkretny typ i model funduszu w przypadku AFI przyjmą ustawodawcy w poszczególnych państwach członkowskich UE, dopuszczając w tym względzie zarówno fundusze typu otwartego, jak i typu zamkniętego, a także model umowny, statutowy i powierniczy funduszu, jak również inne dopuszczalne formy prawne, nie wykluczając również możliwości istnienia AFI w kilku różnych formułach prawnych⁷⁵.

Konstrukcja funduszu inwestycyjnego przyjęta w polskim porządku prawnym łączy cechy charakterystyczne dla modelu umownego (*contractual type*), jak np. wyodrębnienie majątku inwestorów od majątku spółki zarządzającej funduszem z pewnymi cechami specyficznymi dla modelu statutowego (*statutory type*), wśród których należy wymienić: (i) określenie statusu funduszu jako osoby prawnej o zmiennym kapitale, a w ślad za tym (ii) przyznanie uczestnikom funduszu – oprócz praw majątkowych – również określonych

⁷³ Dz. Urz. UE L 17 z dnia 1 lipca 2011 r.

⁷⁴ Por. A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 379-380.

⁷⁵ *Ibidem*.

uprawnień o charakterze niemajątkowym (korporacyjnym), jak np. prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego, w radzie inwestorów specjalistycznego funduszu otwartego albo w radzie inwestorów funduszu zamkniętego. Natomiast do specyficznych właściwości polskiego modelu funduszu inwestycyjnego w zakresie konstrukcji prawnej tytułów uczestnictwa należy zaliczyć w szczególności:

- 1) przyznanie uczestnikom funduszy tytułów uczestnictwa reprezentujących ich prawa i obowiązki, którym odpowiada zespół obowiązków i praw funduszu jako odrębnej osoby prawnej, kształtujących *in concreto* stosunek prawny uczestnictwa w danym funduszu inwestycyjnym;
- 2) rozróżnienie określonych praw majątkowych i niemajątkowych (korporacyjnych), różniących się między sobą w obu ustawowych rodzajach funduszy inwestycyjnych;
- 3) przysługiwanie każdemu uczestnikowi funduszu wierzytelności pieniężnej wobec funduszu jako podstawowego uprawnienia o charakterze majątkowym, którego wartość wyrażana jest każdorazowo w aktualnej wartości aktywów netto funduszu przypadającej na jednostkę uczestnictwa albo na certyfikat inwestycyjny;
- 4) procedura nawiązania stosunku uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, obejmująca złożenie zapisów na poczet tytułów uczestnictwa, dokonanie wpłat do funduszu oraz przydział i wydanie tytułów uczestnictwa;
- 5) możliwość wprowadzenia czasowych ograniczeń nabywania i umarzania tytułów uczestnictwa lub ich konwersji na innego rodzaju tytuły uczestnictwa w przypadkach określonych w statucie funduszu;
- 6) możliwość wygaśnięcia stosunku uczestnictwa pomiędzy uczestnikiem a funduszem lub zmniejszenia zakresu inwestycji uczestnika w aktywa funduszu w drodze realizacji zgłoszonego przez uczestnika żądania odkupienia albo wykupu całości lub części jego tytułów uczestnictwa, w następstwie czego następuje ich umorzenie z mocy prawa;
- 7) mechanizm przymusowego wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa w ramach likwidacji funduszu inwestycyjnego.

Przyjęta przez polskiego ustawodawcę konstrukcja prawna funduszu inwestycyjnego umożliwia inwestorom zachowanie w pewnym zakresie wpływu na kształt polityki inwestycyjnej i sposób zarządzania funduszem, przy czym w przypadku funduszy otwartych ten wpływ jest bardzo ograniczony (z uwagi na bardzo wąski zakres

kompetencji zgromadzenia uczestników), w przypadku specjalistycznych funduszy otwartych – nieco większy (z uwagi na możliwość podejmowania decyzji na forum rady inwestorów), natomiast w przypadku funduszy zamkniętych – największy (ze względu na możliwość współdecydowania o sposobie funkcjonowania funduszu na forum zarówno zgromadzenia inwestorów, jak i rady inwestorów – o ile statut funduszu przewiduje *in concreto* utworzenie obu tych organów w funduszu).

W tym kontekście można dostrzec pewną prawidłowość postępowania polskiego ustawodawcy w zakresie stopnia regulacji poszczególnych funduszy inwestycyjnych. Mianowicie – im mniejszy wpływ na realizację polityki inwestycyjnej w funduszu mają jednostkowi inwestorzy, tym większy stopień unormowania i reglamentacji poszczególnych aspektów zarządzania funduszem oraz bardziej restrykcyjne normy w zakresie nadzoru nad działalnością funduszu wprowadza ustawodawca i *vice versa*. Prawidłowość ta jest naturalną konsekwencją potrzeby ochrony bezpieczeństwa aktywów i interesu prawnego uczestników przede wszystkim funduszy inwestycyjnych otwartych. Natomiast w przypadku alternatywnych funduszy inwestycyjnych (tj. specjalistycznych funduszy otwartych i funduszy zamkniętych), których uczestnicy w przeważającej mierze to klienci profesjonalni (w odróżnieniu od klientów detalicznych w rozumieniu przepisów u.o.i.f.⁷⁶), w założeniu dysponujący wiedzą i doświadczeniem pozwalającym na samodzielną ocenę ryzyka i podejmowanie w pełni świadomych decyzji inwestycyjnych, zasady polityki inwestycyjnej są w większym stopniu regulowane w statucie funduszu niż w ustawie i aktach wykonawczych, a z kolei środki ochrony nadzorczej ze strony KNF są w tego rodzaju funduszach znacznie mniej restrykcyjne niż w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych.

1.4.3. Porównanie wybranych modeli uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych na rozwiniętych rynkach kapitałowych

1.4.3.1. Zagadnienia ogólne

W kontekście prawno-porównawczym na wstępie nadmienić należy, iż znacząca część funduszy inwestycyjnych na rozwiniętych rynkach kapitałowych posiada konstrukcje oparte na koncepcji spółki akcyjnej o zmiennym kapitale, mieszczące się co do zasady

⁷⁶ Por. definicje legalne pojęć klienta profesjonalnego i klienta detalicznego, zawarte w art. 3 pkt 39b) i 39c) u.o.i.f.

w modelu statutowym funduszu (por. np. *mutual funds* w USA, *investment companies* w Wielkiej Brytanii, SICAV we Francji lub SICAR w Luksemburgu⁷⁷), w których tytułami uczestnictwa są akcje emitowane przez spółki inwestycyjne. W systemach prawnych wywodzących się z tradycji anglosaskiej (np. Wielka Brytania, USA, Cypr) funkcjonują fundusze oparte na modelu trustu, wzorowane na konstrukcji powiernictwa (ang. *unit trusts*). Natomiast w Niemczech występują fundusze inwestycyjne (niem. *Investmentfonds*) ukształtowane w modelu umownym, zakładającym powstanie wydzielonej masy majątkowej, pozbawionej jednak osobowości prawnej, zaś podstawą uczestnictwa w funduszu są emitowane na rzecz inwestorów papiery wartościowe – certyfikaty inwestycyjne (niem. *Investmentzertifikaten*)⁷⁸.

1.4.3.2. Fundusze inwestycyjne w USA

Zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych zostały uregulowane przede wszystkim w ustawie o spółkach inwestycyjnych z dnia 22 sierpnia 1940 r. (ang. *Investment Company Act*, w skrócie: ICA), na podstawie której amerykański organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym (ang. *Securities and Exchange Commission*) uzyskał szerokie prerogatywy w zakresie wydawania szczególnych unormowań o charakterze wykonawczym w stosunku do ustawy ICA, w tym również zwalniających określone fundusze spod wymogów ustawy (ang. *exemption power*), a z drugiej strony – rozciągających w określonym zakresie postanowienia ustawy na przedsięwzięcia kapitałowe formalnie niepodlegające jej rygorom. W przepisach ICA przewidziano możliwość tworzenia następujących rodzajów funduszy⁷⁹:

- 1) *face amount certificate companies* – fundusze w formie spółek emitujących certyfikaty inwestycyjne, na podstawie których ich posiadaczom wypłacane są określone

⁷⁷ Na gruncie prawa Wielkiego Księstwa Luksemburg fundusz typu SICAR (fr. *société d'investissement en capital à risque*) to spółka inwestycyjna o konstrukcji funduszu zamkniętego typu *venture capital* jest przeznaczona dla dobrze poinformowanych inwestorów (ang. *well-informed investors*), tzn. klientów profesjonalnych (źródło: <http://www.alfi.lu/setting-luxembourg/alternative-investment-funds/sicar>).

⁷⁸ Por. A. Chłopecki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014, kom. do art. 3 u.o.p. oraz tenże (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 382-383.

⁷⁹ Por. szerzej w tej kwestii: M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 19-23; K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne – rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Kraków 2006, s. 71-91 i 120; D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Warszawa 2008, s. 68-71.

świadczenia pieniężne w zamian za ich periodyczne świadczenia dokonywane według określonego harmonogramu (ang. *face-amount certificate of the instalment type*);

- 2) *unit investment trusts* (w skrócie: UIT) – fundusze zorganizowane na podstawie umowy trustu, umowy powiernictwa lub umowy agencyjnej, emitujące umarzalne tytuły uczestnictwa w oznaczonych pakietach papierów wartościowych, uprawniające do pobierania pożytków z aktywów będących przedmiotem współwłasności uczestników, bez prawa głosu z papierów wartościowych tworzących te aktywa; fundusze te powstają z reguły na bazie nabytych papierów wartościowych dłużnych, z których bieżące przychody są dzielone pomiędzy uczestnikami funduszu aż do chwili wykupu wszystkich papierów znajdujących się w portfelu funduszu, co skutkuje likwidacją funduszu; w praktyce spotykane są również fundusze typu UIT oparte na papierach wartościowych o charakterze udziałowym (tzw. *participating trusts*), najczęściej w postaci akcji emitowanych przez fundusze otwarte (tzw. *mutual funds*);
- 3) *investment companies* – fundusze zorganizowane w formie spółek inwestycyjnych *sensu stricto*, które ustawa ICA definiuje jako wszystkie inne aniżeli *face amount certificate company* i *unit investment trust*, posługując się nazwą *management company* (w innym znaczeniu aniżeli spółka zarządzająca w rozumieniu przepisów prawa UE), która przybiera formę funduszu typu korporacyjnego.

W świetle przepisów ICA, spółki inwestycyjne (ad. 3) dzielą się na: (i) fundusze otwarte (*open-end company*) oraz (ii) fundusze zamknięte (*closed-end company*). Fundusze otwarte (powszechnie występujące w obrocie pod nazwą *mutual funds*) oferują swoje akcje jedynie w obrocie pierwotnym i są one umarzone na każde żądanie uczestnika, natomiast nie występują one w obrocie wtórnym. Z kolei, fundusze zamknięte odwrotnie – w zasadzie nie mogą być one odkupywane przez fundusz w celu umorzenia, natomiast podlegają one obrotowi wtórnemu, w tym również na rynku regulowanym. W funduszach otwartych w zasadzie niedopuszczalne jest zawieszenie umarzenia tytułów uczestnictwa, z wyjątkiem przypadków zawieszenia notowań giełdowych lub innych ograniczeń funkcjonowania rynku regulowanego. Natomiast w funduszach zamkniętych co do zasady niedopuszczalne jest nabywanie akcji własnych, z wyjątkiem przypadków nabycia akcji w obrocie giełdowym lub publicznego ogłoszenia o zamiarze wykupu z odpowiednim wyprzedzeniem.

Według innego kryterium podziału, fundusze inwestycyjne w USA dzieli się w literaturze na fundusze zdywersyfikowane (*diversified company*) oraz fundusze niezdywersyfikowane (*non-diversified company*)⁸⁰. W pierwszym przypadku fundusz lokuje co najmniej 75% aktywów w różnego rodzaju instrumenty finansowe, przy czym instrumenty jednego emitenta nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości aktywów funduszu, a udział w instrumentach jednego emitenta nie może przekraczać 10% wartości rynkowej tych instrumentów. W drugim zaś przypadku, co do zasady nie istnieją żadne tego typu ograniczenia w zakresie dywersyfikacji lokat.

Pod względem zasad polityki inwestycyjnej przepisy ICA wyróżniają również *exchange traded fund* (ETF), będące funduszami wspólnego inwestowania, których zasadniczym celem inwestycyjnym jest osiągnięcie takiej samej stopy zwrotu, jak np. indeks giełdowy. Pod względem konstrukcji prawnej ETF może działać jako *open-end investment company* lub jako *unit investment trust*, tym niemniej różni się on od tradycyjnych typów funduszy typu otwartego przede wszystkim tym, że nie oferuje tytułów uczestnictwa bezpośrednio inwestorom indywidualnym, lecz emituje je w dużych pakietach (tzw. *creation units*), nabywanych najczęściej przez inwestorów instytucjonalnych w zamian za akcje zestawione według określonego portfela inwestycyjnego. Powyższa cecha przypomina nieco fundusze portfelowe działające na podstawie przepisów u.f.i.

Przepisy ICA w sposób bardzo restrykcyjny normują dopuszczalność nabywania przez fundusze inwestycyjne papierów wartościowych emitowanych przez inne fundusze inwestycyjne. W szczególności, spółki inwestycyjne nie mogą nabywać instrumentów wyemitowanych przez inne spółki inwestycyjne działające w formie funduszu otwartego (*open-end company*), jeżeli wskutek takiej transakcji spółka nabywająca posiadałaby: (i) ponad 3% wszystkich objętych udziałowych papierów wartościowych uprawniających do głosowania w organach drugiej spółki inwestycyjnej lub (ii) tytuły uczestnictwa drugiej spółki inwestycyjnej o wartości większej niż 5% wartości aktywów spółki nabywającej, względnie (iii) łącznie ponad 10% wartości własnych aktywów w postaci tytułów uczestnictwa wyemitowanych przez inne fundusze inwestycyjne⁸¹. Innym ograniczeniem

⁸⁰ Por. szerzej w tej kwestii: D. Krupa, *Zamknięte fundusze...*, s. 69-70 oraz K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 73-74.

⁸¹ Por. szerzej w tej kwestii: M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 24-25.

obowiązującym fundusze otwarte jest zakaz oferowania ponad 10% tytułów uczestnictwa wszystkim funduszom, które posiadają tytuły danego funduszu. Znacznie łagodniejsze rygory obowiązują spółki inwestycyjne funkcjonujące w formie funduszu zamkniętego (*closed-end company*), ponieważ inne fundusze mogą nabywać papiery wartościowe reprezentujące nie więcej niż 10% głosów w danym funduszu zamkniętym, z tym zastrzeżeniem, że przy obliczaniu tego limitu uwzględnia się wszystkie fundusze pozostające w stosunku zależności oraz posiadające tę samą spółkę zarządzająco-doradczą (*investment adviser*)⁸². Natomiast ograniczenia powyższe zostały całkowicie wykluczone w przypadku funduszy typu *unit investment trust*, których aktywa składają się wyłącznie z tytułów uczestnictwa emitowanych przez jeden lub wiele funduszy inwestycyjnych.

1.4.3.3. Fundusze inwestycyjne w Wielkiej Brytanii

Główne podstawy prawne funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii stanowią: (i) ustawa o spółkach inwestycyjnych z 1948 r. (*Companies Act*) oraz (ii) ustawa o usługach finansowych z 1986 r. (*Financial Services Act*), regulujące administracyjno-prawną problematykę funduszy inwestycyjnych, definiujące w sposób generalny ich działalność jako zbiorowe lokowanie i ustalające występujące w tej sferze modele instytucjonalne (ang. *collective investment schemes*, w skrócie: CIS)⁸³.

Najpopularniejszą formą instytucjonalną funduszu inwestycyjnego w Zjednoczonym Królestwie jest *unit trust*, oparty na koncepcji trustu i własności powierniczej, nie posiadający osobowości prawnej. *Unit trust* jest funduszem typu otwartego, w którym inwestorzy nabywają jednostki uczestnictwa, tym samym przystępując do funduszu, będącego jest w istocie stosunkiem prawnym nawiązywanym pomiędzy powiernikiem (*trustee*) jako nominalnym właścicielem, tzn. podmiotem praw stanowiących aktywa funduszu, a inwestorami uzyskującymi korzyści z działalności trustu⁸⁴. Zarządzanie aktywami funduszu zostało powierzone wyspecjalizowanemu podmiotowi (*fund manager*), którego łączy umowa o zarządzanie zawierana z powiernikiem trustu.

⁸² Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 25.

⁸³ Por. szerzej w tej kwestii: M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 31-33 oraz K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 120.

⁸⁴ W piśmiennictwie trafnie zauważono, że pojęcie *trustee* na gruncie przepisów *Financial Services Act* posiada również inne znaczenie, nie dotyczące bezpośrednio relacji pomiędzy uczestnikami trustu a powiernikiem, lecz oznaczające podmiot przechowujący aktywa funduszu inwestycyjnego zorganizowanego poza granicami Wielkiej Brytanii, w jakiegokolwiek formie prawnej, a zatem w tym znaczeniu pojęcie *trustee* stanowi synonim depozytariusza. Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 32.

Natomiast do najbardziej charakterystycznych cech przedsięwzięć inwestycyjnych typu CIS należy m.in. to, że ich uczestnicy umożliwiają powstanie i powiększanie masy aktywów, która profesjonalnie zarządzana przez wyspecjalizowany podmiot, ma w założeniu przynosić dochód uczestnikom, przy czym uczestnicy samodzielnie nie sprawują stałej bezpośredniej kontroli nad zarządzaniem aktywami, jednakże pewne decyzje inwestycyjne mogą być z nimi konsultowane. Do *differentia specifica* przedsięwzięć inwestycyjnych typu CIS należy zaliczyć również konieczność spełnienia co najmniej jednego z następujących warunków: (i) wpłaty uczestników są gromadzone w postaci wspólnego funduszu, (ii) wypłaty bieżących dochodów dokonywane są na rzecz wszystkich uczestników łącznie. W świetle przepisów *Financial Services Act*, nie może być kwalifikowane do tak pojmowanej odmiany instytucji zbiorowego inwestowania takie przedsięwzięcie inwestycyjne, w którym każdy uczestnik jest właścicielem określonej części aktywów i jest wyłącznie uprawniony do ich wycofania z majątku funduszu. Ponadto, wyłączone z kategorii *collective investment schemes* są takie przedsięwzięcia inwestycyjne, w których zarządzanie aktywami nie ma charakteru działalności profesjonalnej, jak również takie, w których podstawę zarządu aktywami stanowi umowa ubezpieczeniowa⁸⁵.

Inną dopuszczalną formę funduszu inwestycyjnego według unormowań *Financial Services Act* stanowi spółka inwestycyjna typu otwartego (ang. *open-ended investment company*, w skrócie: OEIC), stanowiąca podmiot o strukturze korporacyjnej, o zmiennym kapitale, będący zarówno rzeczywistym właścicielem powierzonych mu środków (ang. *beneficial owner*), jak i podmiotem zarządzającym aktywami w interesie uczestników (ang. *operator*). W tak ukształtowanym modelu funduszu prawa uczestników inkorporowane są w udziałach lub innych papierach wartościowych o charakterze udziałowym, które umarżane są na żądanie uczestnika lub przenoszone na rynku regulowanym⁸⁶. Inaczej aniżeli w przypadku *unit trust*, uczestnikom OEIC nie przysługują bezpośrednio prawa do aktywów funduszu (ang. *direct beneficial interest*), ponieważ – jak zasygnalizowano powyżej – prawa te stanowią przedmiot własności beneficjalnej spółki inwestycyjnej, w której partycypują inwestorzy poprzez emitowane przez spółkę tytuły uczestnictwa o charakterze udziałowym⁸⁷, natomiast prawo własności aktywów

⁸⁵ Tak: M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 32.

⁸⁶ *Ibidem*, s. 32-33.

⁸⁷ *Ibidem*, s. 33-34.

sensu stricto (ang. *legal ownership*), przysługuje depozytariuszowi przechowującemu aktywa funduszu.

1.4.3.4. Fundusze inwestycyjne we Francji

Na gruncie prawa francuskiego najbardziej rozpowszechniły się następujące formy prawne instytucji zbiorowego inwestowania⁸⁸:

- 1) wspólny fundusz uczestników typu niekorporacyjnego (fr. *fonds communs de placement* – w skrócie: FCP) – stanowiący specyficzny rodzaj funduszu powierniczego, nieposiadającego osobowości prawnej, jednakże emitujący tytuły uczestnictwa w formie udziałów (fr. *parts*), będących papierami wartościowymi;
- 2) spółka inwestycyjna o zmiennym kapitale zakładowym (fr. *societe d'investissement a capital variable* – w skrócie: SICAV) – będąca w pewnym stopniu odpowiednikiem polskiego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, jednakże działająca w formie klasycznej spółki akcyjnej, emitującej akcje zamiast certyfikatów inwestycyjnych; akcje SICAV są emitowane i umarzone przez spółkę na każde żądanie akcjonariusza, który przy umorzeniu otrzymuje równowartość aktywów netto przypadających na liczbę akcji, pomniejszoną o stosowną opłatę manipulacyjną; pod pewnymi warunkami emitowanie i umarzenie akcji SICAV może być zawieszane.

We Francji tytuły uczestnictwa emitowane zarówno przez FCP, jak i przez SICAV, mogą być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, a także przedmiotem lokat innych funduszy inwestycyjnych. Oba rodzaje funduszy francuskich mogą zawierać transakcje na rynku regulowanym terminowych instrumentów finansowych. Ponadto, od czasu wejścia w życie ustawy o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe z 1988 r., funkcjonują tam również szczególne typy instytucji wspólnego inwestowania, jak np. fundusze lokujące środki w wierzytelności przysługujące instytucjom kredytowym (fr. *fonds commun de creances* – w skrócie: FCC), które emitują tytuły uczestnictwa w formie papierów wartościowych, dla których wierzytelności kredytowe stanowią zabezpieczenie⁸⁹. Pod względem funkcjonalnym można te fundusze porównać do polskich

⁸⁸ Por. A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 382-383; M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 26-31; A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 19-20 oraz G. Borowski, *Prawne uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, Poznań 2002, rok LXIV, z. 4, s. 178-179.

⁸⁹ Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 26.

sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Tym niemniej, właśnie ze względu na specyficzny przedmiot lokat, fundusze te nie są uważane we Francji za *sensu stricto* instytucje zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe (fr. *organismes de placement collectif en valeurs mobilières* – w skrócie: OPCVM), pomimo, że podstawa prawna ich tworzenia i funkcjonowania jest identyczna, jak w przypadku FCP i SICAV, zaś różnice strukturalne i konstrukcyjne pomiędzy nimi a FCP są stosunkowo nieznaczne. W literaturze wskazuje się jednak, iż począwszy od uchwalenia ustawy z 1996 r. o modernizacji sektora usług finansowych, fundusze typu FCC, a także inny szczególny rodzaj funduszy – spółki inwestujące w nieruchomości (fr. *sociétés civiles de placement immobilier* – w skrócie: SCPI), które mogą przybierać jedną z dwóch form: (i) spółki o zmiennym kapitale (fr. *SCPI a capital variable*) albo (ii) spółki o stałym kapitale (fr. *SCPI a capital fixe*) – należą do zdefiniowanej w tej ustawie kategorii *sensu largo* funduszy zbiorowego inwestowania (fr. *organismes de placements collectifs*)⁹⁰.

Na gruncie ustawodawstwa francuskiego zarówno akcje SICAV, jak i udziały w FCP, posiadają status papierów wartościowych, przy czym o ile w pierwszym przypadku podstawą prawną jest ogólna definicja papieru wartościowego w prawie francuskim, zgodnie z którą papiery wartościowe emitowane są przez osoby prawne, to w drugim przypadku potrzebna była w tym celu norma szczegółowa w ustawie z 1988 r. o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe – zważywszy, że FCP nie posiadają osobowości prawnej⁹¹. W obydwu przypadkach tytuły uczestnictwa zaliczane są również do kategorii instrumentów finansowych, która została zdefiniowana we wspomnianej ustawie z 1996 r. o modernizacji sektora usług finansowych, na mocy której dokonano implementacji do prawa francuskiego postanowień dyrektywy Rady (WE) nr 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych⁹². Tytuły uczestnictwa obu wymienionych rodzajów funduszy mogą być zatem również pod pewnymi warunkami wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym.

⁹⁰ Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 26-31 oraz G. Borowski, *Prawne uwarunkowania...*, s. 178-179 oraz A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 19-20.

⁹¹ Por. M. Michalski / L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 27.

⁹² Dz. Urz. UE L 141 z dnia 11.06.1993 r.

1.4.3.5. Fundusze inwestycyjne w Niemczech

Pierwsze fundusze inwestycyjne powstały w Niemczech dopiero w latach 20-tych XX wieku, a inicjatorem tych przedsięwzięć była spółka Deutsche Kapitalverein⁹³. Jednakże ich działalność nie zakończyła się sukcesem, głównie z uwagi na niesprzyjające uwarunkowania podatkowe i rynkowe w okresie przedwojennym. W 1949 r. powstało w Monachium pierwsze towarzystwo funduszy inwestycyjnych – Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft (ADIG) ze wspólnej inicjatywy dwóch banków: Commerzbank i Bayerische Vereinsbank (obecnie: HVB). Towarzystwo to początkowo oferowało inwestorom wyłącznie tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych otwartych – najpierw w funduszach akcyjnych, a następnie w funduszach nieruchomościowych (od 1958 r.) i funduszach obligacji (od 1966 r.)⁹⁴. W latach 60-tych XX wieku fundusze inwestycyjne w Niemczech stały się bardzo popularną formą inwestycji kapitałowych i finansowych, jednakże bardzo szybko uwidoczniły się w niemieckim systemie prawa poważne luki regulacyjne głównie w zakresie ochrony drobnych inwestorów, co w późniejszych latach spowodowało istotne zmniejszenie zainteresowania ofertą instytucji zbiorowego inwestowania.

Historycznie pierwszym po II wojnie światowej aktem prawnym regulującym zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych była uchwalona w 1957 r. ustawa o spółkach inwestycyjnych (niem. *Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften*, w skrócie: KAGG). W świetle unormowań tej ustawy można było wskazać następujące podstawowe modele instytucji zbiorowego inwestowania: (i) fundusz w modelu kontraktowym – stanowiący wydzieloną masę majątkową (niem. *Sondervermögen*), zarządzaną przez spółkę inwestycyjną, a także (ii) fundusz w modelu statutowym – stanowiący samoistną inwestycyjną spółkę akcyjną⁹⁵. W modelu kontraktowym pomiędzy inwestorem a spółką inwestycyjną powstaje stosunek obligacyjny, w ramach którego inwestor powierza swoje środki spółce do zarządzania w zamian za jednostki uczestnictwa, inkorporujące prawa inwestora do części masy majątkowej stanowiącej fundusz. Natomiast w modelu

⁹³ Tak: P. Cyłkowski, K. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Niemczech*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 47, Warszawa 2004, s. 42.

⁹⁴ Por. P. Cyłkowski, K. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych...*, s. 42.

⁹⁵ Por. G. Borowski, *Prawne uwarunkowania...*, s. 176. Autor określa spółkę zarządzającą funduszem w modelu kontraktowym mianem „spółki lokat kapitałowych”, co nie się wydaje być trafnym i precyzyjnym określeniem, ponieważ nie koresponduje ono z rzeczywistym przedmiotem działalności tej spółki. Por. w tej kwestii również A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 383.

statutowym inwestor staje się akcjonariuszem spółki inwestycyjnej, obejmując emitowane przez nią akcje, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym⁹⁶.

Na gruncie europejskim niemiecki rynek funduszy inwestycyjnych począwszy od połowy lat 80-tych XX wieku podlega regulacjom implementującym rozwiązania wspólnotowe. Jako pierwsze pojawiły się zarządzenia dotyczące wspólnego inwestowania, czyli tzw. OGAW-Richtlinien (w języku niemieckim skrót OGAW oznacza: *Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren*, tj. instytucje wspólnego inwestowania w papiery wartościowe), które weszły w życie 20 grudnia 1985 r. i co do zasady odpowiadały unormowaniom dyrektywy UCITS, a zatem dotyczyły wyłącznie funduszy inwestycyjnych otwartych, inwestujących w papiery wartościowe i dostępnych dla szerokiego grona inwestorów (tzw. fundusze publiczne)⁹⁷. Według kryterium typu instytucji zbiorowego inwestowania, w niemieckim prawie funduszy inwestycyjnych wyróżniano wówczas: (i) instytucje typu otwartego – występujące w formie: (a) funduszu inwestycyjnego otwartego (niem. *Offene Immobilienfond*), (b) specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego (niem. *Specialfond*), a także (ii) instytucje typu zamkniętego (niem. *Geschlossene Immobilienfonds*).

W obecnym stanie prawnym, ukształtowanym po wejściu w życie ustawy *Kapitalanlagegesetzbuch* z dnia 4 lipca 2013 r. (BGBl. I S. 1981; w skrócie: KABG), dokonującej implementacji m.in. dyrektywy ZAFI w prawie niemieckim, ukształtowały się zasadniczo dwa modele funduszy inwestycyjnych: (i) model powierniczy (niem. *Treuhandlösung*) oraz (ii) model współwłasnościowy (niem. *Miteigentumslösung*), który oparty jest na konstrukcji wspólności łącznej, ponieważ inwestorowi nie przysługuje prawo do żądania podziału naturalnego lub cywilnego przedmiotu wspólności (tj. aktywów funduszu), lecz jedynie prawo żądania umorzenia udziałów we wspólności. Jednocześnie zachowany został charakter funduszu jako wydzielonej masy majątkowej (niem. *Sondervermögen*), oddzielonej od majątku spółki zarządzającej⁹⁸.

Fundusze typu otwartego są tworzone i zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, zwane spółkami inwestycyjnymi (niem. *Kapitalanlagegesellschaften*), działające w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (niem. *Gesellschaft mit*

⁹⁶ Por. G. Borowski, *Prawne uwarunkowania...*, s. 176.

⁹⁷ Por. P. Cylkowski, K. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych...*, s. 43-44.

⁹⁸ Por. A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 383 oraz A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 23-24.

beschränkter Haftung) albo spółki akcyjnej (niem. *Aktiengesellschaft*), mających charakter instytucji finansowych, które we własnym imieniu, lecz na rachunek uczestników funduszu, lokują zebrane pieniądze w prawnie dopuszczalne rodzaje instrumentów finansowych i innych lokat, wydając inwestorom w zamian jednostki uczestnictwa funduszu (niem. *Investmentanteile*). Tym samym niemieckie fundusze typu otwartego zostały ukształtowane w modelu umownym, a zatem nie posiadają osobowości prawnej, a ich majątek stanowi wyodrębnioną masę majątkową należącą do uczestników, którym jako dowód partycypacji wydawane są jednostki uczestnictwa. Podstawowe różnice pomiędzy obydwoma podtypami funduszy otwartych w odniesieniu do funduszu specjalistycznego polegają na ustawowym ograniczeniu liczby uczestników (maksymalnie do 10 osób prawnych), ograniczeniu zbywalności jednostek uczestnictwa (obowiązek uzyskania zgody spółki zarządzającej), wprowadzeniu mniej restrykcyjnych ograniczeń inwestycyjnych, umożliwieniu uczestnikom pełnienia funkcji w zarządzie spółki inwestycyjnej, a w konsekwencji zapewnieniu im bezpośredniego wpływu na politykę inwestycyjną funduszu⁹⁹. Fundusze otwarte uprawnione są do inwestowania powierzonych środków zarówno w nieruchomości komercyjne, mieszkalne, jak i w nieruchomości gruntowe, z tym zastrzeżeniem, że nabywanie tych ostatnich może służyć wyłącznie uzyskiwaniu przez fundusz dochodów z najmu i wzrostu rynkowej wartości nieruchomości, a nie dochodów z obrotu nieruchomościami.

Natomiast fundusze typu zamkniętego zorganizowane są głównie w formie spółek prawa cywilnego oraz spółek komandytowych, przy czym o ile początkowo służyły one gromadzeniu środków pieniężnych przez podmioty profesjonalnie działające na rynku nieruchomości w celu realizacji rozmaitych przedsięwzięć inwestycyjnych, to obecnie fundusze te przeznaczone są one również do szerszego grona inwestorów, a zwłaszcza instytucjonalnych (jak np. towarzystwa ubezpieczeń lub fundusze emerytalne)¹⁰⁰.

W praktyce niemieckiego rynku funduszy inwestycyjnych bardzo popularne jest wykorzystywanie formy inwestycyjnej spółki akcyjnej o zmiennym kapitale zakładowym, występującej w ustawodawstwie luksemburskim i francuskim pod nazwą SICAV (fr. *societe d'investissement a capital variable*). Większość funkcjonujących na rynku niemieckim funduszy w tej formie jest zarejestrowana w Luksemburgu, głównie z uwagi

⁹⁹ Por. G. Borowski, *Prawne uwarunkowania...*, s. 176.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

na obowiązującą w tym kraju liberalną politykę podatkową i niezbyt skomplikowane procedury tworzenia tych funduszy. Fundusze SICAV działają w Niemczech na zasadzie jednolitego paszportu i są traktowane na tych samych zasadach, co fundusze niemieckie¹⁰¹.

2. Rodzaje tytułów uczestnictwa

2.1. Zagadnienia ogólne

Jak wspomniano w pkt 1.1 niniejszego rozdziału, tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych mogą przybierać postać jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, które reprezentują prawa majątkowe uczestników funduszu (art. 6 ust. 2 u.f.i.). W każdym z ustawowo określonych tytułów uczestnictwa odmiennie przedstawiają się cechy charakteryzujące prawa podmiotowe i obowiązki uczestnika funduszu. Mianowicie, w tym kontekście w literaturze podkreśla się, że jednostki uczestnictwa nie posiadają charakteru papieru wartościowego, nie mają postaci materialnej i stanowią jedynie zapis księgowy w rejestrze uczestników funduszu, natomiast certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi, występującymi w formie dokumentu lub w formie zdematerializowanej, inkorporującymi wierzytelność pieniężną uczestnika wobec funduszu inwestycyjnego¹⁰². Rozwinięciem tej tezy na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. było wyrażone wówczas w doktrynie trafne spostrzeżenie, zgodnie z którym „(...) zróżnicowany charakter tytułów uczestnictwa wymusza ich podział na dwa odmienne rodzaje. Istota pierwszego polega na tym, że wyraża on przysługujące uczestnikowi funduszu prawa majątkowe, podczas gdy drugi służy jedynie ustaleniu wartości tychże praw.”¹⁰³.

Stanowisko powyższe niewątpliwie w obowiązującym stanie prawnym wymaga z jednej strony uzupełnienia chociażby o kwestię uprawnień niemajątkowych (korporacyjnych), które tworzą dodatkowy element składowy obu rodzajów tytułów uczestnictwa. Z drugiej zaś strony pojawia się w tym kontekście zasadnicze pytanie – czy funkcja jednostek uczestnictwa *de lege lata* sprowadza się wyłącznie do ustalenia praw

¹⁰¹ Por. P. Cylkowski, K. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych...*, s. 46-47.

¹⁰² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 105-106; a także A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 124; L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 100; L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Prawo papierów wartościowych, t. 4*, Warszawa 2004, s. 780.

¹⁰³ Tak: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 139.

majątkowych przysługujących uczestnikowi funduszu otwartego? Czy zatem nie jest tak, że zarówno jednostki uczestnictwa, jak i certyfikaty inwestycyjne są nośnikiem ogółu praw i obowiązków uczestnika odpowiedniego ustawowego typu funduszu? Natomiast w przypadku uznania, że w aktualnym stanie prawnym oba ustawowe rodzaje tytułów uczestnictwa spełniają podobne funkcje w relacji pomiędzy uczestnikiem a funduszem (*inter partes*), jak również w relacji wobec osób trzecich (*erga omnes*), to wówczas należałoby rozstrzygnąć kolejne kluczowe zagadnienie, a mianowicie – co stanowiło pierwotną przyczynę wprowadzenia przez polskiego ustawodawcę rozróżnienia na jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne, a zatem – z jakiego powodu uczestnicy dwóch ustawowych typów funduszy posiadają odmienne tytuły uczestnictwa? Odnalezienie właściwej odpowiedzi na powyższe pytania wymaga niewątpliwie przeprowadzenia analizy normatywnej obu typów tytułów uczestnictwa pod kątem łączących ich podobieństw i dzielących różnic w zakresie ich podstawowych cech jurydycznych.

2.2. Jednostki uczestnictwa

2.2.1. Charakter prawny jednostki uczestnictwa

Najogólniej rzecz ujmując, jednostka uczestnictwa jako prawny tytuł uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym oraz w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym stanowi przede wszystkim emanację prawa majątkowego reprezentującego wierzytelność uczestnika względem funduszu¹⁰⁴ i ma na celu określenie wartości świadczenia pieniężnego, do którego spełnienia na rzecz uczestnika zobowiązany jest fundusz inwestycyjny¹⁰⁵.

Wierzytelność uczestnika wobec funduszu inwestycyjnego powstaje z chwilą dokonania odpowiedniego wpisu osoby nabywającej jednostki uczestnictwa do rejestru uczestników funduszu. Od tej chwili uczestnik staje się wierzycielem funduszu, który władny jest skutecznie żądać od funduszu, aby ten w terminach określonych w statucie odkupił posiadane przez niego jednostki uczestnictwa za kwotę wynikającą z podzielenia wartości aktywów netto przez liczbę wszystkich jednostek uczestnictwa, ustaloną na

¹⁰⁴ Por. M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 60.

¹⁰⁵ Por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9 oraz M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 141.

podstawie rejestru uczestników w dniu wyceny i ewentualnie pomniejszoną o należną zgodnie ze statutem opłatę manipulacyjną. Z tej relacji wywodzi się w piśmiennictwie funkcję jednostki uczestnictwa jako **miernika wartości** potencjalnego roszczenia uczestnika wobec funduszu o wypłatę środków z tytułu odkupienia jednostki uczestnictwa¹⁰⁶.

Podstawową funkcją jednostki uczestnictwa jest zatem ustalenie wysokości należności pieniężnej, jaka w danym momencie przysługuje uczestnikowi od funduszu. Dlatego też jednostka uczestnictwa stanowi podstawę obliczenia zakresu partycypacji uczestnika w aktywach netto funduszu¹⁰⁷, w czym ujawnia się funkcja **partycypacyjna** jednostki uczestnictwa. W przeciwieństwie do będących papierami wartościowymi certyfikatów inwestycyjnych, jednostki uczestnictwa nie ucieleśniają bezpośrednio żadnego prawa majątkowego uczestnika, lecz jedynie ułatwiają ustalenie jego wartości. Jednakże jednostkom uczestnictwa nie sposób przyznać znaczenia dowodowego, ponieważ rolę tę spełnia pisemne potwierdzenie zbycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa, doręczane uczestnikowi niezwłocznie po dokonaniu zbycia lub odkupienia jednostek (art. 91 u.f.i.)¹⁰⁸. Z tej przyczyny w literaturze przypisuje się jednostkom uczestnictwa znaczenie ewidencyjno-rozrachunkowe¹⁰⁹, podobne do tego, jakie spełniają jednostki rozrachunkowe w funduszach emerytalnych.

W piśmiennictwie, jeszcze na gruncie przepisów o funduszach powierniczych z 1991 r. oraz ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., dokonywano rozróżnienia pomiędzy znaczeniem pojęcia jednostki uczestnictwa rozumianej jako roszczenie uczestnika skierowane do funduszu o spełnienie świadczenia polegającego na odkupieniu jednostki i dokonanie wypłaty odpowiedniej części aktywów netto funduszu od znaczenia tego pojęcia jako udziału uczestnika w aktywach funduszu¹¹⁰. W aktualnym stanie prawnym rozróżnienie pomiędzy uprawnieniami uczestnika związanymi z uczestnictwem w funduszu oraz uprawnieniem związanym z możliwością żądania w każdym czasie

¹⁰⁶ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 360.

¹⁰⁷ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 141, a także M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9.

¹⁰⁸ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 105.

¹⁰⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 659; M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 144 oraz A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 48.

¹¹⁰ Por. A. Chłopecki, *Jednostki uczestnictwa*, *Przegląd Podatkowy* 1993, nr 9, s. 32 oraz G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 360.

odkupienia jednostki uczestnictwa nabiera szerszego kontekstu w związku z rozszerzeniem zakresu uprawnień niemajątkowych (korporacyjnych) przysługujących uczestnikom funduszy typu otwartego w związku z prawem udziału w zgromadzeniu uczestników (art. 87b ust. 1 u.f.i.), sądowej kontroli uchwał podejmowanych przez zgromadzenie uczestników (art. 87e ust. 1 u.f.i.) oraz wykonywania prawa głosu z posiadanych jednostek uczestnictwa na zgromadzeniu uczestników (art. 87d ust. 5 u.f.i.) przy podejmowaniu uchwał wchodzących w zakres kompetencji zgromadzenia (art. 87a ust. 1 u.f.i.), zaś w przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych – w związku z potencjalnym uczestnictwem w radzie inwestorów (art. 114-115 u.f.i.)¹¹¹.

Jedną z charakterystycznych cech jednostek uczestnictwa jest **równość uprawnień** przysługujących inwestorom w funduszu w ramach tej samej kategorii jednostek (art. 83 ust. 1 u.f.i.). Pojęcie kategorii jednostek uczestnictwa odnosi się wprost do szczególnej ustawowej konstrukcji funduszu, jakim jest fundusz inwestycyjny z różnymi kategoriami jednostek uczestnictwa (art. 158 u.f.i.). Ten szczególny typ funduszu inwestycyjnego otwartego (lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego) może zbywać jednostki uczestnictwa różniące się od siebie związanymi z nimi sposobem lub wysokością pobieranych opłat manipulacyjnych lub opłat obciążających aktywa funduszu (art. 158 ust. 1 u.f.i.). W takim przypadku jednostki uczestnictwa danej kategorii są zbywane i odkupywane po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przypadającej na tę kategorię jednostek uczestnictwa (WANJU) przez liczbę jednostek uczestnictwa tej kategorii ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w dniu wyceny (art. 158 ust. 2 u.f.i.). Ze względu na istniejące zróżnicowanie praw i obowiązków korespondujących z poszczególnymi kategoriami jednostek uczestnictwa *de lege lata* niedopuszczalne jest łączenie jednostek uczestnictwa różnych kategorii (wniosek *a contrario* z art. 158 ust. 4 u.f.i.). Kategorie jednostek uczestnictwa muszą być wyraźnie przypisane w statucie funduszu do określonych praw i obowiązków uczestników funduszu (art. 158 ust. 3 u.f.i.) i wówczas w ramach tej samej kategorii powinny one zachować jednorodność. Warto w tym kontekście zauważyć, iż rozwiązanie to przypomina nieco funkcjonującą w praktyce na gruncie funduszy zamkniętych konstrukcję certyfikatów inwestycyjnych emitowanych w różnych seriach, z którymi powiązane są różniące się

¹¹¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 360.

od siebie przypisane im uprawnienia uczestnika (np. uprzywilejowanie co do prawa głosu lub przychodów z lokat funduszu).

W doktrynie słusznie zauważono, iż **zasada jednorodności praw majątkowych** związanych z jednostkami uczestnictwa tej samej kategorii, pomimo niefortunnego sformułowania art. 83 ust. 1 u.f.i., znajduje zastosowanie również do funduszy inwestycyjnych otwartych niespełniających przesłanek szczególnego typu funduszu z art. 158 u.f.i., tym niemniej w odniesieniu do takich funduszy dotyczy ona wszystkich jednostek uczestnictwa zbytych przez fundusz¹¹². Ponadto, w tym kontekście wyrażane jest zapatrywanie, że nie mogą różnicowanie również wyrażone w jednostce uczestnictwa prawa majątkowe, powiązane z ekonomicznym interesem uprawnionego lub związane z majątkiem funduszu, jak np. prawa do żądania zbycia przez fundusz jednostek uczestnictwa (art. 88 u.f.i.), prawa do żądania ich odkupienia przez fundusz (art. 89 u.f.i.), prawa do wypłaty dochodów funduszu (art. 18 ust. 2 pkt 12 u.f.i.), prawa do obciążenia jednostek uczestnictwa zastawem (art. 83 ust. 4 u.f.i.), prawa do złożenia dyspozycji na wypadek śmierci (art. 111 u.f.i.), czy prawa do środków uzyskanych w toku likwidacji funduszu (art. 249 ust. 1 u.f.i.) – niezależnie od tego, czy to zróżnicowanie miałoby opierać się na kryterium przedmiotowym, czy podmiotowym¹¹³.

Natomiast wyłącznie w kategorii postulatu *de lege ferenda* należy odczytywać sformułowane w literaturze stanowisko interpretacyjne, zgodnie z którym, pomimo braku w ustawie wyraźnego zakazu różnicowania **praw niemajątkowych**, wskazuje się, iż posiadanie choćby ułamkowej części jednostki uczestnictwa uprawnia jej posiadacza do wykonywania wobec funduszu określonych uprawnień o charakterze niemajątkowym, wśród których wymienia się np. żądanie wydania potwierdzenia nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa (art. 91 ust. 1 u.f.i.), żądanie doręczenia prospektu informacyjnego wraz z aktualnymi zmianami, rocznego i półrocznego sprawozdania finansowego (art. 222 ust. 6 u.f.i.), żądanie udzielenia dodatkowych informacji o limitach inwestycyjnych, sposobie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym oraz aktualnych zmianach i przyrostach wartości głównych lokat funduszu (art. 220 ust. 2 u.f.i.), prawo do udziału w zgromadzeniu uczestników (art. 87a i n. u.f.i.), prawo do wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników (art. 87d ust. 5 u.f.i. – jednakże z uwzględnieniem konieczności posiadania

¹¹² Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 361.

¹¹³ *Ibidem*. Por. również na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 341 oraz R. Blicharz, *Pozycja prawna...*, s. 79.

co najmniej jednej pełnej jednostki uczestnictwa) oraz prawo sądowej kontroli podejmowanych przez ten organ uchwał (art. 87e ust. 1 u.f.i.)¹¹⁴. Należy zatem przychylić się do poglądu, iż zasada jednorodności praw wynikających z jednostki uczestnictwa winna dotyczyć również praw niemajątkowych uczestnika i mimo tego, że ustawa *expressis verbis* milczy w tej kwestii, ze względu na potrzebę zapewnienia ochrony interesu uczestników funduszu niewątpliwie uzasadnione jest objęcie powyższym postulatem rozszerzenie zakresu obowiązywania tej zasady wprost w ustawie.

Inną cechą specyficzną jednostek uczestnictwa jest **stała gotowość funduszu** do ciągłej ich emisji (co do zasady w nieograniczonej liczbie) oraz korespondujący z nią obowiązek pozostawania funduszu w gotowości do ich odkupienia na każdym etapie funkcjonowania funduszu, co powoduje konieczność permanentnego utrzymywania odpowiedniego poziomu płynności aktywów, umożliwiającego dokonanie odkupienia jednostek (co do zasady w nieograniczonej liczbie)¹¹⁵. Wyjątki w tym względzie stanowią ściśle określone w ustawie przypadki, w których mogą dokonywać okresowego zawieszenia zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa (por. art. 84 i art. 89 u.f.i.).

Ostatnią z charakterystycznych cech jednostek uczestnictwa jest niedopuszczalność ich zbywania w drodze czynności prawnych rozporządzających na rzecz osób trzecich ze skutkiem za życia uczestnika funduszu (*inter vivos*), z jednoczesną dopuszczalnością ich zbywania w drodze dziedziczenia ustawowego oraz dopuszczalnością dokonywania wszelkich czynności prawnych dokonywanych na wypadek śmierci (*mortis causa*). Szerzej o tej kwestii będzie mowa w rozdziale IV, pkt 2.1 i 2.2 niniejszej rozprawy.

2.2.2. Typy jednostek uczestnictwa

W praktyce funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych jeszcze na gruncie ustawy z 1997 r. wykształcił się podział na określone typy jednostek uczestnictwa, w zależności od sposobu pobierania opłaty manipulacyjnej w związku z ich zbyciem lub odkupieniem przez fundusz. Mianowicie, w tym względzie w literaturze wyróżniono¹¹⁶:

- a) **jednostki uczestnictwa typu A** – w przypadku pobierania opłaty przy zbywaniu przez fundusz jednostek; wówczas opłata manipulacyjna jest potrącana z kwoty

¹¹⁴ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 361.

¹¹⁵ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 105.

¹¹⁶ Por. M. Dyl, *Typy jednostek uczestnictwa*, Glosa 1998, nr 8, s. 13 i n. oraz tenże (w:) *Fundusze inwestycyjne...*, s. 62-64, a także: M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9 i n.

wpłaconej do funduszu przez uczestnika; rozwiązanie to może być odbierane przez inwestora w ten sposób, że już na samym początku uczestnictwa w funduszu ponosi on koszty, które determinują jego pozostanie w funduszu co najmniej do czasu ich zrekompensowania przez wzrost wartości jednostki uczestnictwa;

- b) **jednostki uczestnictwa typu B** – w przypadku pobierania przy odkupieniu przez fundusz jednostek; wysokość pobieranej opłaty zależy najczęściej od okresu powierzenia środków funduszowi, bądź też od wielkości umarzanych środków: (i) w pierwszym przypadku oznacza to, że im dłużej trwa inwestycja danego uczestnika w funduszu, tym mniejszą ponosi on opłatę przy umorzeniu swoich jednostek, co w istocie rzeczy oznacza, że o przekroczeniu dostatecznie długiego okresu pozostawania w funduszu, uczestnik może być nawet całkowicie zwolniony z opłaty za umorzenie¹¹⁷, zaś (ii) w drugim przypadku wielkość opłaty zależy od tego, jak dużą część środków uczestnik decyduje się wycofać, przy czym wartość ta może rosnąć lub maleć wraz ze wzrostem ilości wycofywanych z funduszu środków, w zależności od postanowień statutu danego funduszu; konstrukcja tego typu jednostki uczestnictwa z reguły sprzyja zatem pozostaniu uczestnika w funduszu w dłuższej perspektywie czasu, zwłaszcza jeśli jest on świadomy faktu, iż odpowiednio długi okres inwestycji może uwolnić go w całości lub w części z obciążeń na rzecz funduszu;
- c) **jednostki uczestnictwa typu C** – w przypadku pobierania opłaty w dwóch częściach, tzn. przy zbywaniu jednostek, jak i ich odkupywaniu przez fundusz; pierwsza pobierana jest od środków wpłacanych na poczet nabycia jednostek uczestnictwa, zaś druga jest potrącana ze środków pochodzących z umorzenia jednostek; cechą charakterystyczną tego modelu jest to, że inwestor, ponosząc dwukrotnie opłatę, nie ma impulsu do pozostania na dłużej w funduszu, a jednocześnie musi liczyć się z koniecznością poniesienia kosztów początkowych inwestycji; jednakże w praktyce łączna wartość opłaty manipulacyjnej pobieranej „na wejściu” oraz „na wyjściu” z funduszu nie przekracza z reguły łącznej opłaty pobieranej przy jednostkach typu A i typu B.

¹¹⁷ Tak: M. Dyl, *Typy jednostek uczestnictwa*, Glosa 1998, nr 8, s. 13 i n. oraz tenże (w:) *Fundusze inwestycyjne...*, s. 62-64.

Zróznicowanie typów jednostek uczestnictwa według kryterium sposobu pobierania opłat manipulacyjnych z pewnością umożliwi inwestorom dokonanie właściwego wyboru funduszu z punktu widzenia ich oczekiwań odnośnie dochodowości i czasu trwania inwestycji. Do niedawna w praktyce funduszy inwestycyjnych otwartych dominowały jednostki typu C, co często było czynnikiem zniechęcających do tego typu inwestycji. Od pewnego czasu jednak co raz częściej na rynku stosowane jest okresowe lub nawet stałe zwolnienie z opłaty manipulacyjnej w niektórych typach funduszy otwartych.

2.3. Certyfikaty inwestycyjne

2.3.1. Charakter prawny certyfikatu inwestycyjnego

Certyfikat inwestycyjny, będący prawnym tytułem uczestnictwa w funduszu zamkniętym, najogólniej ujmując, jest niepodzielnym papierem wartościowym, imiennym lub na okaziciela, ucieleśniającym: (i) prawa majątkowe w postaci określonych wierzytelności pieniężnych uczestnika wobec funduszu oraz (ii) prawa niemajątkowe (korporacyjne) względem tego funduszu, jak również obejmującym ściśle określone obowiązki związane z uczestnictwem funduszu. Szczegółowe omówienie katalogu uprawnień i obowiązków związanych z tytułem uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym zamkniętym na tle praw i obowiązków związanych z tytułem uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym typu otwartego zawiera rozdział II niniejszej rozprawy.

Podstawową cechą nadaną certyfikatowi inwestycyjnemu przez ustawodawcę jest przymiot **papieru wartościowego**, pojmowanego w doktrynie jako szczególny dokument stwierdzający istnienie określonego prawa majątkowego (np. wierzytelności) w taki sposób, że posiadanie tego dokumentu staje się niezbędną przesłanką realizacji prawa (tzw. legitymacja formalna)¹¹⁸. Podstawy prawne tworzenia i funkcjonowania papierów wartościowych w polskim porządku prawnym określają przede wszystkim przepisy księgi trzeciej tytułu XXXVII działu II Kodeksu cywilnego (art. 921¹-921¹⁴ i art. 921¹⁶ k.c.), zawierające ogólne unormowania mające zastosowanie w stosunku do wszystkich typów papierów wartościowych. W odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych przepisy u.f.i. mają charakter *lex specialis* w relacji do przedmiotowych przepisów k.c. Certyfikat inwestycyjny stanowi jedną z ustawowo stypizowanych form papierów wartościowych zgodnie z zasadą *numerus clausus* papierów wartościowych, wykluczającą

¹¹⁸ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 80 i 453.

możliwość funkcjonowania w obrocie prawnym nowych papierów wartościowych bez wyraźnego przepisu ustawowego¹¹⁹. W odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych stwierdzić należy, iż podstawę prawną kwalifikacji tych tytułów uczestnictwa do zamkniętego katalogu papieru wartościowych w polskim systemie prawa stanowią wprost przepisy art. 121 ust. 1 u.f.i. oraz art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a) w zw. z art. 3 pkt 1 lit. a) u.o.i.f. Z definicji legalnych zawartych w powołanych przepisach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wynika, że certyfikaty inwestycyjne, podobnie jak jednostki uczestnictwa – jako tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania – zaliczane są do zbiorczej kategorii **instrumentów finansowych**.

Powstanie tytułu uczestnictwa w funduszu zamkniętym uzależnione jest od przeprowadzenia przez fundusz emisji certyfikatów, w czym wyraża się tzw. **zdolność emisyjna** przypisana na gruncie przepisów u.f.i. wyłącznie funduszom zamkniętym¹²⁰. W procesie emisji certyfikatów inwestycyjnych, na który składa się szereg czynności prawnych i zdarzeń faktycznych, prowadzących do powstania tychże papierów wartościowych, fundusz pozyskuje środki pieniężne, a w sytuacjach przewidzianych w ustawie – także aktywa niepieniężne, które tworzą **masę majątkową** stanowiącą istotę bytu prawnego funduszu, mająca służyć przede wszystkim realizacji jego celu inwestycyjnego¹²¹. W piśmiennictwie podkreśla się ponadto, że certyfikaty inwestycyjne charakteryzuje cecha **seryjności**, umożliwiająca ich zamienność (obiegowość) oraz obrót na rynku wtórnym, w tym również w obrocie zorganizowanym¹²².

Pojęcie emisji certyfikatu inwestycyjnego w doktrynie rozumiane jest często jako całokształt czynności kreacyjnych nakierowanych na utworzenie papieru wartościowego ucieleśniającego prawa i obowiązki uczestnika funduszu, do których to czynności zaliczają się: (i) akt sporządzenia dokumentu certyfikatu oraz (ii) akt wydania tego dokumentu osobie nabywającej związane z nim prawa, utożsamiany niekiedy z czynnością „puszczenia papieru wartościowego w obieg”¹²³, które oznacza wydanie go (emisję)

¹¹⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 660; M. Bączyk (w:) M. Bączyk, M.H. Kosiński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 60; M. Romanowski (w:) *System Prawa Prywatnego*, t. 18. *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2010, s. 130 i n. oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 105.

¹²⁰ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 644-647.

¹²¹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 450.

¹²² *Ibidem*.

¹²³ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 645 oraz cytowani tam: M. Bączyk (w:) M. Bączyk (i in.), *Papiery wartościowe...*, s. 55 i n., a także R. Longchamps de Berier, *Dokumenty*

przez wydawcę zgodnie z jego wolą osobie trzeciej, według **teorii emisyjnej** – jednej z klasycznych teorii powstania papieru wartościowego, wśród których wyróżniane są jeszcze teorie: kreacyjna, dobrej wiary i umowna¹²⁴. Zgodnie z **teorią umowną** warunkiem *sine qua non* powstania zobowiązania z papieru wartościowego jest wystawienie dokumentu i zawarcie kauzalnej (przyczynowej) umowy pomiędzy wystawcą a odbiorcą o wydanie dokumentu, przy czym, jeżeli umowa ta okaże się nieważna lub nie została zawarta, to nabywcę w dobrej wierze chroni tzw. **teoria pozoru prawnego**, wedle której w takich przypadkach wystawca stworzył pozór prawny, wystawiając dokument przeznaczony do obrotu¹²⁵.

Jeszcze na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. w doktrynie przyjmowano, iż certyfikat inwestycyjny posiada pewne znamiona papieru wartościowego o charakterze dłużnym, ponieważ inkorporuje on określoną **wierzytelność pieniężną** wobec funduszu inwestycyjnego¹²⁶, a zatem, podobnie jak w przypadku jednostki uczestnictwa, treścią tej wierzytelności jest żądanie wypłaty przez fundusz osobie uprawnionej z certyfikatu inwestycyjnego kwoty pieniężnej, która przypada na certyfikat zgodnie z bieżącą wyceną wartości aktywów netto funduszu (WAN), pomniejszonej o opłaty manipulacyjne, o ile w statucie funduszu zamkniętego przewidziano możliwość wykupu certyfikatów¹²⁷. Również analogicznie, jak w przypadku jednostki uczestnictwa, z chwilą zbycia certyfikatu z powrotem na rzecz funduszu, ulega on umorzeniu z mocy prawa, a tym samym nie jest możliwe jego dalsze zbywanie przez fundusz. Powyższa charakterystyka certyfikatu inwestycyjnego jest pewnym uproszczeniem, ponieważ z istoty rzeczy nie uwzględnia ona przypadku, w którym statut funduszu nie zezwala na wykup certyfikatów, kiedy to uczestnik nie może skutecznie zażądać od funduszu umorzenia posiadanych tytułów uczestnictwa, a w zasadzie jedyną możliwością natychmiastowego odzyskania przez niego zainwestowanych środków jest zbycie posiadanych certyfikatów w obrocie wtórnym. Tym samym uczestnik funduszu

na okaziciela, *Encyklopedia Prawa Prywatnego* 1931, t. 1, s. LXXIII; por. również A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 155 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 451.

¹²⁴ Por. szczegółowe poszczególnych teorii powstania papieru wartościowego: M. Romanowski (w:) *System...*, t.18, s. 69-75.

¹²⁵ Por. M. Romanowski (w:) *System...*, t.18, s. 72.

¹²⁶ Tak: L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe...*, s. 780. Autor stoi na stanowisku, iż wierzytelność pieniężna inkorporowana w certyfikacie inwestycyjnym staje się wymagalna z chwilą postawienia funduszu w stan likwidacji.

¹²⁷ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 106.

zamkniętego, w którym zgodnie ze statutem certyfikaty mogą być wykupywane przez fundusz na żądanie inwestora, ma znacznie szersze możliwości realizacji swojej wierzytelności wobec funduszu, aniżeli uczestnik funduszu, w którego statucie nie przewidziano takiego prawa po stronie uprawnionego z certyfikatów inwestycyjnych.

Certyfikaty inwestycyjne reprezentują co do zasady **jednakowe prawa majątkowe**, o ile zostały wyemitowane na okaziciela (art. 121 ust. 3 u.f.i.), a tym samym, co do zasady niedopuszczalne jest emitowanie przez fundusz inwestycyjny zamknięty uprzywilejowanych certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela, przyznających ich posiadaczom większe korzyści majątkowe lub korporacyjne aniżeli innym posiadaczom certyfikatów tego funduszu. W konsekwencji, każda seria certyfikatów inwestycyjnych emitowanych na okaziciela powinna w sposób identyczny kształtować prawa majątkowe posiadaczy certyfikatów okazicielskich, co jednakże nie wyklucza możliwości różnicowania niektórych praw niemajątkowych inkorporowanych w tego rodzaju certyfikatach. Odstępstwa od zasady jednorodności praw majątkowych certyfikatów na okaziciela są następujące:

- (i) przypadek funduszu zamkniętego z wydzielonymi subfunduszami, w którym wyłącznie certyfikaty na okaziciela związane z danym subfunduszem reprezentują jednakowe prawa majątkowe, natomiast certyfikaty na okaziciela emitowane przez poszczególne subfundusze w ramach tego samego funduszu mogą się różnić między sobą pod względem reprezentowanych praw majątkowych (art. 163 pkt 2 u.f.i.);
- (ii) przypadek funduszu sekurytyzacyjnego, w którym poszczególne serie emitowanych certyfikatów mogą reprezentować różne prawa w zakresie: (a) wysokości udziału w dochodach funduszu lub subfunduszu, (b) wysokości udziału w aktywach netto funduszu lub subfunduszu na wypadek ich likwidacji, bądź też (c) kolejności zaspokojenia roszczeń z tytułu posiadania certyfikatów (por. art. 189 i 190 u.f.i.).

Natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych statut funduszu zamkniętego może przyznać – w ramach emisji kolejnych serii certyfikatów – różne uprawnienia, w szczególności certyfikaty inwestycyjne poszczególnych serii mogą różnić się od siebie sposobem lub wysokością pobieranych opłat obciążających aktywa funduszu, wysokością udziału w dochodach funduszu, względnie wysokością udziału w aktywach netto funduszu w przypadku jego likwidacji (art. 121 ust. 4 u.f.i.).

W odniesieniu do kwestii **praw niemajątkowych** (korporacyjnych) wskazać należy, iż każdy certyfikat inwestycyjny reprezentuje również zasadniczo prawo do jednego głosu na zgromadzeniu inwestorów, jednakże w tym przypadku – co stanowi pewną analogię np. do akcji imiennych w spółce akcyjnej – możliwe jest uprzywilejowanie niektórych uczestników poprzez emisję certyfikatów imiennych uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu, z tym zastrzeżeniem, że jednemu certyfikatowi można przyznać nie więcej niż dwa głosy (art. 121 ust. 6 i 7 u.f.i.). Statut funduszu zamkniętego może również przyznać dotychczasowym posiadaczom certyfikatów inwestycyjnych prawo pierwszeństwa objęcia nowych certyfikatów kolejnej emisji w stosunku do liczby już posiadanych certyfikatów (art. 133 u.f.i.). Szerzej na temat tego zagadnienia będzie mowa w rozdziale II, pkt 2.1 i 2.2 niniejszej rozprawy.

Cechą charakterystyczną certyfikatów inwestycyjnych jest względnie **stała liczba**, co w sposób istotny odróżnia ten typ tytułów uczestnictwa od jednostek uczestnictwa. Celem pozyskania środków na realizację dalszych celów inwestycyjnych fundusz musi zatem przeprowadzać kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych, zgodnie z wymogami formalnymi przewidzianymi w szczególności w art. 126-136 u.f.i.

Kolejną cechą certyfikatu inwestycyjnego, odróżniającą go w sposób znaczący od jednostki uczestnictwa, jest **niepodzielność**, rozumiana jako brak możliwości dokonywania obrotu ułamkowymi częściami certyfikatów inwestycyjnych, a także prawami inkorporowanymi w tychże częściach ułamkowych (art. 122 ust. 2 u.f.i.), co jednakże nie stoi na przeszkodzie dopuszczalności dokonywania przez fundusz instytucjonalnego podziału certyfikatów inwestycyjnych (podobnie zresztą jak w przypadku jednostek uczestnictwa – tzw. *split*), pod warunkiem, że statut funduszu tak stanowi (art. 36 ust. 1 u.f.i.). Zasady niepodzielności nie narusza oczywiście współwłasność certyfikatu inwestycyjnego w częściach ułamkowych, tym niemniej zniesienie współwłasności nie będzie możliwe przez podział na części (art. 211 k.c.)¹²⁸.

Certyfikaty inwestycyjne spełniają szereg funkcji, wśród których wyróżnia się w literaturze przede wszystkim funkcję partycypacyjną, legitymacyjną, wymienną, obiegową, lokacyjną, a także w pewnym zakresie – funkcję sekurytyzacyjną¹²⁹.

¹²⁸ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 487-488.

¹²⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 655-659.

Funkcja **partycypacyjna** certyfikatu inwestycyjnego przejawia się w tym, że – analogicznie jak w przypadku jednostki uczestnictwa (por. pkt 2.2.1 powyżej) – nabycie tytułu uczestnictwa jest równoznaczne z nabyciem uprawnienia do uczestniczenia w majątku funduszu inwestycyjnego, powstałego w następstwie lokowania środków funduszu w zakresie wartości przypadającej na dany certyfikat¹³⁰. Jednakże powyższa prawidłowość nie jest równoznaczna z tym, że wszystkie certyfikaty wyemitowane przez określony fundusz inwestycyjny przyznają taki sam zakres partycypacji w aktywach netto funduszu, ponieważ – jak wspomniano powyżej – statut funduszu może różnicować przedmiotowe wartości w zależności od serii emitowanych certyfikatów inwestycyjnych (art. 121 ust. 4 u.f.i.)¹³¹. W tym kontekście przeważa w doktrynie trafne stanowisko, zgodnie z którym w ramach podziału papierów wartościowych na wierzyielskie (dłużne), udziałowe, towarowe i rzeczowe¹³², certyfikaty inwestycyjne nie poddają się jednoznacznej kwalifikacji, zbliżając się jednak swoją naturą bardziej do papierów wartościowych **udziałowych** aniżeli do papierów wartościowych wierzyielskich¹³³.

Funkcja **legitymacyjna** certyfikatu inwestycyjnego, podobnie jak w przypadku innych typów papierów wartościowych, jest realizowana poprzez instytucję legitymacji formalnej, stanowiącej integralny element konstrukcyjny papieru wartościowego, zawierającej z jednej strony mechanizm uproszczonego dowodzenia istnienia rzeczywistego uprawnienia (tzn. legitymacji materialnej), a z drugiej strony umożliwiającej skuteczne zwolnienie się dłużnika (tj. emitenta) z ciężącego na nim zobowiązania¹³⁴. Istotnej modyfikacji doznaje przedmiotowa funkcja w przypadku zdematerializowanych certyfikatów inwestycyjnych, ponieważ w tym przypadku środkiem dowodowym staje się informacja elektroniczna generowana w ramach systemu depozytu papierów wartościowych, obejmującego rachunki papierów wartościowych i rachunki zbiorcze (w przypadku publicznych certyfikatów inwestycyjnych) lub w ramach systemu

¹³⁰ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 656 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 458-459.

¹³¹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 459.

¹³² Por. M. Romanowski (w:) *System...*, t.18, s. 77-83.

¹³³ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 459 oraz M. Romanowski (w:) *System...*, t.18, s. 80. Autor słusznie wskazuje, iż certyfikaty inwestycyjne wykazują cechy papieru udziałowego podobne do akcji, ponieważ reprezentują prawo głosu na zgromadzeniu inwestorów oraz prawo poboru certyfikatów nowych emisji, jeżeli statut funduszu tak stanowi. Odmienne stanowisko reprezentuje L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 402, klasyfikując certyfikaty inwestycyjne do grupy papierów wartościowych wierzyielskich (dłużnych).

¹³⁴ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 657.

ewidencji uczestników funduszu (w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych). W konsekwencji przeprowadzonej dematerializacji, zerwanie integralnego związku pomiędzy prawem i jego materialnym nośnikiem (tj. dokumentem), a następnie przypisanie mocy wiążącej zapisowi w systemie depozytowym lub w systemie ewidencji, skutkuje zniesieniem legitymacji formalnej na rzecz legitymacji materialnej¹³⁵.

Funkcja **wymienna** certyfikatu inwestycyjnego polega na zapewnieniu temu papierowi wartościowemu mechanizmu zwrotnej wymiany na sumę pieniężną, której wysokość zależy od podstawy zwrotu, ustalonej w ramach obrotu z osobami trzecimi (tzw. obrót wtórny papierami wartościowymi) albo podczas realizacji zobowiązań emitenta wobec posiadacza papieru wartościowego (np. wypłata świadczenia likwidacyjnego lub wypłata ceny wykupu certyfikatu). W tym kontekście w piśmiennictwie sformułowano trafny wniosek, iż zdolność wymienna papierów wartościowych w obrocie wtórnym zasadza się nie na zobowiązaniu emitenta do spełnienia określonego świadczenia, lecz na zbywalności prawa ucieleśnionego w papierze wartościowym¹³⁶.

Uzupełnieniem funkcji wymiennej certyfikatu inwestycyjnego jest jego funkcja **obiegowa**, sprowadzająca się do możliwości zbywania tych tytułów uczestnictwa na podstawie czynności prawnych dokonywanych *inter vivos*, charakteryzowanej niekiedy w doktrynie jako tzw. zdolność obrotowa, której istotę bardzo trafnie zdefiniowano w sformułowaniu, że „obrot dokumentem oraz inkorporowanym w nim prawem jest jednym i tym samym obrotem”¹³⁷, co oznacza pełne zespolenie (unifikację) prawa z jego nośnikiem. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych, podobnie jak np. w przypadku akcji w spółkach akcyjnych, funkcja obiegowa niewątpliwie umożliwia utrzymanie względnie stałej wysokości kapitału inwestycyjnego przy zmianach składu osobowego uczestników funduszu¹³⁸.

Funkcja **lokacyjna** certyfikatu inwestycyjnego ogniskuje się z kolei w jednym z głównych celów gospodarczych, dla których tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są nabywane, a mianowicie – w zapewnieniu posiadaczom tych tytułów osiągnięcia określonego dochodu. W tym ujęciu certyfikaty inwestycyjne, podobnie

¹³⁵ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 658.

¹³⁶ Tak: M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 658.

¹³⁷ Tak: S. Grzybowski cyt. za: M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 658.

¹³⁸ Por. M. Michalski, *Charakter świadectw udziałowych jako quasi-certyfikatów inwestycyjnych*, cz. 1, Glosa 1997, nr 6, s. 2 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 454.

zresztą jak jednostki uczestnictwa, postrzegane są przez inwestorów jako forma oszczędności i traktowane jako swoista alternatywa np. wobec lokat bankowych, aczkolwiek w praktyce certyfikaty inwestycyjne obarczone są bardzo często znacznie większym ryzykiem poniesienia strat w porównaniu np. do lokat bankowych¹³⁹.

Wreszcie wspomnieć należy o funkcji **sekurytyzacyjnej** certyfikatu inwestycyjnego, która przypisana jest szczególnym typom funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jakimi są fundusze sekurytyzacyjne (art. 183 u.f.i.). Emisja certyfikatów inwestycyjnych w tego rodzaju funduszach służy, najogólniej rzecz ujmując, pozyskiwaniu źródeł finansowania i nabywania wierzytelności w celu upłynnienia aktywów, które do chwili emisji – z różnych przyczyn – nie mogły być przedmiotem swobodnego obrotu prawnego. W rezultacie certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne zaliczane są do grupy tzw. sekurytyzacyjnych papierów wartościowych, do których należą również papiery wartościowe dłużne emitowane przez tzw. podmioty emisyjne wyszczególnione w ustawie – Prawo bankowe (por. art. 92a ust. 3 u.p.b.)¹⁴⁰.

2.3.2. Typy certyfikatów inwestycyjnych

W pierwszej kolejności certyfikaty inwestycyjne można podzielić według kryterium formy prawnej na:

- 1) certyfikaty **w formie dokumentu** (niezdematerializowane – por. art. 122 u.f.i.);
- 2) certyfikaty **zdematerializowane** (por. art. 123 u.f.i.).

Powyższy podział ma znaczenie zarówno z punktu widzenia sposobu występowania tych papierów wartościowych w obrocie, jak i unormowań dotyczących trybu ich emisji. Certyfikaty niezdematerializowane mogą być bowiem emitowane przez tzw. niepubliczne fundusze zamknięte, a zatem takie, których certyfikaty inwestycyjne nie zostały objęte lub nabyte w drodze oferty publicznej, ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani też wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (por. art. 2 pkt 39 u.f.i. – zawierający definicję legalną publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz art. 15 ust. 1a u.f.i. – zawierający definicję opisową niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego). Natomiast certyfikaty zdematerializowane mogą być

¹³⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 656-657 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 458.

¹⁴⁰ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System...*, s. 657 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 460.

emitowane zarówno przez publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte, jak i tzw. niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte.

W tym kontekście warto nadmienić, iż na kanwie powyższego kryterium klasyfikacyjnego, w stanie prawnym obowiązującym do 4 grudnia 2011 r., tj. do dnia wejścia w życie nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r.¹⁴¹, uchylającej art. 2 pkt 36 i 37 u.f.i., ustawodawca rozróżnił, na zasadzie podziału dychotomicznego, następujące typy certyfikatów inwestycyjnych:

- 1) **publiczne certyfikaty inwestycyjne**, tj. takie certyfikaty, których emisja była związana z obowiązkiem uzyskania zatwierdzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego zgodnie z przepisami rozdziału 2 ustawy o ofercie publicznej albo udostępnienia memorandum informacyjnego do wiadomości w trybie art. 39 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej lub były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym albo wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (por. uchylony art. 2 pkt 36 u.f.i.);
- 2) **niepubliczne certyfikaty inwestycyjne**, tj. takie certyfikaty, których emisja nie była związana z obowiązkiem sporządzenia lub zatwierdzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego zgodnie z przepisami rozdziału 2 ustawy o ofercie publicznej albo udostępnienia memorandum informacyjnego do wiadomości w trybie art. 39 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i które nie podlegały dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniu do alternatywnego systemu obrotu (por. uchylony art. 2 pkt 37 u.f.i.).

W obecnym stanie prawnym podział powyższy zachował jedynie walor doktrynalny, w pewnym uproszczeniu odpowiadający wyżej opisanemu podziałowi na publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte i tzw. niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte.

Według innego kryterium dzieli się certyfikaty inwestycyjne na:

- 1) certyfikaty inwestycyjne **imiennie** (por. art. 121 ust. 1 i 4-10 u.f.i.); które legitymują wyłącznie osoby wskazane w nich imiennie, a przeniesienie własności takich certyfikatów następuje przez przelew połączony z ich wydaniem (art. 921⁸ k.c.);

¹⁴¹ Dz. U. Nr 234, poz. 1389.

- 2) certyfikaty inwestycyjne **na okaziciela** (por. art. 121 ust. 1 i 3 u.f.i.), które legitymują każdą osobę, która przedstawi emitentowi stosowny dokument, obejmujący jeden lub więcej certyfikatów (w praktyce najczęściej spotykany jest odcinek zbiorowy), a przeniesienie ich własności następuje przez wydanie dokumentu (art. 921¹² k.c.). Odstępstwem od tej zasady jest obrót zdematerializowanymi certyfikatami inwestycyjnymi publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, występującymi wyłącznie w formie papierów wartościowych na okaziciela, do obrotu którymi zastosowanie znajdują przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

3. Źródła regulacji prawnej

3.1. Źródła prawa polskiego

Ustawa o funduszach inwestycyjnych (w brzmieniu obowiązującym od 4 czerwca 2016 r. zwana „ustawą o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi”) została uchwalona w dniu 27 maja 2004 r. (tekst pierwotny: Dz.U. z 2004 r., Nr 146, poz. 1546; aktualny tekst jednolity: Dz.U. z 2016 r., poz. 1896 ze zm.), w miejsce dotychczasowego aktu normatywnego określającego zasady tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, a mianowicie ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (tekst pierwotny: Dz.U. z 1997 r., Nr 139, poz. 933), która z kolei wprowadziła do polskiego porządku prawnego instytucję funduszy inwestycyjnych w miejsce funduszy powierniczych, funkcjonujących uprzednio na podstawie ustawy z dnia 22 marca z 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst pierwotny: Dz.U. z 1991 r., Nr 35, poz. 155, tekst jednolity: Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239 ze zm., dalej: „p.f.p.”).

W aktualnym stanie prawnym¹⁴² obowiązują następujące akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (w porządku chronologicznym):

- 1) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2004 r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać fundusze rynku pieniężnego (Dz.U. z 2004 r., nr 187, poz. 1936) – obowiązujące od dnia 11 września 2004 r.;

¹⁴² Stan prawny na dzień 18 grudnia 2017 r.

- 2) rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 czerwca 2005 r. w sprawie szczegółowych warunków wykonywania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych działalności w zakresie zarządzania zbiorczymi portfelami papierów wartościowych (Dz.U. z 2005 r., nr 114, poz. 960 ze zm.) – obowiązujące od dnia 1 lipca 2005 r.;
- 3) rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 czerwca 2005 r. w sprawie sprawozdań finansowych zbiorczego portfela papierów wartościowych (Dz.U. z 2005 r., nr 114, poz. 961 ze zm.) – obowiązujące od dnia 1 lipca 2005 r.;
- 4) rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 czerwca 2005 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2005 r., nr 114, poz. 963 ze zm.) – obowiązujące od dnia 1 lipca 2005 r.;
- 5) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 sierpnia 2005 r. w sprawie określenia kryteriów, które muszą spełniać koszty dystrybucji przy wyliczaniu kapitału własnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2005 r., nr 160, poz. 1348) – obowiązujące od dnia 1 września 2005 r.;
- 6) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2010 r., nr 161, poz. 1083) – obowiązujące od dnia 1 września 2010 r.;
- 7) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 marca 2013 r. w sprawie umowy określającej zasady współpracy między depozytariuszami funduszu podstawowego i funduszu powiązanego oraz rodzajów nieprawidłowości, które uznaje się za mające negatywny wpływ na fundusz powiązany (Dz.U. z 2013 r., poz. 449) – obowiązujące od dnia 26 kwietnia 2013 r.;
- 8) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 marca 2013 r. w sprawie umowy określającej zasady współpracy między podmiotami uprawnionymi do badania sprawozdań finansowych funduszu podstawowego i funduszu powiązanego (Dz.U. z 2013 r., poz. 450) – obowiązujące od dnia 26 kwietnia 2013 r.;
- 9) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 kwietnia 2013 r. w sprawie zakresu informacji zawartych w dokumencie informacyjnym funduszu inwestycyjnego (Dz.U. z 2013 r., poz. 451) – obowiązujące od dnia 26 kwietnia 2013 r.;

- 10) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 4 kwietnia 2013 r. w sprawie umowy określającej zasady współpracy między funduszem podstawowym a funduszem powiązany oraz wewnętrznych zasad prowadzenia działalności w zakresie zarządzania funduszem podstawowym i funduszem powiązany (Dz.U. z 2013 r., poz. 470) – obowiązujące od dnia 3 maja 2013 r.;
- 11) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 kwietnia 2013 r. w sprawie dokonywania przez fundusz inwestycyjny zamknięty lokat, których przedmiotem są instrumenty pochodne oraz niektóre prawa majątkowe (Dz.U. z 2013 r., poz. 536 ze zm.) – obowiązujące od dnia 23 maja 2013 r.;
- 12) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 kwietnia 2013 r. w sprawie zawierania przez fundusz inwestycyjny otwarty umów, których przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne (Dz.U. z 2013 r., poz. 537 ze zm.) – obowiązujące od dnia 23 maja 2013 r.;
- 13) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 maja 2013 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy (Dz.U. z 2013 r., poz. 673 ze zm.) – obowiązujące od dnia 27 czerwca 2013 r.;
- 14) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 1 lipca 2016 r. w sprawie rodzajów kosztów zmiennych, o które pomniejsza się koszty ogółem przy wyliczaniu poziomu kapitału własnego zarządzającego ASI (Dz.U. z 2016 r., poz. 1014) – obowiązujące od dnia 27 lipca 2016 r.;
- 15) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2016 r. w sprawie szczegółowych wymagań, jakim powinna odpowiadać polityka wynagrodzeń zarządzającego ASI (Dz.U. z 2016 r., poz. 1475) – obowiązujące od dnia 30 września 2016 r.;
- 16) rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2016 r. w sprawie szczegółowych wymagań, jakim powinna odpowiadać polityka wynagrodzeń w towarzystwie funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2016 r., poz. 1487) – obowiązujące od dnia 1 października 2016 r.;
- 17) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 17 listopada 2016 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego rejestru zarządzających ASI (Dz.U. z 2016 r., poz. 1882) – obowiązujące od dnia 7 grudnia 2016 r.;

- 18) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 9 grudnia 2016 r. w sprawie uzupełnienia obowiązków informacyjnych zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2016 r., poz. 2097) – obowiązujące od dnia 25 grudnia 2016 r.;
- 19) rozporządzenie Ministra Sprawiedliwości z dnia 19 grudnia 2016 r. w sprawie rejestru funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2016 r., poz. 2188) – obowiązujące od dnia 1 stycznia 2017 r.;
- 20) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 23 marca 2017 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów (Dz.U. z 2017 r., poz. 769) – obowiązujące od dnia 27 kwietnia 2017 r.;
- 21) rozporządzenie Ministra Rozwoju i 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) – obowiązujące od dnia 23 czerwca 2017 r.;
- 22) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r. w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz.U. z 2017 r., poz. 1285) – obowiązujące od dnia 28 czerwca 2017 r.;
- 23) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie maksymalnego limitu ekspozycji AFI (Dz.U. z 2017 r., poz. 1443) – obowiązujące od dnia 12 sierpnia 2017 r.;
- 24) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2017 r., poz. 1444) – obowiązujące od dnia 12 sierpnia 2017 r.;
- 25) rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie zawierania przez specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty umów, których

przedmiotem są instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne (Dz.U. z 2017 r., poz. 1446) – obowiązujące od dnia 12 sierpnia 2017 r.

3.2. Źródła prawa Unii Europejskiej

Obecnie obowiązujące przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz aktów wykonawczych do tej ustawy implementują do polskiego systemu prawnego unormowania następujących aktów normatywnych Unii Europejskiej z zakresu prawa instytucji zbiorowego inwestowania oraz prawa rynku kapitałowego i finansowego (w porządku chronologicznym)¹⁴³:

- 1) dyrektywa UCITS, tj. pierwsza dyrektywa w sprawie funduszy inwestycyjnych – dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, w skrócie: UCITS; Dz. Urz. WE L 375 z dnia 31 grudnia 1985 r., s. 3, ze zm. – dyrektywa utraciła moc obowiązującą z dniem 1 lipca 2011 r.; uchylona dyrektywą UCITS IV);
- 2) dyrektywa Rady (WE) nr 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz. Urz. UE L 141 z dnia 11 czerwca 1993 r.);
- 3) dyrektywa UCITS III, zwana również dyrektywą zarządczą (*Management Directive*), tj. dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (Dz. Urz. UE L 41 z dnia 13 lutego 2002 r., s. 20), w której unormowano zasady dotyczące funkcjonowania spółek zarządzających funduszami typu UCITS i treść uproszczonego prospektu emisyjnego – dyrektywa utraciła moc obowiązującą z dniem 1 lipca 2011 r.);

¹⁴³ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 43-44.

- 4) dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS, tzw. dyrektywa produktowa (*Product Directive*), rozszerzająca katalog instrumentów finansowych, mogących być przedmiotem inwestycji dokonywanych przez fundusze UCITS oraz uaktualniająca zasady prowadzenia polityki inwestycyjnej (Dz. Urz. UE L 41 z dnia 13 lutego 2002 r., s. 35 – dyrektywa 2001/108/WE utraciła moc obowiązującą z dniem 1 lipca 2011 r.);
- 5) dyrektywa MiFID I, tj. dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.);
- 6) dyrektywa MiFID II, tj. dyrektywa 2006/73/WE Komisji z dnia 10 sierpnia 2006 r., wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z dnia 2 września 2006 r., s. 26).
- 7) dyrektywa UCITS IV, tj. dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Dz. Urz. UE L 302 z dnia 17 listopada 2009 r., s. 32, ze zm.);
- 8) dyrektywa Komisji 2010/43/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie wymogów organizacyjnych, konfliktów interesów, prowadzenia działalności, zarządzania ryzykiem i treści umowy pomiędzy depozytariuszem a spółką zarządzającą (Dz. Urz. UE L 176 z dnia 10 lipca 2010 r., s. 42);
- 9) dyrektywa Komisji 2010/44/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie niektórych

przepisów dotyczących łączenia funduszy, modeli funduszy podstawowych i powiązanych oraz procedury powiadamiania (Dz. Urz. UE L 176 z dnia 10 lipca 2010 r., s. 28);

- 10) rozporządzenie Komisji nr 583/2010/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów i warunków, które należy spełnić w przypadku dostarczania kluczowych informacji dla inwestorów lub prospektu emisyjnego na trwałym nośniku innym niż papier lub za pośrednictwem strony internetowej (Dz. Urz. UE L 2010, Nr 176, s. 1);
- 11) rozporządzenie Komisji nr 584/2010/UE z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE w zakresie formatu i treści standardowego powiadomienia w formie pisemnej i zaświadczenia dotyczącego UCITS, wykorzystania łączności elektronicznej przez właściwe organy do celów powiadamiania oraz w zakresie procedur dotyczących kontroli na miejscu i dochodzeń oraz wymiany informacji między właściwymi organami (Dz. Urz. UE L 2010, Nr 176, s. 16);
- 12) dyrektywa ZAFI, tj. dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 17 z dnia 1 lipca 2011 r.);
- 13) dyrektywa UCITS V, tj. dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r., zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz. Urz. UE L 257 z dnia 28 sierpnia 2014 r.).

Największa w ostatnich latach nowelizacja przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, wprowadzona na mocy ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która uzyskała formalnie moc obowiązującą od 4 czerwca 2016 r. (z zastrzeżeniem odpowiednim przepisów przejściowych) implementuje do polskiego porządku prawnego zasady dyrektywy ZAFI, w szczególności zasady i warunki działania podmiotów

zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi mających siedzibę na terytorium RP, a także zasady prowadzenia na terytorium RP działalności przez podmioty zarządzające alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi mające siedzibę w państwie członkowskim albo w państwie trzecim. Mając na względzie fakt, iż pod względem regulacyjnym w systemie UCITS mieszczą się jedynie polskie fundusze inwestycyjne otwarte, konieczne było dostosowanie brzmienia u.f.i. do aktualnych regulacji unijnych poprzez uznanie polskich funduszy zamkniętych i specjalistycznych funduszy otwartych za alternatywne fundusze inwestycyjne (w skrócie: AFI) w rozumieniu dyrektywy ZAFI. Wspomniana nowelizacja ustawy nie przewiduje żadnych zmian w konstrukcjach cywilnoprawnych jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych¹⁴⁴, tym niemniej w ślad za postanowieniami dyrektywy ZAFI wprowadza ona definicję legalną alternatywnego funduszu inwestycyjnego (AFI), którym jest *„instytucja wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędącą funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”* (art. 2 pkt 10a u.f.i.). W tym miejscu nadmienić jedynie należy, iż powyższa nowelizacja ustawy wprowadza również regulacje dotyczące zupełnie nowej dla polskiego porządku prawnego konstrukcji alternatywnej spółki inwestycyjnej (w skrócie: ASI), która jednak nie mieści się w ramach kategorii jurystycznej funduszy inwestycyjnych.

4. Uwagi podsumowujące

Instytucja prawna tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych została uregulowana w polskim porządku prawnym, zharmonizowanym z przepisami prawa Unii Europejskiej, w drodze wyróżnienia dwóch kategorii: (i) jednostek uczestnictwa oraz (ii) certyfikatów inwestycyjnych, różniących się między sobą przede wszystkim sposobem reprezentowania praw i obowiązków uczestnika wobec funduszu. Mianowicie, certyfikaty inwestycyjne stanowią papiery wartościowe, które ucieleśniają przysługujące uczestnikowi prawa majątkowe i niemajątkowe, podczas gdy jednostki uczestnictwa nie należą do kategorii papierów wartościowych, a ich funkcja polega przede wszystkim na ustaleniu

¹⁴⁴ Por. A. Chłopecki (w:) M. Stec (red.), *System... t. 4*, s. 380.

wartości praw uczestnika wobec funduszu, tym niemniej uprawniają one uczestnika również do udziału i głosowania na zgromadzeniu uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego.

Niezależnie od powyższej konstatacji stwierdzić należy, iż każdy tytuł uczestnictwa wyraża nie tylko uprawnienia uczestnika względem funduszu inwestycyjnego, lecz stanowi swoistą podstawę prawną stosunku prawnego uczestnictwa nawiązującego się pomiędzy inwestorem a funduszem w drodze zawarcia **umowy o przystąpienie do funduszu**, na podstawie której dochodzi do realizacji szeregu czynności prawnych i faktycznych prowadzących do uzyskania statusu uczestnika, obejmujących w pierwszej kolejności złożenie odpowiedniej treści zapisu na tytuły uczestnictwa, opłacenie tego zapisu, a następnie dokonanie przydziału i wydanie inwestorowi tytułów uczestnictwa.

Tym samym, w ramach umowy o przystąpienie do funduszu inwestor uzyskuje – w zależności od rodzaju funduszu – jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne, które reprezentują swoistą wiązkę jego praw i obowiązków w stosunku do funduszu. Tytuły uczestnictwa z jednej strony wyznaczają zakres partycypacji uczestników w aktywach funduszu, z drugiej zaś strony umożliwiają obliczenie wartości roszczeń majątkowych przysługujących uczestnikom względem funduszu, a także przyznają im określone uprawnienia niemajątkowe (korporacyjne) wobec funduszu. Wierzytelności uczestnika względem funduszu zabezpieczone są jego aktywami nabywanymi w sposób (i) pierwotny, tj. poprzez wpłaty samych uczestników na pokrycie subskrybowanych tytułów uczestnictwa, dokonywane w formie pieniężnej lub niepieniężnej, np. w drodze przeniesienia na rzecz funduszu instrumentów finansowych, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, praw rzeczowych (tj. własności lub prawa użytkowania wieczystego) do nieruchomości gruntowych, budynkowych i lokalowych, jak również w sposób (ii) wtórny, tj. aktywa nabywane przez fundusz w ramach jego działalności.

W obecnym stanie prawnym zasadnym wydaje się zdefiniowanie **stosunku uczestnictwa w funduszu** jako tego rodzaju stosunku prawnego, który nawiązywany jest pomiędzy uprawnionym a funduszem poprzez zawarcie umowy o przystąpienie do funduszu, na którego treść składają się zarówno prawa majątkowe i niemajątkowe, przysługujące temu pierwszemu, jak i obowiązki spoczywające na tym drugim, a także wzajemnie skorelowane ze sobą obowiązki tego pierwszego i uprawnienia tego drugiego. Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym stanowi zatem *sui generis* stosunek prawny, pod względem konstrukcyjnym złożony z szeregu elementów zbliżonych do instytucji

powiernictwa (wzorzec dla modelu trustu), elementów wykazujących cechy podobne do organizacji spółek handlowych (wzorzec dla modelu statutowego), bądź też cechy przypominające inne umowne stosunki prawne (wzorzec dla modelu umownego).

W świetle poglądów wyrażanych w doktrynie do wspólnych cech wszystkich polskich funduszy inwestycyjnych słusznie zaliczane są: (i) przedmiot i cel działania (tj. inwestowanie powierzonych przez uczestników funduszu środków finansowych w określone w ustawie i statucie instrumenty finansowe i inne prawa majątkowe), (ii) sformalizowana struktura organizacyjna, zakładająca istnienie organu reprezentującego fundusz (tj. towarzystwa lub spółki zarządzającej), (iii) majątek funduszu odrębny od majątku uczestników i majątku podmiotu zarządzającego funduszem, (iv) przyznanie uczestnikom tytułów uczestnictwa, reprezentujących przewidziane w ustawie i statucie prawa i obowiązki uczestników funduszu.

Wymienione atrybuty uzupełniają wskazywane w literaturze dodatkowe właściwości funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania, a mianowicie: (i) stosunkowo długi horyzont czasowy ich działalności – nie uregulowany wprost w ustawie, jednak ukształtowany w praktyce obrotu, (ii) obowiązek przestrzegania w ramach działalności określonych zasad polityki inwestycyjnej, w szczególności zasad dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, a także (iii) obowiązek ochrony interesu prawnego uczestników funduszu. Działalność funduszu inwestycyjnego powinna być bowiem zawsze prowadzona ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, a wyłącznym przedmiotem tej działalności może być inwestowanie środków uczestników w celu inwestycyjnym określonym w statucie funduszu. Obowiązek ten z istoty rzeczy musi być przestrzegany przez podmiot zarządzający funduszem (tj. towarzystwo lub spółkę zarządzającą) oraz depozytariusza, pełniącego funkcję gwaranta bezpieczeństwa aktywów funduszu. Do głównych zalet funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania zalicza się ograniczanie ryzyka i błędnych decyzji, jakie mogłyby wystąpić w przypadku bezpośredniego inwestowania na rynku kapitałowym w drodze profesjonalnego zarządzania aktywami oraz dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, umożliwiających funduszom utrzymanie trendu wzrostowego w sytuacji zmian koniunkturalnych na rynku kapitałowym.

Przyjęty przez polskiego ustawodawcę model uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym oczywiście spełnia przesłanki kwalifikacji do instytucji zbiorowego inwestowania i alternatywnych funduszy inwestycyjnych, zawarte w stosownych

dyrektywach Unii Europejskiej (UCITS i ZAFI), tym niemniej zaznaczyć należy, iż łączy on w sobie cechy kilku modeli występujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych, a przy tym odznacza się dużym stopniem oryginalności.

Należy bowiem zauważyć, iż z jednej strony model ten mieści się w ramach modelu **umownego** (występującego np. w Niemczech), charakteryzującego się przede wszystkim oddzieleniem majątku inwestorów od majątku spółki zarządzającej funduszem, zaś z drugiej strony wskazać w nim można istotne elementy typowe dla modelu **statutowego** (występującego np. w USA, Wielkiej Brytanii i Francji), jak np. konstrukcja funduszu jako osoby prawnej o zmiennym kapitale, z przyznanymi uczestnikom pewnymi prawami korporacyjnymi (np. prawo udziału i wykonywania prawa głosu w zgromadzeniu uczestników funduszu otwartego lub radzie inwestorów specjalistycznego funduszu otwartego i funduszu zamkniętego). Tym samym, obowiązująca w polskim porządku prawnym konstrukcja prawna funduszu inwestycyjnego z jednej strony umożliwia inwestorom współdecydowanie w pewnym zakresie o kierunkach zarządzania funduszem, zaś z drugiej strony, zwłaszcza dotyczy to funduszy inwestycyjnych zamkniętych, pociąga za sobą również potencjalnie niekorzystne dla nich konsekwencje, związane z ryzykiem utraty środków zainwestowanych w przypadku podjęcia decyzji inwestycyjnych przez tzw. większościowych inwestorów, przy jednoczesnym braku dostatecznej ochrony ze strony organu nadzoru nad rynkiem finansowym i kapitałowym.

Cechą specyficzną konstrukcji prawnej **funduszu inwestycyjnego otwartego** jest przede wszystkim zdolność do dokonywania nieustannych zmian liczby zbywanych tytułów uczestnictwa i wielkości kapitału zainwestowanego przez uczestników. Jednostki uczestnictwa funduszu otwartego są bowiem przydzielane uczestnikom każdorazowo przy wpłacie środków do funduszu, a zatem przystąpienie do takiego funduszu jest w zasadzie możliwe w każdej chwili. Równocześnie, tytuły uczestnictwa funduszy otwartych są niezbywalne na rzecz osób trzecich w drodze czynności prawnych *inter vivos*, co wyklucza możliwość obrotu wtórnego tymi instrumentami finansowymi. W trakcie funkcjonowania funduszu jedyną możliwością wycofania przez inwestora środków finansowych z funduszu jest zgłoszenie mu dyspozycji odkupu inwestora jednostek uczestnictwa, które z chwilą odkupienia są umarzone i nie mogą być zbywane innym potencjalnym inwestorom. Cenę odkupu jednostek uczestnictwa ustala się w oparciu o wartość aktywów netto funduszu przypadającą na jednostkę uczestnictwa (WANJU), istniejącą w dniu realizacji żądania odkupu.

Istotne odstępstwa od zasady nieograniczonego dostępu do funduszu można wskazać już w przypadku pierwszego z typów alternatywnych funduszy inwestycyjnych – **specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego**, którego statut może przewidywać ograniczenie kręgu uczestników funduszu poprzez wskazanie np. kategorii podmiotów mogących uzyskać status uczestnika (tzw. ograniczenie podmiotowe), bądź też poprzez wskazanie wprost w statucie kryteriów, od których spełnienia uzależnione jest nabycie tytułów uczestnictwa, przy zaznaczyć należy, iż kryteria te nie powinny odnosić się wyłącznie do wielkości inwestycji w funduszu (tzw. ograniczenie przedmiotowe), lecz w pewnym stopniu również do określonych cech potencjalnego uczestnika funduszu, ponieważ z mocy samej ustawy znajduje zastosowanie możliwość określenia minimalnej wpłaty do funduszu.

Natomiast drugi z ustawowych typów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, tzn. **fundusz inwestycyjny zamknięty** – z uwagi na specyfikę jego konstrukcji prawnej, zakładającej zbywanie tytułów uczestnictwa jedynie w trybie odrębnych procesów emisyjnych – odznacza się w bardzo istotnym stopniu ograniczonym dostępem potencjalnych inwestorów. Wprawdzie w przypadku publicznego funduszu zamkniętego emisja certyfikatów inwestycyjnych kierowana jest każdorazowo do nieoznaczonego kręgu adresatów, to jednak bardzo często warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych w tego rodzaju funduszu są określone w sposób wymagający wiedzy profesjonalnej, posiadanej z reguły przez doświadczonych inwestorów giełdowych, a zatem w praktyce krąg adresatów oferty tych funduszy z istoty rzeczy jest znacznie węższy aniżeli w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych. Jednakże najbardziej ograniczony krąg adresatów oferty występuje w przypadku funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie tzw. niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, które są oferowane do subskrypcji przeważnie jedynie wąskiej grupie potencjalnych inwestorów. Niejednokrotnie w statucie tego rodzaju funduszu znajdują się postanowienia zabezpieczające przed możliwością przejęcia kontroli nad funduszem przez podmioty z zewnątrz, co w praktyce obrotu jest często spotykane w przypadku pozostających poza regulacją ustawową prywatnych funduszy typu *venture capital* lub *private equity*. W konsekwencji, uczestnikami funduszu inwestycyjnego zamkniętego w takiej postaci są z reguły mniejsze i średnie przedsiębiorstwa, dążące np. do rozpoczęcia nowego rodzaju działalności lub wprowadzenia na rynek nowego produktu, co do zasady nie posiadające odpowiedniej wielkości kapitału lub posiadające

ograniczoną możliwość pozyskania finansowania bankowego – głównie ze względu na podwyższone ryzyko planowanego przedsięwzięcia gospodarczego.

Cechą charakterystyczną konstrukcji prawnej funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest zatem występowanie względnie stałej liczby certyfikatów inwestycyjnych oraz związanej z nią względnie stałej wysokości kapitału wniesionego do funduszu. Powyższa cecha w dużym stopniu przybliży ten typ funduszu do spółki akcyjnej, a także do modelu statutowego funduszu (*statutory type*), występującego np. w USA, Wielkiej Brytanii lub Francji. Za *differentia specifica* funduszu zamkniętego należy również uznać brak możliwości dokonywania stałej emisji tytułów uczestnictwa na każde żądanie inwestorów wpłacających środki do funduszu, lecz dokonywanie emisji wyłącznie w terminach określonych w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych, względnie w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym (w przypadku certyfikatów oferowanych w sposób publiczny). Zasadniczo każda emisja certyfikatów inwestycyjnych wymaga też zmiany statutu funduszu oraz podjęcia uchwały zgromadzenia inwestorów.

Naturalną konsekwencją przyjęcia przez ustawodawcę takiego rozwiązania konstrukcyjnego było nadanie certyfikatom inwestycyjnym funduszy zamkniętych charakteru prawnego papierów wartościowych oraz dopuszczenie ich do obrotu wtórnego, który to obrót może być ograniczony w zasadzie jedynie w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych. Wartość rynkową certyfikatów inwestycyjnych determinują zasadniczo prawa rynku (tj. popyt i podaż), na skutek czego może ona nawet w sposób istotny odbiegać od rzeczywistej wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (WANCI). Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wartość rynkową certyfikatów może być wyłączenie w statucie funduszu możliwości ich wykupu i umorzenia, co w sposób istotny może wpływać stabilizująco na portfel inwestycyjny funduszu, wskutek czego określone w statucie funduszu zasady polityki inwestycyjnej mogą być nieco bardziej liberalne. Rozwiązanie to niewątpliwie umożliwia lokowanie zgromadzonych środków finansowych w aktywa o znacznie niższym stopniu płynności, obarczone wyższym stopniem ryzyka, jak np. wierzytelności, nieruchomości, waluty obce, akcje i udziały spółek niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego.

Jednostka uczestnictwa – jako prawny tytuł uczestnictwa w funduszu otwartym oraz w specjalistycznym funduszu otwartym – reprezentuje przede wszystkim prawa majątkowe uczestnika, w tym jego wierzytelność względem funduszu wymagalną z chwilą złożenia żądania odkupienia tytułu uczestnictwa. Funkcją jednostki uczestnictwa jest zatem przede

wszystkim określenie bieżącej wartości świadczenia pieniężnego, do którego spełnienia na rzecz uczestnika zobowiązany będzie fundusz inwestycyjny. Tym samym jednostka uczestnictwa stanowi podstawę obliczenia zakresu partycypacji uczestnika w aktywach netto funduszu, w czym ujawnia się jej funkcja partycypacyjna. W przeciwieństwie do będących papierami wartościowymi certyfikatów inwestycyjnych, jednostki uczestnictwa nie ucieleśniają bezpośrednio żadnego prawa majątkowego uczestnika, lecz stanowią podstawę jego dochodzenia i ułatwiają ustalenie jego wartości. Tym niemniej jednostkom uczestnictwa nie sposób przyznać wyłącznie znaczenia dowodowego, ponieważ rolę tę spełnia pisemne potwierdzenie zbycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa, doręczane uczestnikowi niezwłocznie po dokonaniu zbycia lub odkupienia tych tytułów uczestnictwa. W konsekwencji, zarówno w doktrynie, jak i w praktyce obrotu, przypisuje się jednostkom uczestnictwa znaczenie ewidencyjno-rozrachunkowe.

Do charakterystycznych cech jednostek uczestnictwa zaliczyć należy przede wszystkim: (i) równość uprawnień przysługujących inwestorom w funduszu w ramach tej samej kategorii jednostek, (ii) niezbywalność na rzecz osób trzecich w drodze czynności *inter vivos*, a także (iii) możliwość zgłoszenia przez uczestnika żądania ich odkupienia przez fundusz w zasadzie w każdym momencie, czemu towarzyszyć powinna stała gotowość funduszu do ciągłego odkupywania jednostek na każdym etapie funkcjonowania funduszu. Zasada jednorodności praw wynikających z jednostki uczestnictwa dotyczy również praw niemajątkowych (korporacyjnych) uczestnika względem funduszu. Pomimo braku wyraźnej regulacji ustawowej tej kwestii, to mając na względzie potrzebę zapewnienia ochrony interesu uczestników funduszu niewątpliwie uzasadnione jest objęcie powyższym postulatem *de lege ferenda* rozszerzenie zakresu obowiązywania tej zasady wprost w ustawie. Z kolei, jak wskazano powyżej, możliwość zgłoszenia przez uczestnika żądania odkupu jednostek uczestnictwa w zasadzie w każdym momencie powoduje konieczność permanentnego utrzymywania przez fundusz odpowiedniego poziomu płynności aktywów, umożliwiającego na bieżąco sprawną i terminową obsługę procesu odkupywania tytułów uczestnictwa. Jednostki uczestnictwa są zatem zbywane i odkupywane przez fundusz na każde żądanie uczestnika funduszu, które w ujęciu cywilistycznym, w zależności od sytuacji może mieć charakter: (i) oświadczenia woli o przyjęciu oferty nabycia jednostek uczestnictwa złożonej przez fundusz – w przypadku zbycia jednostek uczestnictwa przez fundusz, (ii) oświadczenia woli o odstąpieniu od umowy o przystąpieniu do funduszu – w przypadku odkupienia

wszystkich jednostek należących do uczestnika, względnie (iii) oświadczenia woli o zmianie treści umowy o przystąpienie do funduszu w związku z modyfikacją stosunku prawnego łączącego uczestnika z funduszem na podstawie tej umowy. Mając na względzie okoliczność, że z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa ulegają umorzeniu *ex lege*, nie jest możliwe ich dalsze zbywanie przez fundusz na rzecz innych potencjalnie zainteresowanych inwestorów.

W praktyce obrotu i w piśmiennictwie wykształcił się podział na określone typy jednostek uczestnictwa, w zależności od sposobu pobierania opłaty manipulacyjnej w związku z ich zbyciem lub odkupieniem przez fundusz: (i) jednostki uczestnictwa typu A – w przypadku pobierania opłaty przy zbywaniu jednostek przez fundusz („na wejściu”), (ii) jednostki uczestnictwa typu B – w przypadku pobierania opłaty przy odkupywaniu jednostek przez fundusz („na wyjściu”) oraz (iii) jednostki uczestnictwa typu C – w przypadku pobierania opłaty częściowo przy zbywaniu, a częściowo przy odkupywaniu jednostek przez fundusz („na wejściu i wyjściu”).

Certyfikat inwestycyjny jako tytuł prawny uczestnictwa w funduszu zamkniętym stanowi z kolei emitowany w serii, niepodzielny papier wartościowy, imienny albo na okaziciela, ucieleśniający prawa majątkowe i niemajątkowe uczestnika funduszu zamkniętego, przybierające postać określonych wierzytelności pieniężnych oraz określonych praw niemajątkowych (korporacyjnych) względem tego funduszu, jak również stwierdzający ściśle określone obowiązki związane z uczestnictwem funduszu.

W funduszu zamkniętym mogą być emitowane certyfikaty inwestycyjne uprzywilejowane co do głosu na zgromadzeniu inwestorów, jak również statut takiego funduszu może przyznawać dotychczasowym posiadaczom certyfikatów prawo pierwszeństwa objęcia nowych certyfikatów kolejnej emisji w stosunku do liczby już posiadanych certyfikatów. Powyższe szczególne uprawnienia uczestników funduszu zamkniętego wykazują istotne podobieństwo do instytucji uprzywilejowania akcji lub udziałów w spółkach handlowych. W aspekcie prawno-porównawczym nadmienić należy, iż przypominają one również analogiczne uprawnienia występujące w innych systemach prawnych, w których konstrukcja funduszu oparta jest na modelu statutowym (por. np. francuskie fundusze w formie spółek inwestycyjnych o zmiennym kapitale – SICAV).

Certyfikaty inwestycyjne odróżniają się od jednostek uczestnictwa – oprócz przyznanego im statusu papierów wartościowych – względnie stałą liczbą, a zatem w celu

pozyskania środków na realizację dalszych celów inwestycyjnych fundusz musi przeprowadzać kolejne emisje certyfikatów w trakcie swojej działalności.

W obrocie instrumentami finansowymi certyfikaty inwestycyjne pełnią szereg funkcji, wśród których w piśmiennictwie wyróżnia się przede wszystkim: funkcję partycypacyjną, funkcję legitymacyjną, funkcję wymienną, funkcję obiegową, funkcję lokacyjną, a w przypadku niektórych szczególnych typów funduszy zamkniętych – również funkcję sekurytyzacyjną.

Pod względem typologicznym w doktrynie wyszczególnia się określone rodzaje certyfikatów inwestycyjnych klasyfikowane według różnych kryteriów podziału na: (i) certyfikaty zdematerializowane i niezdematerializowane (w formie dokumentu), (ii) certyfikaty imienne i na okaziciela, a także (iii) certyfikaty publiczne i niepubliczne.

Rozdział II

UPRAWNIENIA I OBOWIĄZKI ZWIĄZANE Z TYTUŁAMI UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne

Sytuację prawną uczestnika funduszu inwestycyjnego determinują w dużej mierze uprawnienia przysługujące mu z tytułu wierzytelności pieniężnej, jaką posiada w stosunku do funduszu, ale również jego obowiązki względem tego funduszu. Z chwilą przystąpienia do funduszu inwestycyjnego pomiędzy uczestnikiem a funduszem zawiązuje się bowiem stosunek prawny o charakterze obligacyjnym, którego źródłem jest umowa o przystąpienie do funduszu. Do *essentialia negotii* przedmiotowej umowy zaliczyć należy nabycie jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych od funduszu. Na mocy takiej umowy uczestnik uzyskuje **tytuły uczestnictwa** – w postaci jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych – rozumiane w przypadku każdego funduszu jako swoista wiązka jego praw i obowiązków uczestnika funduszu, który z jednej strony wyznacza zakres jego partycypacji w aktywach funduszu, a z drugiej strony umożliwia obliczenie wartości roszczenia majątkowego przysługującego uczestnikowi względem funduszu. Zabezpieczeniem realizacji tego roszczenia są aktywa funduszu, które mogą obejmować przede wszystkim wpłaty uczestników do funduszu dokonywane w formie pieniężnej lub niepieniężnej, tzn. w formie wnoszonych przez uczestników aktywów aportowych, którymi mogą być w szczególności papiery wartościowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, prawa własności lub udziały we współwłasności nieruchomości gruntowych, budynkowych i lokalowych, prawa użytkowania wieczystego.

W skład aktywów funduszu wchodzi oczywiście również wszelkie prawa nabyte przez fundusz w trakcie jego działalności, a także pożytki z tych praw.

Oprócz opisanego powyżej głównego roszczenia przysługującego uczestnikowi wobec funduszu wyróżnić należy dalsze uprawnienia reprezentowane przez oba ustawowe rodzaje tytułów uczestnictwa, które zasadniczo podzielić można na uprawnienia majątkowe i niemajątkowe (korporacyjne). Elementem składowym każdego tytułu uczestnictwa, stanowiącym swoiste uzupełnienie uprawnień uczestnika są jego obowiązki związane ze stosunkiem uczestnictwa w każdym funduszu inwestycyjnym.

2. Klasyfikacja uprawnień uczestnika funduszu

2.1. Uprawnienia majątkowe

2.1.1. Prawo do żądania zbycia jednostek uczestnictwa albo wydania certyfikatów inwestycyjnych

Jednym z podstawowych uprawnień uczestnika w stosunku do funduszu inwestycyjnego jest **roszczenie o zbycie jednostek uczestnictwa** oraz **roszczenie o wydanie certyfikatów inwestycyjnych**, które to roszczenia powstają z chwilą dokonania wpłaty na poczet odpowiednich tytułów uczestnictwa (art. 88 ust. 1, art. 123 ust. 2 i art. 136 ust. 1 i 2 u.f.i.). W sensie ścisłym przedmiotowe roszczenie przysługuje nie tylko uczestnikowi funduszu, lecz również osobie nabywającej tytuł uczestnictwa od funduszu po raz pierwszy, która dopiero uzyska status uczestnika w następstwie wpisu do odpowiedniego rejestru prowadzonego dla funduszu lub innych zdarzeń powodujących nabycie takiego statusu w sposób pierwotny, a zatem z chwilą (i) wpisu rejestru uczestników na rzecz danej osoby określonej liczby jednostek uczestnictwa lub ich ułamkowych części (fundusze inwestycyjne otwarte), (ii) wpisu do ewidencji uczestników funduszu na rzecz danej osoby odpowiedniej liczby certyfikatów zdematerializowanych albo z chwilą wydania certyfikatu inwestycyjnego w formie dokumentu (fundusze inwestycyjne zamknięte emitujące certyfikaty w sposób niepubliczny), względnie z chwilą (iii) zapisania nabytego certyfikatu inwestycyjnego na rachunku papierów wartościowych lub na rachunku zbiorczym (publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte)¹⁴⁵.

¹⁴⁵ Podkreślenia wymaga fakt, iż na gruncie terminologii ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. wyraźnie odróżniane było pojęcie „osób, które dokonały wpłaty” od pojęcia „uczestników”.

Z chwilą wydania tytułów uczestnictwa pomiędzy funduszem a osobą nabywającą tytuły nawiązuje się stosunek uczestnictwa, którego podstawą jest umowa o przystąpienie do funduszu, która następnie może podlegać zmianom (aneksowaniu) w przypadku nabywania przez uczestnika kolejnych tytułów uczestnictwa w funduszu¹⁴⁶.

Uprawnienie do żądania zbycia jednostek uczestnictwa w funduszu otwartym nie ma charakteru bezwzględnego i w pewnych sytuacjach może być ograniczone wyraźnym przepisem ustawy albo postanowieniem statutowym. Ograniczenia te mogą polegać bądź na całkowitym zakazie zbywania jednostek uczestnictwa, co ma miejsce wyłącznie w przypadku rozpoczęcia likwidacji funduszu (art. 246 ust. 3 u.f.i.), bądź też na czasowym zawieszeniu zbywania jednostek uczestnictwa, co w większości przypadków jest połączone z jednoczesnym zawieszeniem odkupywania jednostek (por. pkt 2.1.5 poniżej).

Obligatoryjnie zawieszenie zbywania jednostek uczestnictwa ma miejsce w następujących sytuacjach:

- 1) od dnia od dnia poprzedzającego dzień zgromadzenia uczestników do dnia odbycia zgromadzenia (art. 87b ust. 3 u.f.i.);
- 2) na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników funduszu (art. 227b u.f.i.);
- 3) na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników funduszu otwartego będącego funduszem powiązany (art. 169i ust. 2 u.f.i.).

Natomiast w odniesieniu do fakultatywnego zawieszenia zbywania jednostek uczestnictwa w statucie funduszu może być określona wielkość aktywów, w przypadku przekroczenia której fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa, z zastrzeżeniem jednoczesnego określenia w statucie funduszu warunków wznowienia zbywania jednostek (art. 84 ust. 2 u.f.i.). W tym kontekście warto przytoczyć wyrażony w piśmiennictwie pogląd, zgodnie z którym rozwiązanie zastosowane w art. 84 ust. 2 u.f.i. nie chroni w należyty sposób interesu prawnego uczestników funduszu, ponieważ powoduje ono konieczność oczekiwania przez uczestnika na upływ okresu zawieszenia albo odpadnięcie przesłanki zawieszenia w sytuacji, gdy podejmując decyzję inwestycyjną

W aktualnym stanie prawnym ustawodawca zrezygnował z tego rozróżnienia terminologicznego, konstruując jednolite pojęcie uczestnika funduszu, zdefiniowane w art. 6 ust. 1 u.f.i.

¹⁴⁶ Por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych*, cz. I, Prawo Spółek 2002, nr 10, s. 45. Autor stoi na stanowisku, że nabywanie kolejnych tytułów uczestnictwa nie stanowi podstawy do zawarcia nowych umów z funduszem, lecz stanowi zmianę już istniejącej umowy o przystąpienie do funduszu.

o nabyciu lub odkupieniu jednostek, inwestor nie mógł wiedzieć o wystąpieniu tej przesłanki¹⁴⁷. W związku z powyższym w doktrynie zgłoszono postulat *de lege ferenda*, wedle którego w przypadku zawieszenia zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa z przyczyn innych niż wskazane w art. 87b ust. 3 u.f.i. osobie zamierzającej nabyć lub zbyć jednostki uczestnictwa powinno służyć uprawnienie do złożenia funduszowi oświadczenia woli unicestwiającego skutki prawne wpłaty lub złożenia żądania odkupienia jednostek uczestnictwa albo też niezrealizowane zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek nie powinny być wykonywane przez fundusz po ustaniu przesłanki zawieszenia¹⁴⁸. Propozycja ta wydaje się być o tyle słuszna, że przedłużający się okres oczekiwania na realizację zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa może narazić uczestników funduszu na istotną szkodę majątkową (np. w przypadku nieprzewidzianej zmiany koniunktury na rynku kapitałowym), a zatem powinni być oni wyposażeni w stosowny instrument prawny pozwalający na minimalizację ryzyka wystąpienia szkody. Z powyższych względów najbardziej naturalnym i racjonalnym rozwiązaniem *de lege ferenda* wydaje się być wygaśnięcie *ex lege* dyspozycji zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa niezrealizowanej przez funduszu w momencie ustania przesłanki zawieszenia.

Ponadto, fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa na 2 tygodnie, jeśli nie można dokonać wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn od niego niezależnych lub – za zgodą i na warunkach określonych przez KNF – na okres dłuższy niż 2 tygodnie, nieprzekraczający jednak 2 miesięcy (art. 84 ust. 3 u.f.i.). Innym przypadkiem, w którym fakultatywnie może nastąpić zawieszenie zbywania jednostek jest sytuacja, w której fundusz otwarty będący funduszem powiązaniem decyduje się na takie zawieszenie na czas okresowego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa funduszu podstawowego (art. 169i ust. 1 u.f.i.).

Prawo żądania wydania certyfikatów inwestycyjnych aktualizuje się po stronie uczestnika funduszu z chwilą dokonania pełnej wpłaty na poczet subskrybowanych certyfikatów oraz jest konsekwencją dokonania ich przydziału przez fundusz (art. 136 ust.

¹⁴⁷ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 387.

¹⁴⁸ *Ibidem*.

1 u.f.i.). Wydanie certyfikatów w sensie jurydycznym jest zróżnicowane w zależności od trybu emisji certyfikatów (art. 136 ust. 2 u.f.i.), ponieważ może polegać ono na:

- 1) zapisaniu certyfikatów na rachunku papierów wartościowych uczestnika albo na rachunku zbiorczym (por. art. 7 ust. 1 i 2 i art. 8a u.o.i.f.) – w przypadku tzw. publicznych certyfikatów inwestycyjnych; albo
- 2) wpisaniu certyfikatów do ewidencji uczestników funduszu – w przypadku tzw. niepublicznych zdematerializowanych certyfikatów inwestycyjnych; albo
- 3) wręczeniu uczestnikowi dokumentu obejmującego jeden lub więcej certyfikatów – w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów emitowanych w formie dokumentu.

Realizacja przedmiotowego uprawnienia uczestnika w przypadku certyfikatów inwestycyjnych zdematerializowanych (zarówno publicznych, jak i niepublicznych) w postaci odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych lub wpisu do ewidencji uczestników funduszu – analogicznie jak w przypadku wpisu do rejestru uczestników funduszu otwartego – ma zawsze charakter **konstytutywny**. Podobne znaczenie ma zresztą również fizyczne wręczenie (*traditio corporalis*) dokumentu na okaziciela lub imiennego, obejmującego jeden lub większą liczbę objętych certyfikatów niezdematerializowanych (por. art. 136 ust. 2 pkt 2 u.f.i. oraz art. 921⁸ i 921¹² k.c.), które to papiery wartościowe zgodnie z teorią emisyjną powstają z chwilą ich wydania uprawnionemu, która to czynność jest utożsamiana w doktrynie z czynnością „puszczenia papieru wartościowego w obieg”¹⁴⁹.

Natomiast zupełnie drugorzędne (wtórne) znaczenie z punktu widzenia powstania praw z certyfikatu ma w tym przypadku wpis do **księgi certyfikatów inwestycyjnych**, prowadzonej przez fundusz w przypadku wprowadzenia w statucie postanowień ograniczających zbywalność certyfikatów inwestycyjnych (art. 121 ust. 8 u.f.i.) lub wprowadzających możliwość wydania certyfikatów uczestnikowi bez opłacenia w całości ceny emisyjnej (art. 137 ust. 1 u.f.i.), w której zapisywane są określone dane dotyczące certyfikatu i uczestnika, w szczególności w celu odnotowania wysokości dokonanych przez niego wpłat na poczet obejmowanych certyfikatów oraz wpis o przeniesieniu

¹⁴⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 645 oraz cytowani tam M. Bączyk (w:) M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 55 i n., a także R. Longchamps de Berier, *Dokumenty na okaziciela, Encyklopedia Prawa Prywatnego* 1931, t. 1, s. LXXIII; por. również P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 451.

certyfikatów na inną osobę wraz z datą wpisu – dokonywany wyłącznie na wniosek uprawnionego i mający jedynie deklaratoryjny charakter (art. 122 ust. 3 u.f.i.).

2.1.2. Prawo do otrzymywania dochodów lub przychodów ze zbycia lokat

W przypadku funduszy inwestycyjnych – zarówno otwartych, jak i zamkniętych – statut może przewidywać przyznanie uczestnikom **uprawnienia do udziału w dochodach funduszu** bez konieczności odkupywania lub umarzania posiadanych tytułów uczestnictwa. Przyznanie takiego uprawnienia uczestnikowi funduszu inwestycyjnego o określonej treści jest zawsze uzależnione od treści statutu funduszu. W literaturze fundusze inwestycyjne przyznające swoim uczestnikom uprawnienia do udziału w ich dochodach określane są mianem funduszy dystrybucyjnych¹⁵⁰, ponieważ dokonują one dystrybucji (rozdzielenia) dochodów funduszu pomiędzy swoimi uczestnikami, którzy zachowują swoje tytuły uczestnictwa.

W rezultacie takiej dystrybucji w każdym rodzaju funduszu zmniejszeniu zawsze ulega wartość aktywów netto funduszu, natomiast liczba przyznanych jednostek uczestnictwa pozostaje taka sama – w przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych funduszy otwartych (art. 18 ust. 2 pkt 12 w zw. z art. 112 ust. 1 u.f.i.). Inaczej jednak jest w przypadku funduszy zamkniętych, w których liczba wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych musi ulec zmniejszeniu odpowiednio do zredukowanej wartości aktywów netto funduszu, ponieważ zgodnie z dyspozycją art. 139 ust. 6 u.f.i., z chwilą wykupienia przez fundusz certyfikaty inwestycyjne są umarzane z mocy prawa. Unormowanie to ma charakter normy *ius cogens*, a zatem nie może być ono zmienione postanowieniem statutowym (wniosek *a contrario* art. 18 ust. 2 pkt 12 i 13 u.f.i.). Świadczenia takie mają charakter uboczny w funduszach inwestycyjnych, w których świadczeniem głównym jest wypłata środków pieniężnych z odkupionych lub wykupionych tytułów uczestnictwa¹⁵¹. Jak wskazano powyżej, przedmiotowe uprawnienie uczestnika ma charakter statutowy, tzn. uzależnione jest od zamieszczenia w statucie funduszu stosownego zapisu dotyczącego dystrybucji dochodów funduszu między uczestnikami, przy czym w przypadku funduszy otwartych dystrybucja ta odbywa się bez odkupywania jednostek uczestnictwa (art. 18 ust. 2 pkt 12 u.f.i.).

¹⁵⁰ Por. M. Dyl, *Typy jednostek uczestnictwa*, Glosa 1998, nr 8, s. 14 oraz G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998, s. 33 i n.

¹⁵¹ Por. M. Michalski (w:) M. Bączyk (i in.), *Papiery...*, s. 612 i n.

Jeszcze na gruncie przepisów ustawy – Prawo o publicznym obrocie i funduszach powierniczych w piśmiennictwie zaproponowano definicję pojęcia **dochodów funduszu**, rozumianego jako „zyski będące wynikiem korzystnej sprzedaży papierów wartościowych, wypłaty dywidend oraz oprocentowanie papierów dłużnych”¹⁵². W aktualnym stanie prawnym, zgodnie z definicją legalną zawartą w art. 21 u.f.i., pojęcie „dochodów funduszu inwestycyjnego” oznacza przychody z lokat netto funduszu lub zrealizowany zysk (strata) ze zbycia lokat.

W literaturze wskazuje się, że **przychodami z lokat** są przychody uzyskiwane z szeroko rozumianych aktywów inwestycyjnych funduszu, pomniejszone o koszty działania funduszu związane bezpośrednio z tymi lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu (np. dywidendy od posiadanych akcji, odsetki od obligacji, itp.), natomiast **dochodami ze zbycia lokat** jest różnica pomiędzy przychodem ze zbycia określonego instrumentu finansowego lub innego aktywa a kosztem jego zakupu po pomniejszeniu o koszty transakcyjne i inne koszty działania funduszu związane bezpośrednio z tymi lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu¹⁵³. Podkreślenia wymaga fakt, że – pomimo pewnej nieścisłości w powyższej definicji (strata funduszu na zbywanych lokatach nie zwiększa, lecz pomniejsza jego dochody) – ustawodawca, posługując się pojęciem lokat, określił w sposób uniwersalny zakres źródeł przychodów funduszu. Zakres pojęcia dochodów funduszu jest węższy od pojęcia wartości aktywów netto, oznaczającego wartość rynkową wszystkich składników majątkowych funduszu pomniejszoną o jego zobowiązania (art. 8 ust. 2 u.f.i.). Statut funduszu inwestycyjnego może zakładać, że dochody mogą być wypłacane uczestnikom funduszu (tzw. fundusze dystrybucyjne) lub reinwestowane (tzw. fundusze tezauryzujące).

Przedmiotowe uprawnienie zostało unormowane w swoistej postaci w odniesieniu do funduszy zamkniętych aktywów niepublicznych, których statuty mogą przewidywać wypłacanie na rzecz uczestników funduszu **przychodów ze zbycia lokat funduszu**, pomniejszonych o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbytymi lokatami

¹⁵² Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 82.

¹⁵³ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 142-143.

oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu (art. 198 ust. 1 u.f.i.).

W tym kontekście trafnie podkreśla się w piśmiennictwie, że wartość przychodu ze zbycia lokat ulega w tym przypadku pomniejszeniu o dwojakiego rodzaju koszty: (i) koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbytymi lokatami oraz (ii) koszty działania funduszu przypadające na takie lokaty proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu, które utożsamiane są z tzw. kosztami pośrednimi transakcji¹⁵⁴. W przypadku zawarcia w statucie funduszu aktywów niepublicznych powyższych regulacji, powinien on również zawierać szczegółowe regulacje dotyczące warunków oraz trybu dokonywania wypłat przychodów na rzecz uczestników funduszu, w szczególności statut powinien określać kategorie przychodów funduszu podlegających wypłacie (tzn. poszczególne rodzaje lokat), sposób ustalenia kwot przypadających na każdego uczestnika, terminy dokonywania wypłat i zasady ustalania uczestników uprawnionych do otrzymania wypłaty, a nadto statut powinien określać rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu związanych bezpośrednio z lokatami, rodzaje kosztów zaliczanych do kosztów działania funduszu i zasady ustalania wysokości takich kosztów przypadających na poszczególne lokaty (art. 198 ust. 2 u.f.i.).

Wypłata przychodów ze zbycia lokat nie pozostaje bez wpływu na stan aktywów funduszu, stąd też ustawodawca nałożył na każdy fundusz aktywów niepublicznych wypłacający uczestnikom przychody ze zbycia lokat 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 (art. 198 ust. 3 u.f.i.). Zwolniony z powyższego obowiązku 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 (art. 198 ust. 4 u.f.i.).

¹⁵⁴ Por. P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 661-662. Autor wskazuje, iż istotne jest ustalenie dnia rozpoznania kosztów, zarówno bezpośrednich, jak i pozostałych, uznając, iż powinien to być dzień, w którym nastąpiło zbycie lokat. W kwestii definicji pojęcia kosztów bezpośrednich i pośrednich, wobec braku specyficznych wskazań w przepisach u.f.i., zdaniem tego autora należy dokonywać wykładni tych pojęć w rozumieniu prawa podatkowego.

W tym kontekście nadmienić również należy, iż fundusz aktywów niepublicznych wypłacający uczestnikom przychody z lokat na rzecz uczestników, jest również zwolniony z obowiązku przestrzegania limitu inwestycyjnego z art. 145 ust. 3 u.f.i., 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. Zwolnienie ze stosowania tego limitu ma jednak charakter okresowy, ponieważ znajduje zastosowanie: (i) do czasu dostosowania stanu aktywów funduszu do wymogów ustawy oraz statutu funduszu, nie dłużej jednak niż do upływu 12 miesięcy od dnia wypłaty przychodów, albo (ii) w sytuacji, gdy do określonego w statucie funduszu dnia rozpoczęcia likwidacji funduszu pozostało nie więcej niż 36 miesięcy (art. 198 ust. 5 u.f.i.).

2.1.3. Prawo rozporządzania tytułami uczestnictwa

W dalszej kolejności, każdemu uczestnikowi funduszu zamkniętego, będącego właścicielem papierów wartościowych w postaci certyfikatów inwestycyjnych, co do zasady przysługuje **prawo zbycia tytułów uczestnictwa** w obrocie wtórnym.

Jak wspomniano powyżej, powyższe prawo nie przysługuje uczestnikom funduszy typu otwartego, bowiem ich tytuły uczestnictwa nie są zbywalne, z wyjątkiem czynności prawnych *mortis causa* (art. 83 ust. 3 u.f.i.). Tymczasem każdy uczestnik funduszu zamkniętego może zasadniczo w sposób nieograniczony rozporządzać swoimi certyfikatami, o ile statut funduszu nie zawiera w tym względzie ograniczeń, które jednakże mogą dotyczyć wyłącznie certyfikatów imiennych (art. 121 ust. 8 i 10 u.f.i.). W szczególności, w przypadku zbycia certyfikatów imiennych statut funduszu może przewidywać: (i) obowiązek uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów, oznaczając: a) formę udzielenia zgody, b) termin do wskazania nabywcy w przypadku odmowy zgody, wynoszący maksymalnie 2 miesiące od dnia zgłoszenia zamiaru zbycia oraz c) cenę lub sposób jej określenia oraz termin zapłaty ceny, bądź też przewidywać (ii) inne rodzaje ograniczeń zbywania certyfikatów, pod warunkiem oznaczenia w statucie terminu oraz szczegółowego trybu i warunków stosowania takiego ograniczenia (art. 121 ust. 8 u.f.i.)¹⁵⁵.

¹⁵⁵ Przepis art. 121 ust. 9 u.f.i., przewidujący sankcję bezskuteczności ograniczenia zbywania certyfikatów w przypadku braku w statucie któregośkolwiek z postanowień zawartych w art. 121 ust. 8 u.f.i. został uchylony na mocy nowelizacji ustawy z 4 września 2008 r. (Dz.U. Nr 231, poz. 1546), która weszła w życie 13 stycznia 2009 r. Derogację tego przepisu należy rozumieć w ten sposób, że w przypadku pominięcia w statucie obligatoryjnych warunków ograniczenia zbywalności certyfikatów odpowiednie

W odniesieniu zaś do obciążenia certyfikatów zastawem (*lege non distinguente* – cywilnym, rejestrowym, skarbowym lub finansowym) w statucie funduszu może być nałożony na uczestnika obowiązek uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów (por. art. 144 ust. 7 w zw. z art. 121 ust. 10 u.f.i.). Jak słusznie zauważono w literaturze, rozwiązania powyższe wzorowane są na przepisie art. 337 k.s.h., wprowadzającym ograniczenia w rozporządzalności akcjami imiennymi¹⁵⁶.

Przeniesienie praw z certyfikatów inwestycyjnych imiennych wymagać będzie przelewu wierzytelności (art. 509 i n. k.c.) połączonego z wydaniem dokumentu (art. 921⁸ k.c.)¹⁵⁷, przy czym na gruncie przepisów u.f.i. czynność ta może polegać na: (i) dokonaniu wpisu do ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego (w przypadku certyfikatów zdematerializowanych – por. art. 136 ust. 2 pkt 3 u.f.i.) lub (ii) fizycznym wręczeniu dokumentu (*traditio corporalis*) (w przypadku certyfikatów niezdematerializowanych – por. art. 136 ust. 2 pkt 2 u.f.i.).

Natomiast przeniesienie praw z niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela w drodze sukcesji singularnej wymaga zawarcia umowy odpowiadającej wymogom stawianym przez przepisy o przeniesieniu własności dokumentu jako rzeczy ruchomej, w szczególności w zakresie istnienia ważnej przyczyny prawnej (*causa*) rozporządzenia (art. 155 i 156 k.c.)¹⁵⁸, połączonej z wydaniem dokumentu (por. art. 517 § 2 k.c. i art. 921¹² k.c.).

Wreszcie, w odniesieniu do kwestii przeniesienia praw z publicznych certyfikatów inwestycyjnych, w związku z ich dematerializacją, konieczne jest złożenie w tym celu odpowiedniej dyspozycji kupna oraz dokonanie zapisu nabywcy na prowadzonym dla niego rachunku papierów wartościowych lub właściwym rachunku zbiorczym (por. art. 136 ust. 2 pkt 1 u.f.i. i art. 7 ust. 2 u.o.i.f.). Szerzej na temat tego zagadnienia będzie mowa w rozdziale IV pkt. 2.3.1 niniejszej rozprawy.

postanowienia statutu, przewidujące sprzeczne z ustawą ograniczenia, będą dotknięte sankcją nieważności (art. 58 k.c.).

¹⁵⁶ Tak: M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, t.19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006, s. 703.

¹⁵⁷ Por. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania - część szczególna*, Warszawa 2014, kom. do art. 921⁸ k.c., S. Sołtysiński, *Przeniesienie akcji imiennych i świadectw tymczasowych*, KPP 2002, z. 1, s. 247 i n.; W. Popiołek, *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*, PPH 2002, nr 11, s. 37; P. Machnikowski (w:) E. Gniewek, *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, Warszawa 2008, s. 1454 i 1459; Cz. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz do Kodeksu cywilnego, t. II*, Warszawa 2009, s. 1056.

¹⁵⁸ Por. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III...*, kom. do art. 921¹² k.c.

2.1.4. Prawo do żądania odkupu albo wykupu tytułów uczestnictwa

Naturalną konsekwencją wprowadzenia przez ustawodawcę zasady niezbywalności jednostek uczestnictwa było przyznanie uczestnikowi funduszu typu otwartego **prawa żądania odkupienia** od niego przez fundusz posiadanych jednostek uczestnictwa po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w dniu wyceny (tzw. WANJU). Z powyższym prawem uczestnika skorelowany jest obowiązek funduszu do pozostawania w ciągłej gotowości do odkupywania jednostek uczestnictwa¹⁵⁹, który aktualizuje się z chwilą otrzymania przez fundusz stosownej dyspozycji uczestnika funduszu (art. 61 k.c.). Momentem odkupienia jednostek uczestnictwa jest chwila wpisania do rejestru uczestników liczby odkupionych jednostek (które wówczas są umarzane *ex lege* – por. art. 82 *in fine* u.f.i.) oraz kwoty należnej do wypłaty uczestnikowi z tytułu odkupienia tych jednostek, którą to kwotę fundusz ma obowiązek niezwłocznie wypłacić uczestnikowi w sposób określony w statucie¹⁶⁰ (art. 89 ust. 1-3 w zw. z art. 86 u.f.i.).

Roszczenie o wypłatę równowartości odkupywanych jednostek staje się wymagalne w terminie uregulowanym ściśle w statucie funduszu, który jest zależny od sposobu wypłaty środków przez dany fundusz. Co do zasady statut funduszu otwartego powinien wskazywać nie dłuższe niż 7 dni terminy odkupywania jednostek uczestników, którzy złożyli stosowną dyspozycję funduszowi (art. 84 ust. 1 u.f.i.). W literaturze podkreśla się, że wykonanie przez fundusz obowiązku niezwłocznej wypłaty powinno być oceniane przy uwzględnieniu profesjonalnego charakteru działalności funduszu inwestycyjnego, wysokiej standaryzacji procesów przetwarzania żądań uczestników odkupienia jednostek uczestnictwa oraz terminów przekazywania środków pieniężnych przez system rozliczeniowy¹⁶¹, zaś celem obowiązku wskazania w statucie terminu statutowego na realizację odkupienia jednostek jest ochrona uczestników przed nieuzasadnionym

¹⁵⁹ Por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych*, cz. 1, Prawo Spółek 2002, nr 10, s. 46; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 124.

¹⁶⁰ Warto nadmienić, iż według stanu prawnego istniejącego przed 1 lutego 2013 r. (nowelizacja ustawy z 23 listopada 2012 r., Dz.U. z 2013 r., poz. 70), sposób wypłaty kwoty pochodzącej z odkupienia jednostek uczestnictwa był określony w prospekcie informacyjnym funduszu.

¹⁶¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 385.

przedłużaniem przez fundusz okresu pomiędzy wystąpieniem zdarzenia skutkującego powstaniem obowiązku odkupienia jednostek a dokonaniem tej czynności¹⁶².

Naruszenie obowiązku terminowego odkupienia jednostek uczestnictwa stanowi podstawę do roszczeń odszkodowawczych uczestnika przede wszystkim wobec towarzystwa, spółki zarządzającej oraz podmiotu uprawnionego do zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, którzy ponoszą odpowiedzialność solidarną wobec uczestnika (por. art. 33 ust. 3 u.f.i.). Szkada poniesiona przez uczestnika z powodu nieterminowego wykonania obowiązku odkupienia jednostek uczestnictwa może polegać w szczególności na niekorzystnej zmianie wartości aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa w okresie pozostawania w zwłoce, tzn. spadek wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa powoduje zmniejszenie się kwoty należnej uczestnikowi z tytułu dokonanego odkupienia jednostek przez fundusz¹⁶³.

W tym kontekście należy wskazać, iż – analogicznie jak w przypadkach odpowiedzialności za prawidłowe wypełnianie obowiązków związanych z reprezentacją i zarządzaniem funduszem oraz odpowiedzialności za szkodę powstałą wskutek opóźnienia w zbyciu jednostek uczestnictwa – zarysowały się w doktrynie istotne różnice poglądów w przedmiocie charakteru odpowiedzialności odszkodowawczej towarzystwa.

Według pierwszego stanowiska reprezentowanego w literaturze, odpowiedzialność ta ma charakter deliktowy, zaś zobowiązaniem do naprawienia szkody jest określony w ustawie lub statucie funduszu podmiot (towarzystwo, spółka zarządzająca lub dystrybutor jednostek uczestnictwa), z którym uczestnika nie łączy żaden stosunek zobowiązaniowy¹⁶⁴, którego istnienie stanowi warunek *sine qua non* przypisania odpowiedzialności z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązania. W tym ujęciu doktrynalnym, zaniechanie wypłaty należnych inwestorowi środków pieniężnych jest zachowaniem sprzecznym z ustawą lub statutem funduszu, a zatem stanowi czyn niedozwolony popełniony z winy podmiotu zobowiązanego (art. 415 k.c.).

¹⁶² Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 386.

¹⁶³ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 387.

¹⁶⁴ Tak na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: P. Pilarczyk, *Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako spółka akcyjna*, Kraków 1999, s. 97. Autor stwierdza, iż odpowiedzialność towarzystwa ulega tu istotnej modyfikacji w stosunku do unormowań z art. 415 i n. k.c., głównie na skutek istnienia domniemania winy oraz braku ograniczenia odpowiedzialności towarzystwa w razie powierzenia wykonywania niektórych obowiązków osobie trzeciej. Warto zauważyć, iż cechy te są charakterystyczne dla reżimu odpowiedzialności kontraktowej (por. art. 471 i 474 k.c.). Por. również M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 49.

Z kolei wedle drugiego stanowiska¹⁶⁵, odpowiedzialność podmiotów zobowiązanych do odkupienia jednostek uczestnictwa ma charakter kontraktowy, co uzasadniane jest okolicznością, iż statuuje ją unormowania (por. art. 64 ust. 1 i art. 33 ust. 3 u.f.i.) nie odbiegają w istocie pod względem konstrukcyjnym od unormowań art. 471 i nast. k.c., oczywiście poza zmianą strony zobowiązanej. Natomiast, jak wynika z przepisu art. 64 ust. 2 u.f.i., fundusz inwestycyjny nie ponosi odpowiedzialności za szkody z tytułu zaniedbań towarzystwa w zakresie jego obowiązków związanych z zarządzaniem i reprezentacją funduszu. Tym samym ustawa wyraźnie zwalnia z odpowiedzialności podmiot zobowiązany na mocy stosunku obligacyjnego¹⁶⁶, co wynika z faktu, iż fundusz działa poprzez swój organ zarządzający (tj. towarzystwo lub spółkę zarządzającą).

Z kolei trzecie, pośrednie stanowisko¹⁶⁷, opiera się na założeniu, iż podstawy odpowiedzialności towarzystwa należy upatrywać w odpowiedzialności organu osoby prawnej za zobowiązania tej osoby. Ponieważ według przepisu art. 416 k.c., organ osoby prawnej nie odpowiada za jej zobowiązania, przepis art. 64 ust. 2 u.f.i. zmienia zarówno zasady odpowiedzialności osoby prawnej z art. 416 k.c., jak i zmienia rodzaj tej odpowiedzialności z odpowiedzialności deliktowej na kontraktową¹⁶⁸.

Jak się wydaje, należy podzielić drugie z zaprezentowanych powyżej stanowisk, zgodnie z którym zarówno w art. 64 u.f.i., jak i art. 33 ust. 3 u.f.i., uregulowany został szczególny tryb odpowiedzialności kontraktowej¹⁶⁹, pomimo, iż stroną zobowiązaną do naprawienia szkody nie jest fundusz, jako strona stosunku umownego z jego uczestnikiem. Stanowisko to niewątpliwie pozwala na uniknięcie wielu sztucznych i niepotrzebnych konstrukcji prawnych (np. wyjątki od art. 416 i 429 k.c.), przy jednoczesnym zapewnieniu

¹⁶⁵ Tak na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 289 i n.

¹⁶⁶ *Ibidem*.

¹⁶⁷ Tak A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne. Komentarz do ustawy o funduszach inwestycyjnych i ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, Warszawa 1998, s. 103 oraz J. Głowacka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*, KPP 1999, nr 2, s. 363.

¹⁶⁸ Por. A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 103.

¹⁶⁹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 387. Autor argumentuje, że art. 33 ust. 3 u.f.i. konstituuje samoistny model odpowiedzialności za szkodę poniesioną przez osobę nabywającą lub odkupującą jednostki uczestnictwa, wskazując jako podmiot odpowiedzialny towarzystwo oraz dystrybutora i wyłączając tym samym możliwość dochodzenia roszczeń od funduszu inwestycyjnego, a także wskazuje w tym kontekście na spoczywający na podmiotach pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa obowiązek zawarcia z inwestorem umowy o przyjmowanie i przekazywanie zleceń związanych z tymi jednostkami, co dodatkowo uzasadnia reżim kontraktowy odpowiedzialności tych podmiotów wobec inwestora.

uczestnikom funduszu skutecznego instrumentu prawnego do dochodzenia roszczeń odszkodowawczych, w związku z odwróconym rozkładem ciężaru dowodu (domniemanie winy podmiotu zobowiązanego) oraz koniecznością udowodnienia jedynie następujących okoliczności:

- (i) naruszenie przez podmiot zobowiązany obowiązków określonych ustawą lub statutem,
- (ii) zaistnienie szkody po stronie uprawnionego,
- (iii) zaistnienie związku przyczynowego pomiędzy naruszeniem obowiązków a zaistniałą szkodą.

Ponieważ ani przepis art. 64 u.f.i., ani art. 33 ust. 3 u.f.i., nie przewidują szczególnego unormowania w zakresie miary staranności podmiotu zobowiązanego przy wykonywaniu obowiązków, to zgodnie z normą wynikającą z przepisów art. 472 w zw. z art. 355 § 2 k.c. podmiot ten będzie odpowiedzialny za niedochowanie należytej staranności, przy uwzględnieniu zawodowego charakteru prowadzonej działalności¹⁷⁰. Odpowiedzialność tego podmiotu opiera się na zasadzie winy w postaci co najmniej niedbalstwa, czyli zwykłej formy winy nieumyślnej. Ewentualna ekskulpacja od odpowiedzialności może zaś nastąpić tylko w razie wykazania, że szkoda po stronie uczestników funduszu jest następstwem okoliczności, za które podmiot zobowiązany nie ponosi odpowiedzialności (por. art. 64 ust. 1 *in fine* u.f.i. i art. 33 ust. 3 *in fine* u.f.i.).

Prawo żądania odkupu jednostek uczestnictwa – podobnie jak w przypadku ich zbywania – doznaje pewnych ograniczeń ustawowych, polegających albo na definitywnym zakazie odkupywania jednostek uczestnictwa wskutek rozpoczęcia likwidacji funduszu (art. 246 ust. 3 u.f.i.) albo na czasowym zawieszeniu odkupywania jednostek uczestnictwa, które przeważnie są stosowane jednocześnie z zawieszeniem zbywania jednostek uczestnictwa (por. pkt 2.1.1. powyżej). Ograniczenia te w doktrynie dzieli się na obligatoryjne i fakultatywne, przy czym fundusz nie jest uprawniony do wprowadzenia dalej idących statutowych ograniczeń w odkupywaniu jednostek uczestnictwa aniżeli przewidziane w ustawie¹⁷¹.

¹⁷⁰ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 187. Autor słusznie podnosi, że przy ustalaniu wzorca należytej staranności towarzystwa należy uwzględnić również cel inwestycyjny danego funduszu.

¹⁷¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 357-358.

Do przypadków **obligatoryjnego** zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa należą następujące sytuacje:

- 1) zawieszenie odkupywania jednostek od dnia wydania decyzji o cofnięciu zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo lub od dnia wygaśnięcia takiego zezwolenia, kiedy to fundusz inwestycyjny jest reprezentowany przez depozytariusza (art. 68 ust. 1 u.f.i.);
- 2) zawieszenie odkupywania jednostek od dnia poprzedzającego dzień zgromadzenia uczestników do dnia odbycia zgromadzenia (art. 87b ust. 3 u.f.i.);
- 3) zawieszenie odkupywania jednostek na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników funduszu (art. 227b u.f.i.);
- 4) zawieszenie odkupywania jednostek przez fundusz otwarty będący funduszem powiązany na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników tego funduszu (art. 169i ust. 2 u.f.i.).

Natomiast **fakultatywnie** fundusz może zawiesić odkupywanie jednostek uczestnictwa w następujących sytuacjach:

- 1) gdy w okresie ostatnich 2 tygodni suma wartości odkupionych przez fundusz jednostek uczestnictwa oraz jednostek, których odkupienia zażądano, łącznie przekracza 10% wartości aktywów funduszu; albo
- 2) gdy nie jest możliwe dokonanie wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn niezależnych od funduszu;
- w obu powyższych przypadkach zawieszenie może nastąpić co do zasady na okres nieprzekraczający 2 tygodni (art. 89 ust. 4 i 5 u.f.i.);
- 3) gdy następuje zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa przez fundusz otwarty będący funduszem powiązany na czas okresowego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa funduszu podstawowego (art. 169i ust. 1 u.f.i.).

Wyjątkowo, a mianowicie w przypadkach określonych w art. 89 ust. 4 i 5 u.f.i., fundusz może wystąpić do KNF z wnioskiem o wyrażenie zgody na: 1) zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa na okres dłuższy niż dwa tygodnie, nieprzekraczający jednak dwóch miesięcy, lub 2) odkupywanie jednostek uczestnictwa w ratach w okresie nieprzekraczającym sześciu miesięcy, przy zastosowaniu

proporcjonalnej redukcji lub przy dokonywaniu wypłat z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa. Fundusz może wprowadzić ograniczenie częstotliwości odkupywania jednostek uczestnictwa na zasadzie powyższego odstępstwa dopiero po uzyskaniu decyzji KNF wyrażającej zgodę na wprowadzenie tego ograniczenia i określającej szczegółowe warunki realizacji tej procedury (art. 89 ust. 5 u.f.i.). Niezależnie od powyższego, na każdym funduszu otwartym, którego jednostki uczestnictwa są zbywane lub odkupywane również na obszarze innych państw członkowskich UE, spoczywa obowiązek skierowania zawiadomienia o zawieszeniu odkupywania tych jednostek nie tylko wobec KNF, lecz również wobec właściwych organów państw członkowskich UE, na terytoriach których jednostki tego funduszu są zbywane lub odkupywane, przy czym niezależnie od tego KNF również ma obowiązek poinformować stosowne organy państw członkowskich UE (art. 89 ust. 6 i 7 u.f.i.).

Dodatkowym ograniczeniem formalnym realizacji prawa żądania odkupu jednostek uczestnictwa, które były przedmiotem zastawu zabezpieczającego wierzytelność, która uprzednio stała się wymagalna (art. 83 ust. 7 u.f.i.), jest uzależnienie wypłaty należnej uczestnikowi (zastawcy) kwoty od przedstawienia przez niego pokwitowania wierzyciela, stwierdzającego wygaśnięcie wierzytelności zabezpieczonej zastawem.

W odniesieniu do specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego ustawa przewiduje odmienny tryb odkupywania jednostek uczestnictwa. Mianowicie, zgodnie z art. 113 ust. 2 u.f.i. statut takiego funduszu może określać warunki, w jakich może być podniesione przez uczestnika żądanie odkupienia jednostek, w tym termin zgłoszenia przez uczestnika zamiaru żądania odkupienia jednostek lub termin wypłaty przez fundusz kwot pieniężnych z tytułu odkupienia tych jednostek. Rozwiązanie to jest nieco zbliżone do opisanej poniżej procedury wykupu certyfikatów inwestycyjnych w funduszach zamkniętych.

Roszczeniem odpowiadającym roszczeniu uczestnika o odkup jednostek uczestnictwa jest w przypadku funduszy zamkniętych statutowo przyznane **uprawnienie do żądania wykupu certyfikatów** wyemitowanych przez fundusz i w pełni opłaconych, które w chwili wykupu podlegają umorzeniu z mocy prawa (art. 139 ust. 1, 2 i 6 u.f.i.). Tym samym, wykup certyfikatów skutkuje wyeliminowaniem ich z obrotu prawnego, a w konsekwencji wygaśnięciem podstawy uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym¹⁷².

¹⁷² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 515.

Jednakże zauważyć należy, iż w przypadku realizacji złożonej przez uczestnika dyspozycji wykupu jedynie części certyfikatów przysługujących temu uczestnikowi, umorzenie tych certyfikatów nie doprowadzi do wygaśnięcia stosunku uczestnictwa nawiązanego pomiędzy inwestorem a funduszem na podstawie umowy o przystąpieniu do funduszu, lecz stanowić będzie modyfikację treści tego stosunku prawnego¹⁷³.

Pod względem możliwości realizacji praw majątkowych wynikających z certyfikatów inwestycyjnych może zachodzić istotna różnica między (i) funduszem zamkniętym, w którego statucie przewidziano możliwość wykupu certyfikatów przez fundusz a (ii) funduszem zamkniętym, którego statut nie przewiduje takiej możliwości. Certyfikaty pierwszego z wymienionych typów funduszy inkorporują bowiem prawo wystąpienia z funduszu w inny sposób aniżeli przez likwidację samego funduszu, względnie zbycie certyfikatów. Prawo to może być zrealizowane w drodze umorzenia certyfikatów *ex lege* z chwilą ich wykupu przez emitenta na żądanie uprawnionego, w trybie i na warunkach określonych statutem (art. 139 ust. 6 u.f.i.). Inaczej jest w przypadku certyfikatów funduszu drugiego z wyżej wymienionych typów, w którym żądanie zaspokojenia wierzytelności w nim inkorporowanej może być skierowane do funduszu wyłącznie w razie jego likwidacji¹⁷⁴. W konsekwencji uznać należy, iż uczestnik funduszu zamkniętego, którego certyfikaty mogą być wykupywane przez fundusz na żądanie inwestora, ma szersze możliwości realizacji swojej wierzytelności wobec funduszu, aniżeli uczestnik funduszu zamkniętego, w którego statucie takiej możliwości nie przewidziano, ponieważ w tym ostatnim przypadku w okresie funkcjonowania funduszu możliwe jest odzyskanie zainwestowanych w funduszu środków pieniężnych jedynie w drodze zbycia certyfikatu w obrocie wtórnym.

Procedura wykupu certyfikatów wymaga szczegółowego unormowania w statucie funduszu, w którym powinny być określone przesłanki, tryb i warunki wykupywania certyfikatów inwestycyjnych oraz terminy i sposób dokonywania ogłoszeń o wykupie certyfikatów. Istotne jest również wyraźne określenie w statucie, czy wykup certyfikatów następuje: (i) na żądanie uczestnika (wykup dobrowolny), czy też (ii) niezależnie

¹⁷³ Por. analogicznie w odniesieniu do funduszy typu otwartego: R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy... cz. I*, s. 45.

¹⁷⁴ Tak: M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 9.

od zgłoszenia takiego żądania (wykup przymusowy lub automatyczny), a także określenie w statucie przypadków wystąpienia wykupu automatycznego (art. 139 ust. 3 u.f.i.).

Cena wykupu certyfikatów inwestycyjnych jest ustalana na podstawie wyceny aktywów funduszu przeprowadzonej według stanu na dzień wykupu i stanowi iloczyn liczby certyfikatów oraz wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (WANCI) (art. 139 ust. 4 w zw. z art. 131 u.f.i.). Na każdym funduszu wykupującym emitowane przez siebie certyfikaty spoczywa obowiązek niezwłocznej wypłaty ceny wykupu na rzecz uczestnika w sposób określony w statucie (w formie pieniężnej lub niepieniężnej – np. w postaci oznaczonych aktywów funduszu), przy czym z tytułu wykupu mogą być pobierane opłaty manipulacyjne, o ile statut przewiduje taką możliwość oraz określa ich maksymalną wysokość i sposób ich pobierania (art. 139 ust. 5 i 7 u.f.i.).

Warunkiem wykupu certyfikatów inwestycyjnych imiennych jest pełne opłacenie ich ceny emisyjnej (art. 139 ust. 2 u.f.i.), a zatem certyfikaty, które zostały wydane przed uiszczeniem pełnej ceny emisyjnej (por. art. 137 ust. 1 u.f.i.) muszą być w pełni pokryte przed realizacją dyspozycji wykupu, ponieważ w przeciwnym razie dochodziłoby do zmniejszenia aktywów funduszu bez odpowiedniego ekwiwalentu majątkowego¹⁷⁵.

W literaturze trafnie podkreśla się, iż dzięki nałożonemu na fundusz obowiązкови dokonywania wyceny aktywów funduszu oraz ustalania, jaka część ich wartości przypada na pojedynczy certyfikat inwestycyjny (art. 131 u.f.i.), uczestnik zgłaszający żądanie wykupu ma dostęp do informacji o wysokości przysługującej mu kwoty wykupu, a *ratio legis* tego rozwiązania należy upatrywać w dążeniu do zapewnienia należytej ochrony interesów uczestników funduszy inwestycyjnych, w szczególności dotyczy to przypadków, gdy wartość aktywów funduszu w krótkich okresach ulega znacznym wahaniom¹⁷⁶.

Konsekwencją umorzenia wykupywanych certyfikatów inwestycyjnych jest odpowiednio: (i) unieważnienie dokumentu certyfikatu (w przypadku certyfikatów niezdematerializowanych) albo (ii) dokonanie odpowiednich zapisów w ewidencji uczestników funduszu (w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów zdematerializowanych), względnie (iii) zapisów na rachunku papierów wartościowych albo rachunku zbiorczym (w przypadku publicznych certyfikatów zdematerializowanych).

¹⁷⁵ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 515.

¹⁷⁶ *Ibidem*, s. 516.

2.1.5. Prawo do otrzymania potwierdzenia nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa

W dalszej kolejności należy wskazać na uprawnienie, które jest ściśle związane z prawem uczestnika funduszu typu otwartego w zakresie żądania zbycia oraz odkupienia jednostek uczestnictwa, a mianowicie **prawo do otrzymania potwierdzenia** dokonanych operacji niezwłocznie po ich dokonaniu¹⁷⁷ (art. 91 ust. 1 u.f.i.), z chwilą ujawnienia stosownego wpisu w rejestrze uczestników funduszu (por. odpowiednio art. 88 ust. 2 u.f.i. – w przypadku zbycia jednostek oraz art. 89 ust. 2 u.f.i. – w przypadku odkupienia jednostek). Potwierdzenie to powinno zawierać: dane identyfikujące uczestnika, nazwę funduszu, datę transakcji, liczbę zbytych lub odkupionych jednostek i ich wartość oraz liczbę posiadanych jednostek po przeprowadzeniu transakcji (art. 91 ust. 2 u.f.i.).

W piśmiennictwie, jeszcze na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., zarysowały się rozbieżne poglądy na temat charakteru prawnego tego potwierdzenia. Według pierwszego stanowiska, dokument ten jest znakiem legitymacyjnym w rozumieniu art. 921¹⁵ k.c., ponieważ stwierdza obowiązek świadczenia po stronie funduszu (dłużnika) na rzecz uczestnika (wierzyciela) i posiada jedynie walor informacyjny, bowiem realizacja uprawnień przez uczestnika nie zależy od jego posiadania¹⁷⁸. Natomiast drugi, dominujący pogląd w doktrynie, co do zasady nie kwestionując informacyjnego charakteru przedmiotowego potwierdzenia, odmawia przyznania mu statusu znaku legitymacyjnego¹⁷⁹, którego podstawową funkcją jest ułatwienie dłużnikowi identyfikacji lub indywidualizacji podmiotu uprawnionego

¹⁷⁷ Obecne brzmienie tego przepisu dopuszcza wyjątkowo doręczanie potwierdzeń w innych terminach lub ich osobisty odbiór, jednakże pod warunkiem wyrażenia pisemnej zgody przez uczestnika funduszu. W literaturze wyrażono pogląd, iż uczestnik może zrzec się tego uprawnienia z uwagi na charakter prawny pisemnego potwierdzenia oraz na wyłącznie informacyjny cel istnienia obowiązku przekazania go uczestnikowi, pomimo braku wskazania w art. 91 u.f.i. takiej możliwości - tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 388.

¹⁷⁸ Tak: A. Chłopecki, *Jednostki uczestnictwa*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 9, s. 32 oraz tenże (w:) *Prawa i obowiązki uczestnika*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 6, s. 20; M. Michalski, D. Szcześniak, *Towarzystwa funduszy powierniczych*, Rzeczpospolita 1996, nr 242 oraz M. Wierzbowski (w:) R. Czerniawski, M. Wierzbowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz*, Warszawa 1996, s. 203 oraz G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 112 i n. Na gruncie ustawy z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (t.j.: Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239 ze zm.), odpowiednikiem pisemnego potwierdzenia było wydawane przez towarzystwo pisemne świadectwo powierzenia środków (por. art. 106 § 1 i 2 p.f.p.).

¹⁷⁹ Tak L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 102 i n. oraz s. 356; G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 390.

do odbioru świadczenia¹⁸⁰. Za słusnością drugiego z przedstawionych stanowisk niewątpliwie przemawia argument, że przepisy u.f.i. nie przyznają funduszowi prawa uzależnienia spełnienia świadczenia od wykazania uprawnienia przez osobę zgłaszającą żądanie odkupienia jednostek uczestnictwa, zaś takie uprawnienie dłużnika jest zaś charakterystyczne dla znaku legitymacyjnego w przypadku jego utraty przez wierzyciela (por. art. 921¹⁵ § 2 k.c.). Istotnym argumentem jest również to, że pisemne potwierdzenie unormowane w art. 91 u.f.i. jest dokumentem imiennym, a zatem sprawdzenie tożsamości jego posiadacza jest objęte nakazem zachowania należytej staranności każdorazowo przez przedstawiciela funduszu.

Co do zasady, potwierdzenie dokonania operacji zbycia lub odkupienia jednostek powinno mieć formę pisemną, tym niemniej, zgodnie ze znowelizowanym brzmieniem art. 91 ust. 1¹⁸¹ u.f.i., dopuszczalne jest również przekazanie uczestnikowi, za jego pisemną zgodą, potwierdzenia zbycia lub odkupienia jednostek przy użyciu trwałego nośnika informacji w rozumieniu definicji legalnej zawartej w art. 2 pkt 41) u.f.i., tzn. nośnika informacji, który łącznie spełniać będzie następujące znamiona: (i) zawiera informacje kierowane osobiście do uczestnika, (ii) umożliwia przechowywanie przez niezbędny czas, wynikający z charakteru informacji oraz celu ich sporządzenia lub przekazania, (iii) umożliwia odtworzenie zawartych na nim informacji w sposób uniemożliwiający ich zmianę co do formy lub treści¹⁸². W piśmiennictwie podkreśla się, że na gruncie przepisów regulujących proces sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość (por. motyw 20 dyrektywy 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 r., Dz. Urz. WE L 271 z 9.10.2002, s. 16; Dz. Urz. UE, rozdz. 6, t. 4, s. 321) wskazano przykładowe rodzaje trwałych nośników, którymi są m.in. dyskietki, płyty CD-ROM, płyty DVD oraz twardy dysk komputera inwestora, na którym przechowywana jest poczta elektroniczna, a także w sposób wyraźny wyłączono z tego zakresu strony internetowe, chyba że spełniają one kryteria zawarte w definicji trwałego nośnika¹⁸³.

W konsekwencji, o ile w zakresie pojęciowym trwałego nośnika będzie się mieścić utrwalenie i przekazanie uczestnikowi funduszu potwierdzenia wykonanych operacji

¹⁸⁰ Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 55.

¹⁸¹ Por. nowelizacja ustawy z 23 listopada 2012 r. (Dz.U. z 2013, poz. 70), która weszła w życie 1 lutego 2013 r.

¹⁸² Por. art. 2 pkt 12 dyrektywy 2002/92/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego, Dz. Urz. WE L 9 z 15.01.2003, s. 3, Dz. Urz. UE, rozdz. 6, t. 4, s. 330.

¹⁸³ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 389.

w formie poczty elektronicznej, to – abstrahując od kwestii zindywidualizowanego charakteru tej informacji i wiążącego się z nim obowiązku przestrzegania tajemnicy zawodowej przez towarzystwo – z reguły poza zakresem tego pojęcia pozostawałoby udostępnienie takiej informacji za pośrednictwem powszechnie dostępnej strony internetowej funduszu lub towarzystwa.

W tym kontekście podkreślenia wymaga fakt, iż zgodnie z dyspozycją § 41 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z 30 kwietnia 2013 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych¹⁸⁴, w przypadku gdy towarzystwo przekazuje klientowi informacje przy użyciu trwałego nośnika informacji, użycie nośnika innego niż papier jest dopuszczalne, jeżeli: (i) uzasadnia to charakter świadczonej usługi; (ii) klient, mając możliwość wyboru pomiędzy przekazaniem informacji na papierze albo za pomocą innego trwałego nośnika informacji, wskazuje wyraźnie ten drugi sposób. Reasumując, wykluczona jest możliwość wydania przez fundusz potwierdzenia wykonanych operacji zbycia lub odkupienia jednostek w formie innej niż pisemna w przypadku, gdy brak jest wyraźnej zgody uczestnika na wydanie potwierdzenia w takiej formie.

Odpowiednikiem pisemnego potwierdzenia w przypadku funduszy zamkniętych emitujących zdematerializowane niepubliczne certyfikaty inwestycyjne jest **zaświadczenie o wpisaniu certyfikatów w ewidencji** uczestników funduszu (art. 136 ust. 3 u.f.i.), natomiast w przypadku funduszy zamkniętych emitujących publiczne certyfikaty inwestycyjne – **imienne świadectwo depozytowe**, które wystawia podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych (względnie rachunek zbiorczy), na którym zapisane są publiczne certyfikaty, na żądanie posiadacza tego rachunku.

Świadectwo depozytowe w rozumieniu definicji legalnej zawartej w art. 9 ust. 2 u.o.i.f. jest potwierdzeniem legitymacji 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 papierów wartościowych, z wyłączeniem prawa uczestnictwa w walnym zgromadzeniu¹⁸⁵. W tym kontekście warto zaznaczyć, że przepis art. 143 ust. 1 pkt 1 u.f.i. stanowi *lex specialis* w stosunku do powołanego art. 9 ust. 2 u.o.i.f., ponieważ świadectwo depozytowe wydawane przez

¹⁸⁴ Dz.U. z 2013 r., poz. 538.

¹⁸⁵ W przypadku spółek publicznych dokumentem stwierdzającym takie prawo jest wydawane na podstawie art. 10a ust. 1 u.o.i.f. zaświadczenie o prawie do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu.

fundusz na podstawie tego przepisu uczestnikowi będącemu posiadaczem rachunku papierów wartościowych, na którym są zapisane certyfikaty inwestycyjne, bądź też będącemu osobą uprawnioną z certyfikatów inwestycyjnych zapisanych na rachunku zbiorczym (art. 6 ust. 1 pkt 2 u.f.i.) uprawnia do udziału w zgromadzeniu inwestorów. Wymienione powyżej rodzaje dokumentów posiadają również znaczenie dowodowe w przypadku sporu co do wierzytelności przysługującej uczestnikowi względem funduszu¹⁸⁶.

Z kolei, w przypadku uczestników posiadających zdematerializowane niepubliczne certyfikaty inwestycyjne wydawane jest na ich żądanie przez podmiot prowadzący ewidencję uczestników funduszu (inny niż towarzystwo¹⁸⁷) **zaświadczenie o zablokowaniu certyfikatów** inwestycyjnych uczestnika w tej ewidencji (por. art. 143 ust. 1 pkt 3 lit. a u.f.i.).

Natomiast w przypadku certyfikatów wyemitowanych w formie dokumentu (art. 6 ust. 1 pkt 3 u.f.i.), w celu udziału w zgromadzeniu inwestorów, uczestnicy powinni uzyskać i złożyć towarzystwu **zaświadczenie depozytariusza o złożeniu certyfikatów w depozycie** (art. 143 ust. 1 pkt 2 u.f.i.).

W kontekście problematyki świadectw i zaświadczeń wydawanych na żądanie uczestnika funduszu w celu wykonywania prawa głosu warto w tym miejscu wspomnieć o szczególnym przypadku **świadectwa depozytowego** wydawanego przez fundusz portfelowy. Mianowicie, jeżeli statut takiego funduszu przewiduje, że jeden certyfikat inwestycyjny odzwierciedla ściśle określony pakiet papierów wartościowych, a uczestnik funduszu jest uprawniony do osobistego wykonywania prawa głosu na walnych zgromadzeniach emitentów papierów wartościowych wchodzących w skład pakietu, to wówczas na żądanie uczestnika fundusz portfelowy wydaje stosowne świadectwo depozytowe, które winno być złożone u danego emitenta najpóźniej na 7 dni przed odbyciem walnego zgromadzenia tego emitenta (art. 181 ust. 1 u.f.i.¹⁸⁸). Świadectwo to

¹⁸⁶ Por. L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 102 i n.

¹⁸⁷ W przypadku, gdy ewidencję uczestników funduszu prowadzi towarzystwo będące organem funduszu, celem udziału w zgromadzeniu inwestorów uczestnik nie musi uzyskiwać odrębnego zaświadczenia – wystarczy, że zgłosi na piśmie zamiar uczestnictwa w zgromadzeniu (por. art. 143 ust. 1 pkt 3 lit. b u.f.i.).

¹⁸⁸ Zamiast osobistego głosowania uczestnik może również wydać funduszowi stosowne dyspozycje co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu emitenta na podstawie papierów wartościowych wchodzących w skład pakietu odzwierciedlonego w posiadanych przez uczestnika certyfikatach inwestycyjnych (art. 181 ust. 1 *in fine* u.f.i.).

ma charakter *sui generis* pełnomocnictwa udzielonego uczestnikowi przez fundusz, z umocowaniem do udziału w walnym zgromadzeniu emitenta i wykonywania prawa głosu z papierów wartościowych wskazanych w tymże świadectwie, przy czym umocowanie to nie może mieć charakteru związanego jakimikolwiek instrukcjami funduszu w zakresie sposobu głosowania (art. 181 ust. 4 i 5 u.f.i.).

Bezpośrednio przed wydaniem świadectwa depozytowego uczestnik zobligowany jest przedłożyć funduszowi zaświadczenie o dokonaniu przez dom maklerski blokady certyfikatów inwestycyjnych na rachunku papierów wartościowych tego uczestnika i na tej podstawie fundusz dokonuje **blokad** na rachunku papierów wartościowych funduszu liczby papierów wartościowych, z których uczestnik może wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu emitenta, którego dotyczy świadectwo depozytowe (art. 181 ust. 2 u.f.i.). Konkretna liczba papierów wartościowych, z których uczestnik może wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu emitenta, ustalana jest przez pomnożenie liczby papierów danego emitenta odzwierciedlonych w certyfikacie uczestnika przez liczbę wszystkich zablokowanych przez uczestnika certyfikatów, z uwzględnieniem odpowiedniego zaokrąglenia w dół do liczby całkowitej (art. 181 ust. 3 u.f.i.). Tym niemniej, z oczywistych względów, liczba papierów wartościowych danego emitenta znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu, z których fundusz może wykonywać prawo głosu na walnym zgromadzeniu tego emitenta, każdorazowo jest pomniejszana o łączną liczbę papierów wartościowych tego emitenta wskazanych we wszystkich świadectwach depozytowych wydanych przez fundusz w zakresie obejmującym papiery wartościowe danego emitenta (art. 181 ust. 8 u.f.i.).

Szczegółowe warunki, tryb i terminy wydawania świadectwa depozytowego powinny być określone w statucie funduszu, przy uwzględnieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 181 ust. 6 i 7 u.f.i.).

2.1.6. Prawo pierwszeństwa objęcia tytułów uczestnictwa

Uczestnikom funduszu zamkniętego może przysługiwać **prawo pierwszeństwa** objęcia certyfikatów inwestycyjnych w ramach kolejnych emisji przeprowadzanych przez fundusz, pod warunkiem jednak wyraźnego przyznania w statucie funduszu takiego uprawnienia oraz określenia sposobu, trybu i zasad jego realizacji (art. 133 u.f.i.). Podobnie, jak w przypadku analogicznych praw w spółkach handlowych wynikających

z samego prawa (tj. prawa poboru akcji – por. art. 433 § 1 k.s.h., prawa pierwszeństwa objęcia udziałów w spółce z o.o. – por. art. 258 § 1 k.s.h.), treścią tego prawa jest przywilej nabycia nowo kreowanych tytułów uczestnictwa w danym podmiocie. Przywilej ten w przypadku funduszu zamkniętego oznacza możliwość objęcia nowych certyfikatów inwestycyjnych w ramach kolejnych emisji organizowanych przez fundusz w stosunku do liczby posiadanych certyfikatów inwestycyjnych przed innymi potencjalnymi inwestorami. Podstawową funkcją prawa pierwszeństwa jest umożliwienie dotychczasowym uczestnikom funduszu utrzymania istniejącego udziału procentowego w ogólnej liczbie certyfikatów funduszu w przypadku dokonywania kolejnych wpłat do funduszu przez nowych inwestorów.

Jak wspomniano powyżej, w statucie funduszu powinny być unormowane zarówno skonkretyzowane warunki przyznania tego prawa, jak i szczegółowa procedura jego realizacji, z zastrzeżeniem utrzymania ustawowego wymogu proporcjonalności obejmowanych certyfikatów do liczby już posiadanych certyfikatów. W tym kontekście należy podzielić stanowisko wyrażone w doktrynie, iż niedopuszczalne jest wprowadzanie w statucie funduszu ograniczeń podmiotowych, polegających na wyłączeniu prawa pierwszeństwa w odniesieniu do określonych osób, podobnie jak ma to miejsce przy prawie poboru akcji¹⁸⁹.

2.1.7. Prawo udziału w podziale majątku likwidacyjnego funduszu

Uprawnieniem majątkowym przysługującym uczestnikowi każdego typu funduszu inwestycyjnego w razie jego likwidacji jest **roszczenie o wypłatę środków pieniężnych** pozostałych po zaspokojeniu wierzycieli funduszu proporcjonalnie do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa. W przypadku uczestników funduszu zamkniętego, w którego statucie nie przewidziano prawa żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych, jest to w zasadzie – pomijając oczywiście możliwość zbycia certyfikatów w obrocie wtórnym – jedyna możliwość odzyskania od funduszu wpłaconych środków pieniężnych¹⁹⁰. Tym niemniej, likwidacja funduszu jest przesłanką wymagalności wierzytelności

¹⁸⁹ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 508.

¹⁹⁰ M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 145. Warto zauważyć, że w świetle regulacji ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. uczestnikom funduszy zamkniętych nie przysługiwało prawo żądania wykupu certyfikatów przez fundusz; przysługiwało ono wyłącznie uczestnikom istniejących na gruncie tej ustawy funduszy mieszanych.

pieniężnych wynikających z każdego rodzaju tytułów uczestnictwa w funduszach, tj. zarówno jednostek uczestnictwa, jak i certyfikatów inwestycyjnych (art. 249 u.f.i.).

Likwidacja funduszu inwestycyjnego jest procesem zmierzającym do zakończenia działalności przez fundusz w drodze ustania jego bytu prawnego, w pierwszej kolejności w celu zaspokojenia wszystkich wierzytelności wobec funduszu przysługujących z jakichkolwiek tytułów prawnych¹⁹¹, w szczególności w drodze zbycia jego aktywów, ściągnięcia należności funduszu, a następnie zaspokojenia wierzycieli funduszu i umorzeniu jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych przez wypłatę uzyskanych środków pieniężnych uczestnikom funduszu, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich jednostek albo certyfikatów, przy czym zbywanie aktywów funduszu w procesie likwidacji powinno być dokonywane z należyтым uwzględnieniem interesów uczestników funduszu inwestycyjnego (art. 249 u.f.i.).

Roszczenia uczestników funduszu w przypadku jego likwidacji, analogicznie jak to ma miejsce np. w przypadku spółek handlowych (por. art. 82 § 2 k.s.h., art. 286 § 1 k.s.h., art. 474 § 1 k.s.h.), podlegają zaspokojeniu z majątku funduszu pozostałego dopiero po zaspokojeniu osób trzecich będących wierzycielami funduszu, co wynika z kolejności czynności likwidatora opisanych w art. 249 ust. 1 u.f.i. oraz § 9 ust. 6 rozporządzenia Rady Ministrów z 21 czerwca 2005 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych¹⁹². Mianowicie, ustawodawca podzielił wszystkich wierzycieli funduszu dychotomicznie na następujące grupy, według kryterium łączącego ich z funduszem stosunku prawnego: (i) do pierwszej grupy zaliczają się wszyscy wierzyciele, których roszczenie opiera się na innym tytule prawnym, aniżeli tytuł uczestnictwa w funduszu¹⁹³, zaś (ii) w drugiej grupie wierzycieli funduszu mieszczą się jego uczestnicy.

Ponieważ roszczenia uczestników funduszu ulegają zaspokojeniu dopiero po wykonaniu zobowiązań innych wierzycieli, warunkiem uzyskania przez nich należnych świadczeń jest pozostawanie w dyspozycji likwidatora środków finansowych wynikających z upłynnienia majątku funduszu po spłaceniu wierzycieli z pierwszej grupy. Należy podzielić pogląd, zgodnie z którym w przypadku zbiegu tytułu uczestnictwa

¹⁹¹ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 465.

¹⁹² Dz.U. z 2005 r., Nr 114, poz. 963 ze zm.

¹⁹³ Należy zwrócić uwagę, że w § 5 ust. 3 pkt 5) rozporządzenia RM w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych jest mowa o wezwaniu „wierzycieli, których roszczenia nie wynikają z tytułu uczestnictwa w funduszu”.

w funduszu z innym tytułem prawnym wierzytelności uczestnik powinien zostać zaspokojony wcześniej, tzn. na etapie zaspokajania należności funduszu względem wierzycieli z pierwszej kategorii¹⁹⁴. Fakt posiadania tytułu uczestnictwa nie może bowiem wpływać na pogorszenie sytuacji danego wierzyciela względem innych wierzycieli.

W sytuacji, gdy środki pozostałe po zaspokojeniu wierzycieli z pierwszej grupy nie wystarczają w pełni na spłacenie należności uczestników, wówczas obowiązuje zasada proporcjonalnego zaspokojenia uczestników w stosunku do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa w funduszu, z uwzględnieniem ewentualnego ich uprzywilejowania dopuszczalnego w przypadku certyfikatów imiennych w funduszach zamkniętych (art. 121 ust. 4 u.f.i.). Wartość tytułów uczestnictwa w funduszu ustalana jest na zasadach ogólnych, tj. w oparciu o wartość aktywów netto tego funduszu, a więc po pomniejszeniu wartości aktywów o zobowiązania funduszu (art. 8 ust. 2 u.f.i.).

Natomiast w razie zaistnienia sytuacji, w której po upłynieniu aktywów i zaspokojeniu wierzycieli pierwszej grupy w funduszu nie ma już środków pieniężnych pozwalających na zaspokojenie wierzytelności uczestników funduszu, wówczas nie otrzymują oni żadnej kwoty należnej z tytułu umorzenia jednostek lub certyfikatów. W ten właśnie sposób realizuje się wobec uczestników ryzyko inwestycyjne związane z potencjalną niewypłacalnością funduszu, które jest immanentną cechą uczestnictwa w każdym przedsięwzięciu gospodarczym przez inwestora, który wyraża zgodę na to ryzyko poprzez przystąpienie do takiego przedsięwzięcia.

Właśnie z uwagi na potrzebę ochrony interesów inwestorów, przepis art. 249 ust. 2 u.f.i. ustanawia istotną dyrektywę postępowania dla likwidatora, zgodnie z którą „zbywanie aktywów funduszu powinno być dokonywane z należyтым uwzględnieniem interesów uczestników funduszu inwestycyjnego”. Dyrektywę tę należy rozumieć w ten sposób, że głównym priorytetem działań likwidatora podczas zbywania aktywów winien być interes uczestników funduszu, skoro wielkość uzyskanych w wyniku tych czynności środków determinuje to, w jakim zakresie zostaną pokryte tytuły uczestnictwa w likwidowanym funduszu¹⁹⁵.

Wierzytelności, które w trakcie postępowania likwidacyjnego funduszu okażą się sporne co do faktu istnienia lub wysokości wierzytelności, likwidator jest zobowiązany

¹⁹⁴ Tak: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 471.

¹⁹⁵ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 472.

zabezpieczyć poprzez złożenie sumy pieniężnej odpowiadającej wartości przedmiotu sporu do depozytu sądowego (§ 8 rozporządzenia RM w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych), podobnie jak w przypadku, gdy nie jest możliwe wypłacenie uzyskanych środków pieniężnych, np. z powodu braku możliwości ustalenia miejsca pobytu wierzyciela (art. 250 u.f.i.).

Po zakończeniu procedury likwidacji, tj. z chwilą wykreślenia z rejestru funduszy inwestycyjnych fundusz traci swój byt prawny, a tym samym przestaje być podmiotem praw i obowiązków, tym niemniej, zgodnie z ogólną zasadą wyrażoną w art. 6 ust. 3 u.f.i., za wcześniej nieujawnione lub niewykonane zobowiązania zlikwidowanego funduszu jego uczestnicy nie będą ponosić odpowiedzialności¹⁹⁶.

2.2. Uprawnienia niemajątkowe (korporacyjne)

2.2.1. Prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników

Na gruncie stanu prawnego obowiązującego od dnia 1 lutego 2013 r. uprawnienie do udziału w zgromadzeniu uczestników i wykonywania głosu na tymże zgromadzeniu przysługuje uczestnikom funduszy inwestycyjnych otwartych¹⁹⁷. Mianowicie, na mocy nowelizacji z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym¹⁹⁸ wprowadzono art. 87a–87f u.f.i., regulujące instytucję **zgromadzenia uczestników**, które w funduszu inwestycyjnym otwartym pełni funkcję obowiązkowego organu nadzorczego, podobnie jak to ma miejsce w przypadku zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów – organów funkcjonujących w funduszach zamkniętych i niektórych specjalistycznych funduszach otwartych. Nadmienić w tym miejscu należy, iż wobec nowelizacji przepisu art. 112 ust. 2¹⁹⁹ u.f.i., począwszy od dnia 4 czerwca 2016 r. zwołanie zgromadzenia uczestników jest obligatoryjne również w specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych.

¹⁹⁶ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 474.

¹⁹⁷ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 360, 439 i 583. Autor konsekwentnie określa te uprawnienia mianem quasi-korporacyjnych.

¹⁹⁸ Dz.U. z 2013 r., poz. 70.

¹⁹⁹ Art. 112 ust. 2 u.f.i. został zmieniony poprzez wykreślenie dotychczasowego zdania drugiego o treści: „*W specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych nie zwołuje się zgromadzenia uczestników*” na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.

W literaturze podkreśla się, że przed wejściem w życie wspomnianej nowelizacji ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. model funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych był w istocie rzeczą modelem umownym w rozumieniu art. 1 ust. 3 dyrektywy UCITS, a fundusze te były zaliczane zasadniczo do osób prawnych o charakterze zbliżonym do typu zakładowego lub niekorporacyjnego, a to z uwagi na fakt, iż uczestnikom tych funduszy nie przysługiwały uprawnienia o charakterze korporacyjnym, pojmowane jako możliwość wywierania wpływu na funkcjonowanie funduszu, a które miałyby służyć ochronie praw uczestników funduszu²⁰⁰.

Konsekwencją przyjęcia modelu niekorporacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego była konieczność zapewnienia ochrony interesu prawnego jego uczestników poprzez sprzężenie działań kontrolnych i nadzorczych depozytariusza, administracyjnego organu nadzoru i innych instytucji, które w założeniu miało na celu zastąpić wewnętrzną kontrolę i kształtowanie działalności funduszu typu korporacyjnego przez uczestników występujących w roli „udziałowców” funduszu²⁰¹. U podstaw tego rozwiązania ustawowego leżała niewątpliwie koncepcja bezpiecznego produktu inwestycyjnego, przeznaczonego dla dużej liczby uczestników (biernych inwestorów), z zasady niedysponujących odpowiednią wiedzą i doświadczeniem w zakresie inwestycji na rynku kapitałowym²⁰². Natomiast w przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych uczestnicy – w założeniu posiadający nieco większą wiedzę i rozeznanie w zakresie decyzji inwestycyjnych funduszu – mogli posiadać pewne uprawnienia kontrolne z uwagi na możliwości ustanowienia w statucie funduszu rady inwestorów, w której mogli zasiadać uczestnicy posiadający określoną liczbę jednostek uczestnictwa²⁰³.

²⁰⁰ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 372 oraz cytowaną tamże literaturę. Wprawdzie *expressis verbis* tenże autor wskazuje na model funkcjonowania wszystkich funduszy inwestycyjnych, to jednak z kontekstu jego wypowiedzi należy wnosić, iż w istocie rzeczy ma na myśli model funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych.

²⁰¹ Tak na gruncie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 13, a także aprobujący ten pogląd na gruncie obecnej ustawy: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 373.

²⁰² Tak G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 373; por. w tej kwestii również: A. Kostrz-Kostecka, *Fundusze inwestycyjne i prywatyzacja banków*, Rzeczpospolita z dnia 1 października 1996 r. oraz M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 188.

²⁰³ Por. M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 147.

W doktrynie wyrażono w tym kontekście trafny pogląd, iż uprawnienia korporacyjne inwestorów mają charakter akcesoryjny wobec ich uprawnień o charakterze majątkowym, ponieważ celem ich istnienia jest zabezpieczenie realizacji tych ostatnich²⁰⁴.

Zgromadzenie uczestników w funduszu inwestycyjnym otwartym zostało wyposażone w prerogatywy o charakterze ściśle nadzorczym, polegające na podejmowaniu uchwał w sprawie wyrażenia zgody wyłącznie na czynności wymienione taksatywnie w art. 87a ust. 1 u.f.i., tj.: (i) rozpoczęcie prowadzenia przez fundusz działalności jako fundusz powiązany lub rozpoczęcie prowadzenia przez subfundusz w funduszu z wydzielonymi subfunduszami działalności jako subfundusz powiązany, (ii) zmianę funduszu podstawowego, (iii) zaprzestanie prowadzenia działalności jako fundusz powiązany, (iv) połączenie krajowe i transgraniczne funduszy, (v) przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo oraz (vi) przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzenia jego spraw przez spółkę zarządzającą. W porównaniu z zakresem kompetencji zgromadzenia inwestorów w funduszu zamkniętym (por. art. 144 u.f.i.) prerogatywy nadzorcze zgromadzenia uczestników w funduszu otwartym zostały ograniczone do spraw kluczowych z punktu widzenia każdego inwestora. Dopełnieniem kompetencji zgromadzenia uczestników są w dużym stopniu ograniczone uprawnienia stanowiące, polegające na przyjmowaniu regulaminu zgromadzenia, określającego w szczególności tryb jego działania i podejmowania uchwał (art. 87a ust. 2 u.f.i.).

W przypadku specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego zgromadzenie uczestników jest zwoływane wyłącznie w celu wyrażenia zgody na: (i) przejęcie zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo lub (ii) przejęcie zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzenia jego spraw przez zarządzającego z UE. Kompetencję do zwołania zgromadzenia w tym funduszu posiada zarządzające nim towarzystwo, zaś w przypadku zawarcia umowy o zarządzanie funduszem (art. 4 ust. 1b u.f.i.), jeżeli ta umowa tak stanowi – zarządzający z UE (art. 113a u.f.i.)²⁰⁵.

²⁰⁴ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 373 oraz M. Bączyk (w:) S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe, t. 4. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 165.

²⁰⁵ Art. 113a u.f.i. został dodany na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.

W piśmiennictwie zauważono, że możliwość wykonywania uprawnień majątkowych przez ich uczestników w przypadku zamiaru dokonania przez towarzystwo czynności określonych w art. 87a ust. 1 u.f.i. została w sposób wystarczający zabezpieczona wymogiem uzyskania zezwolenia organu nadzoru (KNF) na dokonanie tych czynności (por. art. 169b ust. 1, art. 169r pkt 1, art. 208d ust. 1, art. 208t ust. 1, art. 238a ust. 1, art. 272a ust. 1 u.f.i.)²⁰⁶, a tym samym ustanowienie nowego organu funduszu w istocie rzeczy powielającego kompetencje organu administracji publicznej jest rozwiązaniem niezbyt spójnym, mając na uwadze wcześniej przyjęty przez ustawodawcę model nadzoru nad działalnością funduszu otwartego. Dodatkowym argumentem powoływanym w literaturze na poparcie poglądu o niespójności i swoistej „sztuczności” wprowadzonego przez ustawodawcę rozwiązania jest okoliczność, że fundusze inwestycyjne otwarte przeznaczone są dla znacznej liczby inwestorów lokujących w nich z reguły niewielkie sumy pieniężne i oczekujących wysokiej płynności inwestycji, co świadczyć ma o braku zainteresowania aktywnym wykonywaniem praw korporacyjnych na zgromadzeniu uczestników²⁰⁷.

Trudno zgodzić się w całości z powyższym stanowiskiem. O ile bowiem przyznanie zgromadzeniu uczestników kompetencji nadzorczych zbieżnych z wymogami uzyskania zezwolenia KNF istotnie może rodzić pewne wątpliwości co do spójności legislacyjnej, to jednak twierdzenie o braku potrzeby utworzenia zgromadzenia uczestników w funduszu inwestycyjnym otwartym ze względu na istnienie w tego rodzaju funduszu dużej liczby tzw. drobnych inwestorów, potencjalnie niezainteresowanych wykonywaniem prawa głosu na zgromadzeniu, nie wydaje się być trafne. Analogiczną sytuację można bowiem zaobserwować chociażby w spółkach publicznych, których akcje notowane są na rynku regulowanym, a zatem również odznaczają się wysokim stopniem płynności, natomiast prawo udziału w walnym zgromadzeniu i prawo głosu z akcji posiadanych przez akcjonariuszy stanowią immanentne atrybuty tego rodzaju inwestycji, które nie sposób zasadnie kwestionować bez względu na sumę środków ulokowanych przez akcjonariusza. Ideą leżącą u podstaw utworzenia zgromadzenia uczestników w funduszu inwestycyjnym otwartym było umożliwienie podejmowania decyzji przez wszystkich uczestników

²⁰⁶ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 373-374. Autor podaje w tym kontekście również inny sposób zabezpieczenia wykonania uprawnień majątkowych uczestnika – w postaci możliwości odkupienia jednostek uczestnictwa w terminach wskazanych w art. 84 ust. 1 u.f.i.

²⁰⁷ Tak G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 373-374.

w kwestiach najbardziej kluczowych i strategicznych dla funkcjonowania funduszu – z tego punktu widzenia rozwiązanie to należy ocenić pozytywnie.

Uprawnienie do uczestnictwa w zgromadzeniu uczestników przyznane zostało uczestnikom funduszu, którzy wpisani są do rejestru uczestników na koniec drugiego dnia roboczego poprzedzającego dzień zgromadzenia uczestników, przy czym w przypadku uczestnictwa w zgromadzeniu funduszu z wydzielonymi subfunduszami uprawnienie to przysługuje wyłącznie uczestnikom tego subfunduszu – w odniesieniu do uchwał podejmowanych wyłącznie tego subfunduszu (art. 87b ust. 1 u.f.i.). Lista uczestników uprawnionych do udziału w zgromadzeniu jest sporządzana przez podmiot prowadzący rejestr uczestników funduszu (najczęściej jest nim tzw. agent transferowy) na podstawie danych personalnych inwestorów, figurujących w rejestrze uczestników na koniec przedostatniego dnia roboczego poprzedzającego dzień odbycia zgromadzenia przez podmiot prowadzący ten rejestr oraz przekazywana towarzystwu w następnym dniu roboczym poprzedzającym dzień zgromadzenia uczestników (art. 87b ust. 2 u.f.i.).

Rozwiązaniem zabezpieczającym przed zmianą składu osobowego uczestników w porównaniu ze sporządzoną listą uczestników jest ustawowe **zawieszenie obrotu** jednostkami funduszu lub subfunduszu począwszy od początku dnia poprzedzającego dzień zgromadzenia uczestników aż do końca dnia zgromadzenia uczestników (art. 87b ust. 3 u.f.i.). Lista uczestników zgromadzenia stanowi informację objętą tajemnicą zawodową (art. 280 ust. 2 u.f.i.), dlatego też podczas zgromadzenia inwestorom udostępniana może być jedynie informacja o ogólnej liczbie głosów przysługujących posiadaczom zbytych i nieodkupionych jednostek uczestnictwa oraz o wymogach dotyczących ważności zgromadzenia ze względu na liczbę reprezentowanych jednostek uczestnictwa (art. 87d ust. 2 u.f.i.), a także informacja o niezbędnej większości głosów do podjęcia uchwały (art. 87d ust. 6 u.f.i.)²⁰⁸.

Zwołanie zgromadzenia uczestników przez towarzystwo albo spółkę zarządzającą następuje w pierwszej kolejności poprzez dokonanie ogłoszenia zgromadzenia w sposób określony w statucie dla ogłaszania jego zmian (np. na stronie internetowej towarzystwa), a następnie poprzez zawiadomienie każdego z osobna uczestnika funduszu przesyłką poleconą lub na trwałym nośniku informacji (w rozumieniu art. 2 pkt 41 u.f.i.), co najmniej na 21 dni przed planowanym terminem zgromadzenia, z wyszczególnieniem miejsca

²⁰⁸ Tak G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 376.

i terminu zgromadzenia, zdarzenia będącego przyczyną zwołania zgromadzenia (tzn. czynności prawnej wymagającej zgody zgromadzenia), a także podaniem informacji dotyczących zawieszenia zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa funduszu lub subfunduszu zgodnie z art. 87b ust. 3 u.f.i. oraz wskazaniem dnia ustalenia listy uczestników uprawnionych do udziału w zgromadzeniu (art. 87c ust. 1-3 u.f.i.). Ponadto, w razie konieczności podjęcia uchwały o łączeniu się funduszy, organ zwołujący zgromadzenie uczestników funduszu przejmowanego ma obowiązek zawiadomić uczestników o planowanym połączeniu (art. 208o ust. 3 u.f.i.).

Stosownie do dyspozycji art. 87d u.f.i., podejmowanie uchwał na zgromadzeniu uczestników wymaga obecności uczestników reprezentujących co najmniej 50% jednostek uczestnictwa funduszu lub subfunduszu według stanu istniejącego na dzień ustalenia listy uprawnionych do udziału w zgromadzeniu (tj. dwa dni robocze przed terminem zgromadzenia). Uczestnik funduszu otwartego może wziąć udział w zgromadzeniu uczestników osobiście lub przez pełnomocnika działającego na podstawie pełnomocnictwa udzielonego w formie pisemnej pod rygorem nieważności. Jednostka uczestnictwa w funduszu zawsze uprawnia do oddania tylko jednego głosu, co implikuje niedopuszczalność zbywania przez fundusz jednostek uprzywilejowanych co do głosu (art. 87d ust. 5 u.f.i.). W piśmiennictwie słusznie zauważono, że o ile każdemu uczestnikowi funduszu przysługuje prawo udziału w zgromadzeniu uczestników, które jest związane z posiadaniem co najmniej ułamkowej części jednostki uczestnictwa, o tyle uprawnienie do wykonywania prawa głosu jest zależne od posiadania co najmniej jednej całej jednostki uczestnictwa²⁰⁹. W przypadku określenia przez towarzystwo na etapie tworzenia funduszu bardzo wysokiej początkowej wartości jednostki uczestnictwa (mającej znaczenie jedynie rozrachunkowe, tzn. będącej wyznacznikiem wartości wierzytelności przysługującej względem funduszu), może w praktyce spowodować pozbawienie drobnych inwestorów możliwości wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników – pomimo posiadania uprawnienia do udziału w zgromadzeniu.

Powzięcie uchwały przez zgromadzenie uczestników wymaga każdorazowego udzielenia przez zarząd towarzystwa stosownej rekomendacji wraz ze stosownymi wyjaśnieniami i odpowiedzi na pytania uczestników w przedmiocie kluczowych zagadnień

²⁰⁹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 379. Autor przywołuje w tym kontekście czysto teoretyczny przypadek, w którym na zgromadzeniu żaden z uczestników funduszu nie posiada pełnej jednostki uczestnictwa i nie może wykonywać prawa głosu.

związanych ze zdarzeniem, na które zgromadzenie ma wyrazić zgodę (art. 87d ust. 3 w zw. z art. 87a ust. 1 u.f.i.). Każdemu uczestnikowi przysługuje również ustawowe uprawnienie do zainicjowania dyskusji w przedmiocie zasadności wyrażenia zgody na konkretne zdarzenie lub czynność (art. 87d ust. 4 u.f.i.). Przebieg zgromadzenia uczestników i podjęte uchwały wymagają umieszczenia ich w protokole sporządzonym przez notariusza pod rygorem nieważności (art. 87d ust. 7 u.f.i. w zw. z art. 73 § 2 k.c.).

Wszystkie uchwały na zgromadzeniu uczestników zapadają większością 2/3 głosów uczestników obecnych lub reprezentowanych na zgromadzeniu uczestników (art. 87d ust. 6 u.f.i.). Rozwiązanie to jest w literaturze krytykowane jako prowadzące w praktyce do marginalizacji roli zgromadzenia uczestników i uniemożliwienia mu wyrażenia zgody na dokonanie czynności określonych w art. 87a ust. 1 u.f.i.²¹⁰.

2.2.2. Prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu inwestorów

W przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego organem o potencjalnie znacznie szerszych kompetencjach aniżeli zgromadzenie uczestników w funduszu inwestycyjnym otwartym jest **zgromadzenie inwestorów** (art. 142–144 u.f.i.)²¹¹. Mianowicie, z jednej strony zgromadzenie inwestorów posiada w funduszu zamkniętym prerogatywy kontrolne, podobnie jak rada inwestorów w funduszu specjalistycznym otwartym (por. art. 140 ust. 1 i art. 144 ust. 7 u.f.i.), z drugiej zaś strony konstrukcja prawna tego organu została ukształtowana częściowo na wzór zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia w spółkach handlowych, a zatem organu wyposażonego w prerogatywy stanowiące, polegające na wyrażaniu zgody na zmianę statutu funduszu w określonych sytuacjach (por. art. 144 ust. 3 pkt 3 i 6 u.f.i.), a także kompetencje zatwierdzające, polegające na rozpatrywaniu i zatwierdzaniu sprawozdań finansowych funduszu, połączonych sprawozdań finansowych funduszu z wydzielonymi subfunduszami

²¹⁰ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 380. Autor wskazuje również na pozorną zgodność regulacji u.f.i. dotyczących *quorum* i większości niezbędnej do podejmowania uchwał z art. 44 dyrektywy UCITS IV, a to z uwagi na brak zróżnicowania bowiem wymaganego *quorum* w odniesieniu do łążeń krajowych i transgranicznych, a nadto w porównaniu z wymogami obowiązującymi przy łączeniu spółek (por. art. 506 § 1 k.s.h. w zw. z art. 87a u.f.i.). Por. w tej kwestii również: Komisja Nadzoru Finansowego, *Dyrektywa 2009/65/WE UCITS IV – wyzwania dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, źródło: www.knf.gov.pl.

²¹¹ Na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. zgromadzenie inwestorów przewidziane było jako obligatoryjny organ wyłącznie w przypadku istniejącego na gruncie tej ustawy specjalistycznego funduszu zamkniętego.

oraz sprawozdań jednostkowych subfunduszy – w terminie 4 miesiące po upływie każdego roku obrotowego (por. art. 144 ust. 6 u.f.i.).

Zgromadzenie inwestorów może odbywać się w miejscu siedziby funduszu lub w innym miejscu na terytorium RP wyznaczonym w statucie (art. 142 ust. 1 u.f.i.) i jest ono zwoływane przez towarzystwo, które w tym celu ma obowiązek dokonać ogłoszenia co najmniej na 21 dni przed terminem odbycia zgromadzenia. Uczestnicy funduszu, posiadający co najmniej 10% certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu, mają prawo żądać od towarzystwa zwołania zgromadzenia, składając w tym celu pisemne oświadczenie zarządowi towarzystwa. Brak reakcji ze strony zarządu towarzystwa na zgłoszone żądanie uprawnionych uczestników w terminie 14 dni od daty zgłoszenia żądania, upoważnia tychże uczestników do wystąpienia ze stosownym żądaniem do sądu rejestrowego, który może upoważnić wnioskodawców do zwołania zgromadzenia na koszt towarzystwa (art. 142 ust. 2–4 u.f.i.). Procedura ta jest wzorowana na analogicznym rozwiązaniu mającym zastosowanie w przypadku zwoływania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej lub spółce komandytowo-akcyjnej (por. art. 400–401 w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h.). Innym rozwiązaniem zaczerpniętym z unormowań Kodeksu spółek handlowych (por. art. 240 oraz art. 405 § 1 k.s.h.) jest dopuszczalność – pod warunkiem stosownego unormowania w statucie funduszu – podejmowania przez zgromadzenie inwestorów funduszu zamkniętego nieposiadającego statusu publicznego (w rozumieniu art. 2 pkt 39 u.f.i.) uchwał pomimo braku formalnego zwołania, jeżeli na zgromadzeniu reprezentowane są wszystkie certyfikaty inwestycyjne danego funduszu i nikt z obecnych uczestników nie zgłosił sprzeciwu co do odbycia zgromadzenia inwestorów lub wniesienia poszczególnych spraw do porządku obrad (art. 142 ust. 2a²¹² u.f.i.). Uchwały zgromadzenia inwestorów co do zasady wymagają *ad solemnitatem* sporządzenia protokołu notarialnego, o ile statut funduszu nie przewiduje w tym zakresie zwykłej formy pisemnej (art. 144 ust. 8²¹³ u.f.i.).

Ustawowo uregulowany minimalny zakres kompetencji zgromadzenia inwestorów (art. 144 ust. 3 u.f.i.) obejmuje wyrażanie zgody na: (i) zmianę depozytariusza, (ii) emisję nowych certyfikatów inwestycyjnych, (iii) zmianę statutu funduszu w zakresie wyłączenia

²¹² Przepis art. 142 ust. 2a u.f.i. obowiązuje od dnia 4 grudnia 2011 r. na mocy nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r. (Dz.U. Nr 234, poz. 1389).

²¹³ Według brzmienia tego przepisu sprzed 13 stycznia 2009 r. statut funduszu nie mógł zmienić wymogu obligatoryjnej formy aktu notarialnego (por. ustawa z 4 września 2008 r., Dz.U. Nr 231, poz. 1546).

prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych, (iv) emisję obligacji, (v) przekształcenie (konwersję) certyfikatów inwestycyjnych imiennych w certyfikaty na okaziciela oraz (vi) zmianę statutu funduszu, którego certyfikaty inwestycyjne dotychczas nie były oferowane w drodze oferty publicznej, ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani też wprowadzane do alternatywnego systemu obrotu, polegającą na wprowadzeniu jednego z ww. trybów emisji publicznej (nadmienić należy, iż zgodnie z art. 117a ust. 1 u.f.i. taka zmiana statutu wymaga ponadto uzyskania zezwolenia KNF), przy czym trzy ostatnie z wymienionych uchwał wymagają do swej skuteczności uzyskania głosów uczestników reprezentujących co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu (art. 144 ust. 4 u.f.i.). W tym kontekście podkreślenia wymaga okoliczność, że wobec braku szczególnej sankcji przewidzianej w ustawie, którakolwiek z wymienionych w ustawie czynności prawnych dokonana bez wymaganej zgody zgromadzenia inwestorów jest z mocy prawa nieważna (art. 58 k.c.).

Co do zasady, w każdym certyfikacie inwestycyjnym inkorporowane jest prawo do jednego głosu na zgromadzeniu inwestorów (art. 121 ust. 6 u.f.i.), tym niemniej, w zależności od treści statutu, certyfikatowi inwestycyjnym imiennym może być przypisane uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu, przy czym jednemu certyfikatowi można przyznać nie więcej niż dwa głosy (art. 121 ust. 7 u.f.i.). Zauważyć w tym kontekście należy, iż analogiczne ograniczenia obowiązują również w prawie spółek handlowych (por. art. 174 § 4 k.s.h. – trzy głosy w przypadku udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością; art. 352 k.s.h. – dwa głosy w przypadku akcji imiennych w spółce akcyjnej).

Bardzo ważnym uprawnieniem zgromadzenia inwestorów jest także podejmowanie uchwały o rozwiązaniu funduszu, również wymagającej kwalifikowanej większości 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu (art. 144 ust. 1 u.f.i.). Specyfiką funduszu zamkniętego jest to, że kompetencja do podejmowania uchwały w przedmiocie rozwiązania funduszu przysługuje również radzie inwestorów (art. 140 ust. 6 u.f.i.), kumulatywnie z uchwałą zgromadzenia inwestorów w tej sprawie. Szerzej na temat tego zagadnienia będzie mowa w rozdziale II pkt 2.2.4 niniejszej rozprawy.

W dalszej kolejności wskazać należy, iż zgody zgromadzenia inwestorów wymaga również decyzja inwestycyjna dotycząca aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% wartości aktywów funduszu, o ile jednak statut funduszu nie stanowi inaczej (art. 144 ust. 5 u.f.i.).

Wszystkie wymienione powyżej kompetencje zgromadzenia inwestorów zostały unormowane przepisami bezwzględnie obowiązującymi (*ius cogens*), a zatem nie mogą być one wyłączone na mocy statutu funduszu.

Statut każdego rodzaju funduszu zamkniętego może rozszerzyć uprawnienia zgromadzenia inwestorów, zaś w przypadku tzw. niepublicznego funduszu zamkniętego może nawet przyznać temu organowi uprawnienia rady inwestorów (art. 144 ust. 7 u.f.i.). W piśmiennictwie słusznie wskazano, iż cechą kolejnych nowelizacji ustawy w zakresie kompetencji zgromadzenia inwestorów było pozostawienie towarzystwu, jako organowi nadającemu statut funduszowi, decyzji co do kształtu oraz zakresu uprawnień jego uczestników w granicach wyznaczonych ustawą, a tym samym konkluduje się, iż nie sposób zakwalifikować funduszy zamkniętych do kategorii osób prawnych typu zakładowego, których konstytutywnym elementem jest substrat majątkowy (jak to ma miejsce w przypadku funduszy otwartych), właśnie z uwagi na stopniowo rozszerzane w praktyce uprawnienia uczestników kształtujące funkcjonowanie funduszy zamkniętych i przybliżające je do osób prawnych typu korporacyjnego²¹⁴.

W tym kontekście warto również wspomnieć o specyficznym wyłączeniu dla funduszu zamkniętego portfelowego unormowaniu (art. 181 u.f.i.), umożliwiającym uczestnikom tego szczególnego podtypu funduszu bezpośrednio wykonywanie prawa głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy emitentów papierów wartościowych wchodzących w skład portfela funduszu. Podstawową przesłanką dopuszczalności przyznania danemu uczestnikowi tego prawa jest uregulowanie *expressis verbis* w statucie funduszu tego uprawnienia w odniesieniu do ściśle określonej grupy certyfikatów inwestycyjnych, które odzwierciedlają określony pakiet papierów wartościowych w spółkach akcyjnych (względnie w spółkach komandytowo-akcyjnych). Wspomniany przepis art. 181 u.f.i. przewiduje dwa tryby realizacji przedmiotowego uprawnienia przez uczestnika funduszu portfelowego: 1) **bezpośredni** – wymagający dokonania następujących czynności (w kolejności chronologicznej): (i) przedłożenie przez uczestnika towarzystwu dokumentu potwierdzającego blokadę certyfikatów inwestycyjnych na rachunku papierów wartościowych tego uczestnika, wydane go przez dom maklerski, (ii) dokonanie blokady na rachunku papierów wartościowych funduszu przypadającej

²¹⁴ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 372-373 oraz M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 673.

na certyfikaty uczestnika liczby papierów wartościowych, (iii) przedłożenie zarządowi emitenta świadectwa depozytowego wydanego przez fundusz – najdalej na tydzień przed datą planowanego walnego zgromadzenia, a także 2) **pośredni** – zakładający wydanie funduszowi dyspozycji (instrukcji) w zakresie sposobu wykonywania prawa głosu z papierów wartościowych odzwierciedlonych w certyfikatach należących do uczestnika. Szczegółowe zasady, tryb i terminy wydawania świadectwa depozytowego (które nie ma przymiotu papieru wartościowego²¹⁵) określa statut funduszu, przy uwzględnieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 181 ust. 6 i 7 u.f.i.).

W odniesieniu do trybu pośredniego wykonywania prawa głosu, wobec bardzo lakonicznej regulacji ustawowej, w piśmiennictwie wyrażono postulat *de lege ferenda*, zgodnie z którym dyspozycja uczestnika co do sposobu głosowania przez fundusz powinna w sposób bardzo szczegółowy określać warunki dotyczące wykonywania prawa głosu z papierów wartościowych wchodzących w skład pakietu, określając np. konkretny sposób podziału zysku, pokrycia straty, udział w dywidendzie i jej wysokość, kierunki rozwoju spółki, bądź też sposób głosowania co do uchwał w zakresie funkcjonowania i oceny działalności organów spółki²¹⁶. Nie kwestionując co do zasady powyższego sposobu sformułowania dyspozycji głosowania, stwierdzić należy, iż *de lege lata* możliwe są również inne, bardziej ogólne metody określenia treści dyspozycji głosowania, nie wykluczając w tym względzie również stosowania klauzul generalnych, polegających np. na poleceniu głosowania zgodnie z rekomendacją zarządu spółki albo zgodnie ze sposobem głosowania określonych akcjonariuszy. Pod względem formy prawnej nie ulega wątpliwości, że dla celów dowodowych dyspozycja powinna być udzielona co najmniej na piśmie. Podobnie, jak w przypadku pełnomocnictwa do wykonywania prawa głosu, dyspozycja do głosowania udzielana funduszowi portfelowemu może być odwołana przez uczestnika bez wskazania konkretnej przyczyny i w każdym czasie umożliwiającym realizację zmiany decyzji uczestnika przez fundusz. Należy zatem podzielić pogląd, wedle którego w takim przypadku fundusz jest związany decyzją uczestnika i traci legitymację do wykonywania czynności w imieniu i na rzecz uczestnika²¹⁷.

²¹⁵ Por. P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 618 oraz powołaną tam literaturę.

²¹⁶ Por. P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 620.

²¹⁷ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 621.

Liczba papierów wartościowych uprawniających danego uczestnika funduszu portfelowego do wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu danego emitenta jest ustalana każdorazowo przez fundusz – w drodze pomnożenia liczby danego emitenta, odzwierciedlonych w certyfikacie inwestycyjnym przez liczbę wszystkich zablokowanych przez uczestnika certyfikatów inwestycyjnych. W przypadku, gdy ustalona w ten sposób liczba papierów wartościowych nie jest liczbą całkowitą, następuje zaokrąglenie tej liczby w dół do liczby całkowitej (art. 181 ust. 3 u.f.i.). W konsekwencji, fundusz portfelowy jest uprawniony do wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu danego emitenta tylko z liczby papierów wartościowych znajdujących się w portfelu funduszu, pomniejszonych o łączną liczbę papierów wartościowych danego emitenta, co do których fundusz wydał świadectwa depozytowe swoim uczestnikom (art. 181 ust. 8 u.f.i.).

Czynność wydania uczestnikowi przez fundusz świadectwa depozytowego w sensie jurydycznym jest równoznaczna z udzieleniem pełnomocnictwa danemu uczestnikowi do udziału w walnym zgromadzeniu konkretnego emitenta, z umocowaniem do wykonywania prawa głosu z papierów wartościowych wskazanych w danym świadectwie, jednakże bez możliwości zawężenia zakresu przedmiotowego pełnomocnictwa, np. poprzez wskazanie uczestnikowi szczegółowych instrukcji co do sposobu głosowania na podstawie papierów wartościowych objętych świadectwem depozytowym (art. 181 ust. 4 i 5 u.f.i.).

2.2.3. Prawo zaskarżania uchwał zgromadzenia uczestników

Na mocy nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych uchwalonej w dniu 23 listopada 2012 r.²¹⁸ wprowadzono kolejny rodzaj uprawnień uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego o charakterze korporacyjnym, a mianowicie prawo zaskarżenia do sądu uchwał zgromadzenia uczestników sprzecznych z prawem w drodze powództwa o stwierdzenie ich nieważności (art. 87e-87f u.f.i.). Instytucja ta jest niewątpliwie wzorowana na analogicznych rozwiązaniach obowiązujących w spółkach handlowych (por. art. 252 k.s.h. – w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz art. 425 k.s.h. – w przypadku spółki akcyjnej oraz komandytowo-akcyjnej, na zasadzie odesłania z art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h.), tym niemniej odpowiada ona specyficznym cechom funduszu inwestycyjnego otwartego. Uczestnicy funduszu nie są natomiast uprawnieni do żądania uchylenia uchwały zgromadzenia sprzecznej ze statutem funduszu, jak to ma miejsce

²¹⁸ Dz.U. z 2013 r., poz. 70. Przepisy art. 87e-87f u.f.i. weszły w życie z dniem 1 lutego 2013 r.

w przypadku wspólników spółek handlowych (por. art. 249-250 i art. 422 k.s.h.), a tym samym nie jest możliwe poddanie kontroli uchwały zgromadzenia uczestników ze statutem funduszu, w tym również w zakresie dotyczącym trybu działania zgromadzenia i podejmowania przez nie uchwał (art. 87a ust. 2 u.f.i.).

Uprawnienie do poddania uchwały zgromadzenia uczestników sądowej kontroli zgodności z prawem nie przysługuje wszystkim uczestnikom danego funduszu, lecz tylko uczestnikom spełniającym ściśle określone przesłanki formalne z art. 87e ust. 2 u.f.i. Mianowicie, legitymowanymi czynnie do wytoczenia przedmiotowego powództwa²¹⁹ są wyłącznie: (i) uczestnicy, którzy głosowali przeciwko uchwale, a po jej powzięciu zażądali zaprotokołowania sprzeciwu, (ii) uczestnicy bezzasadnie niedopuszczeni do udziału w zgromadzeniu uczestników, (iii) uczestnicy, którzy nie byli obecni na zgromadzeniu uczestników – wyłącznie w przypadku wadliwego zwołania zgromadzenia uczestników. Wytoczenie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały ograniczone jest również terminem zawitym wynoszącym 1 miesiąc od dnia podjęcia uchwały (art. 87e ust. 4 u.f.i.). Mając na względzie względy spójności systemu prawa należy podzielić pogląd, zgodnie z którym utrata statusu uczestnika w następstwie zbycia wszystkich posiadanych jednostek uczestnictwa w trakcie procesu, tj. przed dniem zamknięcia rozprawy (por. art. 316 § 1 k.p.c.) skutkować będzie co do zasady pozbawieniem uczestnika legitymacji czynnej – analogicznie jak to ma miejsce na gruncie prawa spółek handlowych²²⁰.

W odniesieniu do zagadnienia stwierdzenia nieważności uchwał zgromadzenia uczestników należy przychylić się wyrażanego w doktrynie stanowiska, iż nie jest możliwe wytoczenie odrębnego powództwa o ustalenie w trybie art. 189 k.p.c. – podobnie, jak przyjmuje się w przypadku uchwał zgromadzeń w spółkach handlowych. Dopuszczenie takiej możliwości stanowiłoby bowiem istotny wyłom w systemie prawnym i podważałoby sens norm prawnych wynikających z art. 87e ust. 2 i 4 u.f.i., ograniczających krąg podmiotów legitymowanych do wytoczenia powództwa oraz zakreślających termin

²¹⁹ Na zasadach ogólnych legitymacja czynna przysługiwać będzie również prokuratorowi (por. art. 7 k.p.c.), Przewodniczącemu KNF (art. 6 ust. 1 u.n.r.f.) oraz Rzecznikowi Praw Obywatelskich (por. art. 14 pkt 4 ustawy z dnia 15 lipca 1987 r. o Rzeczniku Praw Obywatelskich, t.j.: Dz.U. z 2017 r., poz. 958 ze zm.) – w obydwu przypadkach na prawach przysługujących prokuratorowi, stosownie do dyspozycji art. 7 k.p.c.). Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 382.

²²⁰ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 381 oraz powołane tam orzecznictwo.

do wytoczenia powództwa, które to ograniczenia nie obowiązują w przypadku powództwa o ustalenie²²¹.

Kolejnym wzorowanym na prawie spółek handlowych²²² rozwiązaniem w ramach instytucji zaskarżenia uchwał zgromadzenia uczestników jest wprowadzenie możliwości zasądzenia przez sąd na wniosek towarzystwa od uczestnika (powoda) na rzecz funduszu (pозwanego) kwoty do dziesięciokrotnej wysokości kosztów sądowych (według tzw. norm przepisanych) oraz wynagrodzenia jednego adwokata lub radcy prawnego, niezależnie od możliwości dochodzenia przez fundusz odszkodowania w drodze odrębnego powództwa – w przypadku wytoczenia bezzasadnego powództwa w stopniu oczywistym (tzn. weryfikowalnym bez potrzeby przeprowadzenia gruntownej analizy materiału dowodowego – art. 87e ust. 5 u.f.i.).

Nieważność uchwały zgromadzenia uczestników sprzecznej z prawem, z uwagi na podobieństwo instytucji prawnych, należy oceniać przez pryzmat poglądów orzecznictwa i doktryny wypracowanych na gruncie prawa spółek handlowych, wśród których najbardziej powszechny wydaje się być pogląd, zgodnie z którym uchwała sprzeczna z prawem jest dotknięta sankcją nieważności *ex lege*²²³, zaś wyrok sądu stwierdzający nieważność uchwały ma charakter deklaratoryjny, a zatem potwierdzający nieważność i bezskuteczność uchwały *ex tunc*²²⁴. Rozstrzygnięcie sądu o legalności uchwały zgromadzenia uczestników podejmowane jest zawsze w kontekście ocenianego *in concreto* aktu o charakterze wewnątrzorganizacyjnym²²⁵, w sposób niezależny od ewentualnych uchybień popełnionych przy podejmowaniu innych uchwał tego samego

²²¹ Por. w tej kwestii wyrok SN z dnia 31 sierpnia 1949 r., sygn. I C 1132/49, PiP 1950, z. 2, s. 132, a także G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 382 i powołana tam literatura.

²²² Por. w tej kwestii art. 423 § 2 i art. 425 § 5 w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h. – w odniesieniu do wytaczanych oczywiście bezzasadnie powództw o uchylenie uchwał walnych zgromadzeń spółki akcyjnej i komandytowo-akcyjnej.

²²³ Por. A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do art. 1-300 Kodeksu spółek handlowych*, Warszawa 2016, kom. do art. 252 k.s.h. i cytowana tam literatura; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2014, kom. do art. 252 k.s.h.; odmiennie: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 381 oraz A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 250 i cyt. tam literatura.

²²⁴ Tak: wyrok SN z dnia 17 września 1993 r., II CRN 96/93, OSNC 1994, nr 9, poz. 180; wyrok SA w Katowicach z dnia 13 czerwca 2000 r., I ACz 669/00, PG 2000, nr 12, s. 54; odmiennie: uchwała 7 sędziów SN z dnia 18 września 2013 r. (III CZP 13/13, OSNC 2014, nr 3, poz. 23), w którym Sąd Najwyższy przyjął, że wyrok stwierdzający nieważność sprzecznej z ustawą uchwały zgromadzenia wspólników sp. z o.o. lub uchwały walnego zgromadzenia spółki akcyjnej ma charakter konstytutywny. Stanowisko to zostało poddane powszechnej krytyce w doktrynie – por. A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, kom. do art. 252 k.s.h. i cyt. tam literatura.

²²⁵ Por. wyrok SN z dnia 18 lipca 2014 r., IV CSK 640/13, LEX nr 1511816.

lub innego zgromadzenia uczestników. Należy jednocześnie uznać za słuszne stanowisko, wedle którego sprzeczność z ustawą uchwały zgromadzenia uczestników powinna być rozumiana szeroko, tzn. obejmować nie tylko obowiązujące przepisy u.f.i. oraz aktów wykonawczych wydanych na jej podstawie, lecz również unormowania wynikające z bezwzględnie obowiązujących przepisów innych ustaw, Konstytucji RP, ratyfikowanych umów międzynarodowych oraz nadających się do bezpośredniego stosowania aktów prawa Unii Europejskiej²²⁶.

Prawomocność wyroku sądu stwierdzającego nieważność uchwały zgromadzenia uczestników ma charakter rozszerzony (art. 365 § 1 k.p.c.), ponieważ wywołuje on skutek prawny obowiązujący zarówno w stosunkach między funduszem a wszystkimi uczestnikami, jak i między funduszem a towarzystwem. W konsekwencji, wyrok oddalający powództwo uczestnika wywrze skutki wyłącznie między stronami postępowania (*inter partes*), a zatem w przypadku późniejszego wytoczenia powództwa przez innego uprawnionego uczestnika (co jednak z uwagi na stosunkowo krótki ustawowy termin wydaje się być w praktyce mało prawdopodobne) nie zachodzi powaga rzeczy osądzonej wobec takiego uczestnika funduszu²²⁷. Orzeczenie podlega obligatoryjnemu zgłoszeniu sądowi rejestrowemu przez towarzystwo niezwłocznie po uprawomocnieniu. Nieważność uchwały zgromadzenia uczestników, stwierdzona prawomocnym wyrokiem sądu, spełnia funkcję równoznaczną z podjęciem uchwały negatywnej, tzn. odmawiającej wyrażenia zgody na określone zdarzenie lub czynność będącą przedmiotem uchwały uznanej za nieważną (art. 87f u.f.i.).

2.2.4. Prawo uczestnictwa w radzie inwestorów

W odniesieniu do obu rodzajów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, tzn. specjalistycznego funduszu otwartego i funduszu zamkniętego, odznaczających się stosunkowo ograniczonym kręgiem potencjalnych inwestorów, lokujących w funduszu najczęściej znaczne środki finansowe, ustawodawca przewidział możliwość utworzenia rady inwestorów jako *sui generis* organu o charakterze kontrolnym i nadzorczym, którego

²²⁶ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 381; por. w kontekście uchwał zgromadzeń w spółkach handlowych: M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek...*, uwagi do art. 252 k.s.h.; M. Safjan (w:) K. Pietrzykowski (red.) *Kodeks cywilny. Komentarz, t. I*, Warszawa 2008, s. 315; S. Sołtysiński, *Czy „istnieją” uchwały „nieistniejące” zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, PPH 2006, nr 2, s. 7.

²²⁷ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 382-383.

zasadniczy zakres kompetencji obejmuje kontrolę realizacji celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowania ograniczeń inwestycyjnych, poprzez przyznane radzie prerogatywy w zakresie możliwości przeglądania ksiąg i dokumentów funduszu oraz żądania wyjaśnień od towarzystwa lub zarządzającego z UE – w przypadku zawarcia umowy o zarządzanie funduszem (por. art. 114 ust. 3 u.f.i. oraz art. 140 ust. 3 u.f.i.).

W przypadku specjalistycznego funduszu otwartego, księgi i dokumenty powinny być udostępniane członkom rady inwestorów w sposób uniemożliwiający identyfikację innych uczestników funduszu przez członków rady, a ponadto obowiązek udostępnienia nie obejmuje rejestru uczestników funduszu, natomiast w przypadku funduszu zamkniętego brak jest analogicznych ograniczeń, co uzasadnione jest ściśle ograniczonym kręgiem uczestników funduszu zamkniętego (por. art. 114 ust. 3 i 4 oraz art. 140 ust. 3 u.f.i.). Kontrola dokumentów może mieć charakter jednostkowy (tj. dotyczyć np. wybranej transakcji funduszu) lub problemowy (tj. dotyczyć np. problemu realizacji określonego celu inwestycyjnego) i może być przeprowadzana w oparciu o kryterium legalności, celowości lub gospodarności²²⁸. W razie stwierdzenia nieprawidłowości w powyższym zakresie, rada inwestorów ma obowiązek wezwania towarzystwa (lub zarządzającego UE) do niezwłocznego ich usunięcia, jak również ma obowiązek zawiadomienia KNF o stwierdzonych nieprawidłowościach (por. art. 114 ust. 5 u.f.i. oraz art. 140 ust. 5 u.f.i.).

Rada inwestorów jest fakultatywnym organem kontrolnym w specjalistycznym funduszu otwartym (art. 114 ust. 1 u.f.i.), jak również w funduszu zamkniętym, przy czym w tym ostatnim funduszu funkcje kontrolne mogą być powierzone alternatywnie zgromadzeniu inwestorów (art. 140 ust. 1 u.f.i.)²²⁹. U podstaw dopuszczenia możliwości utworzenia rady inwestorów w funduszu specjalistycznym otwartym leży możliwość ukształtowania w tym funduszu modelu polityki inwestycyjnej w sposób przewidziany w ustawie dla funduszy zamkniętych (por. art. 113 ust. 3 u.f.i.), a także znaczne ograniczenie możliwości wystąpienia uczestnika ze specjalistycznego funduszu otwartego w porównaniu z funduszem otwartym. Z drugiej strony, wykonując swoje uprawnienia kontrolne, rada inwestorów może w skrajnych przypadkach doprowadzić nawet

²²⁸ Por. szerzej w tej kwestii: P. Pilarczyk, *Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako spółka akcyjna*, Kraków 1999, s. 121-123.

²²⁹ Do takiej konkluzji prowadzi wykładnia literalna przepisu art. 140 ust. 1 u.f.i. (spójnik „lub” oznaczający alternatywę łączną) oraz inne przepisy ustawy i jej aktów wykonawczych – por. np. § 7 ust. 3 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21.06.2005 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2005 r., Nr 114, poz. 963).

do rozwiązania funduszu, co stanowi swoistą formę kolektywnego wystąpienia z funduszu²³⁰. W literaturze reprezentowany jest również dość kontrowersyjny pogląd, wedle którego uprawnienie do uczestnictwa w radzie inwestorów nie jest uprawnieniem korporacyjnym uczestnika wynikającym z posiadania tytułów uczestnictwa w funduszu, lecz wynikającym z uznania przez ustawodawcę doniosłości przekroczenia progu posiadanych tytułów uczestnictwa w stosunku do ich całkowitej liczby²³¹.

W skład rady inwestorów utworzonej w **specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym** mogą wchodzić – po uprzednim wyrażeniu zgody na piśmie:

- 1) uczestnicy posiadający jednostki uczestnictwa reprezentujące ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa w danym funduszu; względnie
- 2) w przypadku, gdy statut funduszu tak stanowi – przedstawiciel uczestników funduszu reprezentujących łącznie ponad 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa w tym funduszu, wybrany przez nich po zawiadomieniu funduszu o takim zamiarze, z zastrzeżeniem wyrażenia przez tę osobę pisemnej zgody na udział w radzie inwestorów (art. 115 ust. 1 i 2 u.f.i.). *Lege non distinguente* przedstawicielem uczestników funduszu może być jeden z uczestników albo osoba nie będąca uczestnikiem funduszu.

W bezpośrednim związku z powyższą regulacją pozostają określone obowiązki nałożone w ustawie na fundusz (art. 115 ust. 2-4 u.f.i.), a w szczególności: (i) obowiązek monitorowania, czy danemu uczestnikowi przysługuje prawo udziału w radzie inwestorów oraz czy danej grupie uczestników przysługuje prawo wyboru swojego przedstawiciela w radzie inwestorów; (ii) obowiązek każdorazowego zawiadamiania inwestora o powstaniu prawa członkostwa w radzie inwestorów w związku z uzyskaniem przez niego więcej niż 5% ogólnej liczby jednostek uczestnictwa, a także zawiadamiania go o ustaniu tego prawa w związku z zmniejszeniem liczby posiadanych przez niego tytułów; a także (iii) obowiązek zawiadamiania danej grupy uczestników o spełnieniu przez nich wymagań statutowych co do prawa wyboru przedstawiciela w radzie inwestorów (jeżeli statut przewiduje takie uprawnienie dla uczestników).

²³⁰ Tak: L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 426. Autor powołuje się na rządowe uzasadnienie do projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych.

²³¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 447 i 521 oraz cytowana tam literatura.

Rada inwestorów może rozpocząć obrady dopiero w momencie, gdy co najmniej 3 uczestników (lub ich przedstawicieli) funduszu spełni warunki, o których mowa w art. 115 ust. 1 i 2 u.f.i., a w przypadku zmniejszenia się liczby uprawnionych poniżej tego progu rada inwestorów ma obowiązek zawiesić swoją działalność do czasu spełnienia przesłanek członkostwa przez co najmniej 3 osoby (art. 115 ust. 3, 6 i 7 u.f.i.).

Ustanie członkostwa w radzie inwestorów następuje z dniem złożenia przez członka rady rezygnacji, bądź też z dniem zawiadomienia inwestora przez fundusz o zmniejszeniu liczby posiadanych przez niego jednostek poniżej progu wymaganego ustawą (art. 115 ust. 5 u.f.i.). Uprawnienia i obowiązki wynikające z członkostwa w radzie są wykonywane przez członka osobiście lub przez osoby uprawnione do jego reprezentacji (w przypadku członków niebędących osobami fizycznymi), natomiast członek rady będący osobą fizyczną nie może być reprezentowany przez pełnomocnika, co w kontekście dopuszczenia takiej możliwości w funduszach zamkniętych może rodzić pewne kontrowersje²³² (por. art. 115 ust. 8 u.f.i. oraz art. 140 ust. 6 u.f.i.). Każdej jednostce uczestnictwa przypisane jest prawo do jednego głosu w radzie inwestorów, niezależnie od tego, czy jednostka uczestnictwa ta należy do członka rady, czy też uczestników, którzy ustanowili swojego przedstawiciela w radzie (art. 115 ust. 8 i 9 u.f.i.).

Natomiast w **funduszu inwestycyjnym zamkniętym** członkiem rady inwestorów może być wyłącznie uczestnik, który: (i) posiada ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych w danym funduszu, (ii) wyraził pisemną zgodę na udział w radzie oraz (ii) dokonał blokady swoich certyfikatów w liczbie przewyższającej 5% ogólnej liczby certyfikatów na rachunku papierów wartościowych (publiczne certyfikaty) lub w ewidencji uczestników (niepubliczne zdematerializowane certyfikaty) albo zdeponował u depozytariusza posiadane certyfikaty w formie dokumentu w liczbie przewyższającej 5% ogólnej liczby certyfikatów, przy czym każdy certyfikat objęty blokadą reprezentuje prawo do jednego głosu na forum rady inwestorów (art. 141 ust. 1 i 1a²³³ u.f.i.), niezależnie od istnienia ewentualnego uprzywilejowania certyfikatu w zakresie liczby głosów na zgromadzeniu inwestorów w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów

²³² Na gruncie art. 115 ust. 8 u.f.i. przyjęto wyłącznie koncepcję przedstawicielstwa ustawowego i przedstawicielstwa ograniczonego do grupy uczestników, wykluczając tym samym indywidualne przedstawicielstwo umowne osób fizycznych. Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 448.

²³³ Art. 141 ust. 1a został wprowadzony ustawą z dnia 4 września 2008 r. (Dz.U. Nr 231, poz. 1546), która obowiązuje od 13 stycznia 2009 r.

zdematerializowanych (art. 121 ust. 7 u.f.i.). W piśmiennictwie podkreśla się, iż rozstrzygnięcie kwestii, czy uczestnik może być członkiem rady inwestorów, następuje w drodze ustalenia, czy została dokonana blokada papierów wartościowych na rachunku uczestnika oraz poprzez instytucję pisemnego świadectwa depozytowego, wystawianego na podstawie art. 9 ust. 1 u.o.i.f.²³⁴.

Członkostwo w radzie inwestorów funduszu zamkniętego ustaje z dniem złożenia przez członka rady rezygnacji lub z dniem odwołania przez niego wspomnianej blokady certyfikatów (art. 141 ust. 3 u.f.i.). Na analogicznych zasadach do obowiązujących w specjalistycznym funduszu otwartym, rada inwestorów funduszu zamkniętego może obradować, jeżeli co najmniej 3 uczestników spełnia warunki członkostwa – w przypadku zmniejszenia tej liczby poniżej minimalnego progu rada zawiesza działalność i wznawia ją dopiero w razie spełnienia ustawowych przesłanek przez co najmniej 3 osoby (art. 141 ust. 2, 4 i 5 u.f.i.). Członek rady inwestorów może wykonywać swoje uprawnienia i obowiązki osobiście lub przez osoby uprawnione do jego reprezentacji (w przypadku uczestnika nie będącego osobą fizyczną), jednakże – inaczej niż w specjalistycznym funduszu otwartym – członek rady może być również reprezentowany przez jednego pełnomocnika (art. 141 ust. 6 u.f.i.).

Odmienne aniżeli w pierwotnym brzmieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., w aktualnym stanie prawnym na funduszu zamkniętym nie spoczywa już obowiązek zawiadamiania uczestnika o spełnianiu lub niespełnianiu przez niego wymogów członkostwa w radzie inwestorów (obowiązek ten nadal istnieje w przypadku specjalistycznego funduszu otwartego). Powyższy obowiązek z pewnością powodował w praktyce istotne komplikacje w funkcjonowaniu funduszy zamkniętych, a to wobec braku obowiązku prowadzenia rejestru uczestników funduszu, co w przypadku emisji certyfikatów na okaziciela skutkowało brakiem możliwości kontrolowania liczby certyfikatów posiadanych przez każdego uczestnika²³⁵.

W przypadku specjalistycznych funduszy otwartych co do zasady uchwały rady podejmowane są bezwzględną większością głosów oddanych (art. 115 ust. 9 *in fine* u.f.i.).

²³⁴ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 521. Szerzej na temat instytucji świadectwa depozytowego będzie mowa w rozdziale II, pkt. 2.1.5, niniejszej rozprawy

²³⁵ Por. szerzej w tej kwestii L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 427. Możliwość taka istnieje w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów zdematerializowanych (ewidencja uczestników – por. art. 123 ust. 2-4 u.f.i.) oraz tzw. niepublicznych imiennych certyfikatów w formie dokumentu, jeżeli zgodnie ze statutem mają one ograniczoną zbywalność lub mogą być wydawane bez opłacenia w całości ceny emisyjnej (księga certyfikatów inwestycyjnych – por. art. 122 ust. 3 u.f.i.).

Przepisy u.f.i. nie regulują natomiast rodzaju większości głosów przy podejmowaniu zwykłych uchwał przez radę w funduszu zamkniętym, pozostawiając tę kwestię postanowieniom statutu funduszu i regulaminowi rady inwestorów (art. 140 ust. 2 u.f.i.).

W obu omawianych typach funduszy uchwała rady inwestorów o rozwiązaniu funduszu wymaga uzyskania kwalifikowanej większości 2/3 ogólnej liczby tytułów uczestnictwa funduszu (por. art. 114 ust. 6 u.f.i. oraz art. 140 ust. 6 u.f.i.)²³⁶. W drodze uchwały o rozwiązaniu funduszu jest realizowane najdalej idące uprawnienie nadzorcze rady inwestorów, będące reakcją inwestorów na niewłaściwe zarządzanie funduszem przez towarzystwo (lub zarządzającego z UE) z przyczyn innych niż sprzeczność z prawem²³⁷. Co do zasady, przypadek rozwiązania funduszu w tym trybie należy uznać jako przejaw zgodnej woli większości inwestorów najbardziej zaangażowanych finansowo w funduszu co do wycofania zainwestowanych środków. Tym niemniej, zawsze w takim przypadku może pojawić się pewna wątpliwość co do zapewnienia należytej ochrony interesom inwestorów nie uczestniczących w radzie inwestorów, a zarazem nie zgadzających się na rozwiązanie funduszu. Zważywszy jednak, że każdy inwestor, przystępując do funduszu, wyraża zgodę na treść statutu, w tym również na jego postanowienia dotyczące przyczyn rozwiązania funduszu na skutek podjęcia uchwały przez radę inwestorów, należy przyjąć, iż jest on w pełni świadomy przesłanek podjęcia takiej uchwały, a zatem dalsza ochrona tej kategorii inwestorów nie wydaje się być uzasadniona. Natomiast w przypadku kontroli bieżącej działalności funduszu to KNF władna jest podjąć stosowne środki nadzorcze, zaś rola rady inwestorów ogranicza się do zawiadomienia tego organu o nieprawidłowościach stwierdzonych w trybie kontroli. W konsekwencji, istniejące *de lege lata* rozwiązanie prawne należy ocenić jako wystarczające z punktu widzenia zabezpieczenia interesu inwestorów mniejszościowych w funduszu.

W przypadku funduszu zamkniętego statut może również rozszerzyć uprawnienia rady inwestorów, przyznając jej wpływ na politykę inwestycyjną funduszu, a w szczególności poprzez uprawnienie do wiążącego dla zarządzającego funduszem towarzystwa albo zarządzającego z UE złożenia **sprzeciwu** wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych, jeżeli w skład rady inwestorów wchodzi uczestnicy

²³⁶ Warto nadmienić, iż w pierwotnym brzmieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. dla skuteczności uchwały rady o rozwiązaniu funduszu wymagane było uzyskanie jedynie bezwzględnej większości głosów. W późniejszym okresie obowiązywania tej ustawy wprowadzono jednak kwalifikowaną większość 2/3 głosów celem zapewnienia należytej ochrony uczestników funduszu.

²³⁷ Por. P. Pilarczyk, *Towarzystwo...*, s. 122.

posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu (art. 140 ust. 4 u.f.i.).

Ponadto, w przypadku funduszu zamkniętego niebędącego publicznym funduszem inwestycyjnym kompetencje nadzorcze rady inwestorów mogą być statutowo rozszerzone o **uprawnienia przysługujące zgromadzeniu inwestorów**, w szczególności o pewne uprawnienia stanowiące, o których mowa w art. 144 ust. 3 i 4 u.f.i., jeżeli w skład rady inwestorów wchodzi uczestnicy posiadający łącznie co najmniej 50% ogólnej liczby certyfikatów funduszu. W takim przypadku uczestnicy reprezentujący łącznie ponad 5% ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych tego funduszu mają również uprawnienie do wyboru wspólnego przedstawiciela do rady inwestorów (art. 140 ust. 4a²³⁸u.f.i.).

W tym kontekście warto również wspomnieć o szczególnej normie dyspozytywnej, wynikającej z art. 144 ust. 7 u.f.i., na mocy której statut funduszu zamkniętego nie będącego publicznym funduszem inwestycyjnym może przyznać zgromadzeniu inwestorów uprawnienia rady inwestorów. Wobec braku wyraźnej regulacji w ustawie, kwestią dyskusyjną jest, czy w sytuacji przyznania radzie inwestorów uprawnień zgromadzenia inwestorów statut powinien jednocześnie przyznać zgromadzeniu uprawnienia rady, dokonując swoistej „zamiany” kompetencji organów funduszu. Konstrukcję taką ustawodawca najwyraźniej pozostawił potrzebom praktyki obrotu, z tym jednakże zastrzeżeniem, że statut funduszu nie może całkowicie wygasić uprawnień zgromadzenia inwestorów, ponieważ sprzeciwiałoby się to potrzebie ochrony interesu prawnego tzw. mniejszościowych uczestników funduszu zamkniętego.

2.2.5. Prawo do informacji o sytuacji funduszu

Niezwykle istotnym z punktu widzenia ochrony interesu prawnego inwestorów jest przyznane uczestnikom funduszu **uprawnienie do uzyskiwania informacji o sytuacji ekonomicznej i prawnej funduszu**²³⁹. Korelatem tego uprawnienia są określone w ustawie obowiązki informacyjne ciążące na towarzystwie jako organie funduszu. Niezależnie od obowiązków podawania do publicznej wiadomości określonych informacji, dotyczących wszystkich typów funduszy, na funduszu inwestycyjnym typu otwartego,

²³⁸ Przepis ten został dodany na mocy nowelizacji ustawy z dnia 4 września 2008 r. (Dz.U. Nr 231, poz. 1546), która weszła w życie w dniu 13 stycznia 2009 r.

²³⁹ Por. A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 49.

a w pewnych sytuacjach również na dystrybutorach jednostek uczestnictwa funduszu, spoczywają szczególne obowiązki informacyjne względem uczestników tego funduszu.

W pierwszej kolejności, przy każdym zbywaniu jednostek uczestnictwa podstawowym obowiązkiem funduszu typu otwartego wobec osoby nabywającej jednostki uczestnictwa jest nieodpłatne **udostępnienie kluczowych informacji dla inwestorów** oraz umożliwienie zapoznanie się z nimi przed nabyciem jednostek uczestnictwa (art. 222 ust. 1 u.f.i. – dawniej: skrótu prospektu informacyjnego²⁴⁰). W razie zbywania jednostek uczestnictwa funduszu za pośrednictwem dystrybutorów (agentów), o których mowa w art. 32 ust. 1 pkt 2 i 3 lub ust. 2 u.f.i., przedmiotowy obowiązek spoczywa na tych podmiotach, którym fundusz inwestycyjny ma obowiązek dostarczyć w żądanej liczbie kluczowe informacje dla inwestorów (art. 222 ust. 2 u.f.i.). Jeżeli natomiast oświadczenia woli związane z przystąpieniem do funduszu są przyjmowane za pośrednictwem osób fizycznych pozostających w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze z towarzystwem lub podmiotem pośredniczącym w zbywaniu jednostek uczestnictwa, przedmiotowy obowiązek informacyjny jest wykonywany za pomocą tych osób (art. 222 ust. 3w zw. z art. 33 ust. 1 u.f.i.).

Dalsze obowiązki informacyjne funduszu związane ze zbywaniem jednostek uczestnictwa obejmują: 1) obowiązek udostępnienia informacji o planowanym zgromadzeniu uczestników zawierającej dane, o których mowa w art. 87c ust. 3 u.f.i. wraz z kluczowymi informacjami dla inwestorów – aktualizujący się w dniu ogłoszenia o zwołaniu zgromadzenia uczestników funduszu, a także 2) obowiązek udostępnienia informacji o planowanym połączeniu funduszu z innym funduszem wraz z kluczowymi informacjami dla inwestorów – aktualizujący się w dniu odbycia zgromadzenia uczestników zwołanego w związku z planowanym połączeniem funduszy, z wyjątkiem sytuacji, gdy zgromadzenie uczestników funduszu nie podjęło ważnej uchwały o wyrażeniu zgody na połączenie (art. 222 ust. 4 i 5 u.f.i.).

W następnej kolejności, na każdym funduszu otwartym oraz specjalistycznym funduszu otwartym spoczywa również obowiązek nieodpłatnego doręczenia uczestnikowi funduszu, na każde jego żądanie, określonych w ustawie dokumentów informacyjnych funduszu, a w szczególności: prospektu informacyjnego wraz z aktualnymi informacjami

²⁴⁰ Na mocy nowelizacji ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. (Dz.U. z 2013 r., poz. 70), która weszła w życie w dniu 1 lutego 2013 r. skrót prospektu informacyjnego został zastąpiony dokumentem zawierającym kluczowe informacje dla inwestorów.

o zmianach w tym prospekcie, jak również rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych, połączonych sprawozdań finansowych funduszu z wydzielonymi subfunduszami oraz sprawozdań jednostkowych subfunduszy – w sposób określony w kluczowych informacjach dla inwestorów oraz prospekcie informacyjnym funduszu, przy czym na żądanie uczestnika funduszu sprawozdania finansowe powinny być mu dostarczane na papierze (art. 222 ust. 6 i 8 u.f.i.). Zgodnie z dyspozycją art. 222 ust. 7 u.f.i., kluczowe informacje dla inwestorów oraz prospekt informacyjny wraz z aktualnymi informacjami o zmianach w tym prospekcie mogą być udostępnione uczestnikowi w formie elektronicznej lub za pośrednictwem strony internetowej, jednakże na żądanie inwestora lub uczestnika funduszu powinny one być mu dostarczone bezpłatnie w formie pisemnej.

Dodatkowym obowiązkiem informacyjnym każdego funduszu inwestycyjnego otwartego, działającego jako fundusz powiązany, jest bezpłatne udostępnianie każdemu uczestnikowi tego funduszu, na jego żądanie, również prospektu informacyjnego oraz rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych funduszu podstawowego (art. 222 ust. 9 u.f.i.).

Niezależnie od powyższych obowiązków informacyjnych wobec uczestnika funduszu, istotnym elementem kontroli i nadzoru sprawowanego przez KNF nad funkcjonowaniem funduszy i towarzystw są również określone obowiązki informacyjne nałożone na te podmioty przez ustawę. Mianowicie, oprócz obowiązków udzielania informacji uczestnikom funduszu oraz publikacji określonych danych, fundusz inwestycyjny oraz towarzystwo funduszy inwestycyjnych zostały zobligowane do informowania organu nadzoru o przebiegu ich działalności. Należy tu wymienić w szczególności:

- 1) obowiązek funduszu inwestycyjnego dotyczący zawiadamiania Komisji o terminach i treści dokonanych ogłoszeń dotyczących zmian statutu funduszu niewymagających lub wymagających zezwolenia Komisji (art. 24 ust. 9 u.f.i.);
- 2) obowiązek funduszu otwartego dotyczący informowania Komisji o fakcie zawieszenia zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa, które są zbywane lub odkupywane również na terytorium innych państw członkowskich UE (art. 89 ust. 6 u.f.i.);
- 3) obowiązek funduszu otwartego w zakresie przekazywania Komisji prospektów informacyjnych i kluczowych informacji dla inwestorów niezwłocznie po ich

sporządzeniu oraz zmian do tych dokumentów niezwłocznie po ich wprowadzeniu, a także rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych (w przypadku funduszu z wydzielonymi subfunduszami – rocznych i półrocznych połączonych sprawozdań finansowych funduszu oraz rocznych i półrocznych sprawozdań jednostkowych subfunduszy) niezwłocznie po ich zbadaniu przez biegłego rewidenta (art. 222 ust. 10 i 12 u.f.i.);

- 4) obowiązek funduszu oraz towarzystwa (względnie zarządzającego UE) w zakresie dostarczania Komisji okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej, a na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela – towarzystwo, fundusz lub spółka zarządzająca funduszem mają obowiązek dostarczania także innych informacji, dokumentów lub wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru (art. 225 ust. 1 i 2 u.f.i.).

Obowiązki informacyjne określone w art. 222 ust. 10 u.f.i. należy odróżnić od wymogów przewidzianych w art. 225 ust. 1 i 2 u.f.i., choćby z uwagi na fakt, iż te pierwsze zostały nałożone wyłącznie na fundusze inwestycyjne otwarte, podczas gdy te drugie dotyczą wszystkich typów funduszy. Inne jest też przeznaczenie sprawozdań objętych tymi przepisami. Sprawozdania roczne i półroczne są bowiem skierowane przede wszystkim do inwestorów, podczas gdy okresowe sprawozdania i bieżące informacje są przeznaczone wyłącznie na użytek organu nadzoru²⁴¹. Wskazane obowiązki informacyjne mają na celu wzmocnienie uprawnień kontrolnych Komisji, umożliwiając jej zapoznanie się z aktualną sytuacją finansową funduszy oraz towarzystw, a tym samym ułatwiając jej przeprowadzenie właściwej kontroli.

W dalszej kolejności wymienić należy również dodatkowe obowiązki informacyjne ciążące wyłącznie na niektórych rodzajach funduszy inwestycyjnych, a w szczególności: obowiązek funduszu inwestycyjnego otwartego będącego funduszem powiązaniem dostarczania Komisji prospektu informacyjnego, kluczowych informacji dla inwestorów oraz ich zmian, a także rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych funduszu podstawowego (art. 222 ust. 11 u.f.i.).

Ponadto, na wszystkich funduszach inwestycyjnych otwartych (i odpowiednio specjalistycznych funduszach otwartych) spoczywa również istotny z punktu widzenia prawa uczestników do informacji o funduszu obowiązek zapewnienia nieodpłatnej

²⁴¹ Por. L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 453.

dostępności w miejscach zbywania jednostek uczestnictwa wskazanych w prospekcie informacyjnym – rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych, połączonych sprawozdań finansowych funduszu z wydzielonymi subfunduszami oraz sprawozdań jednostkowych subfunduszy, a także samego prospektu informacyjnego funduszu wraz z wszelkimi zmianami w tymże prospekcie. Informacje o tych zmianach powinny być udostępniane ponadto na bieżąco na stronach internetowych wskazanych w statucie funduszu wraz z tekstem ujednoczonym kluczowych informacji dla inwestorów, obejmującym wszystkie zmiany (art. 222 ust. 13 i 14 u.f.i.).

Natomiast zakres obowiązków informacyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych co do zasady uzależniony jest od tego, czy emitują one publiczne, czy też niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. O ile bowiem w przypadku pierwszego typu funduszy, obowiązane są one do udostępniania do publicznej wiadomości lub wiadomości zainteresowanych inwestorów prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne w sposób określony przepisami ustawy o ofercie publicznej (art. 219 ust. 3 u.f.i.), to w przypadku funduszy emitujących niepubliczne certyfikaty przewidziany jest – analogicznie jak w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych – obowiązek udostępniania na żądanie uczestnika funduszu rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych, w tym połączonych sprawozdań funduszy z wydzielonymi subfunduszami oraz sprawozdań jednostkowych subfunduszy, niezwłocznie po ich zbadaniu lub przeglądzie przez biegłego rewidenta (art. 219 ust. 4 u.f.i.). Podobnie, jak ma to miejsce w przypadku innych informacji publikowanych przez towarzystwo, wyżej wymienione informacje dla uczestnika funduszu powinny w sposób rzetelny przedstawiać sytuację finansową funduszu oraz ryzyko związane z uczestnictwem w funduszu.

3. Klasyfikacja obowiązków uczestnika funduszu

3.1. Zagadnienia ogólne

Uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym uzależnione jest przede wszystkim od powierzenia funduszowi środków pieniężnych, w zamian za które wydawane są tytuły uczestnictwa. W konsekwencji każdy inwestor, zawierając z funduszem umowę o przystąpienie do funduszu i nabycie tytułów uczestnictwa, zobowiązuje się do przekazania funduszowi określonej ilości środków pieniężnych, bądź określonych praw

majątkowych w zamian za przyznanie mu odpowiedniej liczby tytułów uczestnictwa²⁴². Od spełnienia tego świadczenia przez inwestora uzależniony jest akt zbycia przez fundusz jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, następujący odpowiednio z chwilą wpisania ich nabywcy do rejestru uczestników, bądź też wydania dokumentów certyfikatów albo wpisania ich na rzecz nabywcy odpowiednio w ewidencji uczestników funduszu, względnie zapisania ich na rachunku papierów wartościowych inwestora.

Rodzaje, maksymalna wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających fundusz, w tym wynagrodzenie towarzystwa oraz terminy, w których najwcześniej może nastąpić pokrycie poszczególnych rodzajów kosztów stanowią obligatoryjną materię regulacyjną statutu funduszu (art. 18 ust. 2 pkt 14 u.f.i.). W przypadku przekroczenia przez towarzystwo ustalonego w statucie funduszu dopuszczalnego limitu kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu, jest ono zobowiązane do pokrycia powstałego stąd niedoboru z własnego majątku²⁴³, co podlega kontroli depozytariusza i Komisji (por. art. 71 i art. 225 u.f.i.).

Powyższe uregulowania mają w założeniu służyć zabezpieczeniu interesu uczestników przed ewentualnymi nadużyciami towarzystwa, polegającymi na zawyżaniu kosztów obsługi funduszu, co w efekcie prowadziłoby do nieuzasadnionego uszczuplenia wartości aktywów netto funduszu.

3.2. Obowiązek dokonania wpłaty na poczet tytułów uczestnictwa

Konstrukcja nabycia tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym implikuje dokonanie wpłaty przez inwestora co do zasady przed przyznaniem mu statusu uczestnika. Warunkiem *sine qua non* przydziału i wydania, zarówno jednostek uczestnictwa, jak i certyfikatów inwestycyjnych, jest wniesienie wkładu do funduszu na warunkach i w terminach przewidzianych w statucie funduszu oraz jego dokumentach emisyjnych. Odstępstwo od tej zasady ustawodawca przewidział wyłącznie w odniesieniu

²⁴² Według stanu prawnego obowiązującego na gruncie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r., inwestor zawierał z towarzystwem umowę o zarządzanie powierzonymi środkami i na tej podstawie był zobowiązany do przekazania towarzystwu określonych środków finansowych. Por. G. Kościelniak, *Fundusze...*, s. 107 i n. W obecnym stanie prawnym, swoiste źródło takiej umowy stanowić może przewidziana w Dziale IX (art. 209-218) ustawy o funduszach inwestycyjnych instytucja zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych (stanowiącym współwłasność łączną posiadaczy tytułów uczestnictwa), jednakże i w tym przypadku (podobnie jak w funduszach inwestycyjnych) mamy do czynienia ze złożeniem i opłaceniem zapisu na tytuły uczestnictwa.

²⁴³ Tak: A. Chłopecki, *Prawa i obowiązki...*, s. 18.

do certyfikatów inwestycyjnych imiennych, które zgodnie z treścią statutu funduszu zamkniętego mogą być wydawane inwestorom jeszcze przed dokonaniem pełnej wpłaty ceny emisyjnej (art. 137 u.f.i.).

Stosownie do dyspozycji art. 7 u.f.i., zawierającego enumeratywnie unormowany zakres przedmiotowy i rodzajowy dopuszczalnych wkładów do funduszu inwestycyjnego, mogą nimi być: (i) środki pieniężne oraz (ii) zdematerializowane papiery wartościowe (dopuszczone i niedopuszczone do obrotu zorganizowanego), o ile zezwala na to statut funduszu, a także (iii) niezdematerializowane (tj. posiadające formę dokumentu) papiery wartościowe, (iv) udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz (v) prawa rzeczowe do nieruchomości – przy czym w trzech ostatnich przypadkach dopuszczalność wniesienia tego rodzaju wkładów uzależniona jest od wyraźnej dyspozycji przepisu ustawowego i postanowienia statutu danego funduszu (art. 7 ust. 2 pkt 2 *in fine* u.f.i.). Pod względem skutków prawnych i ekonomicznych wkłady niepieniężne (aporty) do funduszu inwestycyjnego zostały zrównane z wpłatami pieniężnymi do funduszu (art. 7 ust. 3 u.f.i.).

W ramach procedury tworzenia funduszu inwestycyjnego otwartego niezbędne jest zebranie przez towarzystwo wpłat do funduszu w wysokości określonej w jego statucie, z uwzględnieniem ustawowego wymogu dotyczącego minimalnego progu pierwszej subskrypcji, tj. 4.000.000 zł (art. 15 ust. 1 pkt 4 w zw. z art. 15 ust. 2 u.f.i.). W statucie funduszu może zostać również określona minimalna kwota, za jaką jednorazowo można nabyć jednostki uczestnictwa (art. 88 ust. 3 u.f.i.). Obowiązek dokonania pełnej wpłaty przed przydziałem jednostek uczestnictwa, zarówno na etapie tworzenia funduszu, jak i w trakcie jego działalności, uzasadniony jest koniecznością pozyskania przez fundusz środków służących realizacji celów inwestycyjnych funduszu²⁴⁴.

Wpłaty na poczet tytułów uczestnictwa dokonywane w formie środków pieniężnych lub w formie zdematerializowanych papierów wartościowych, przelewane są odpowiednio na wydzielony rachunek bankowy lub rachunek papierów wartościowych towarzystwa prowadzony przez depozytariusza (art. 28 ust. 1 u.f.i.). Wpłaty pieniężne do funduszu mogą być dokonywane co do zasady w złotych polskich, chyba że statut funduszu zezwala na dokonywanie wpłat w walucie obcej, jeżeli zgodnie ze swoją polityką inwestycyjną fundusz może lokować co najmniej 50% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe

²⁴⁴ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 125.

lub w instrumenty rynku pieniężnego, a tym samym aktywa i pasywa funduszu mogą być ustalane w określonej w statucie walucie obcej (por. art. 13 ust. 1 i 3 u.f.i.). Zasada dokonywania wpłat pieniężnych na poczet jednostek uczestnictwa wyprowadzana jest z samej istoty działania funduszu (art. 3 ust. 1 u.f.i.), zgodnie z którą jest on osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zgromadzonych w drodze proponowania nabycia tytułów uczestnictwa²⁴⁵.

Odstępstwa od tej zasady w przypadku funduszu typu otwartego przewidziano w ustawie w następujących sytuacjach:

- 1) możliwość wnoszenia wkładów w postaci zdematerializowanych papierów wartościowych – w przypadku każdego rodzaju funduszu, pod warunkiem dopuszczenia takiej możliwości w statucie funduszu (art. 7 ust. 2 u.f.i.);
- 2) możliwość dokonywania wpłat w specjalistycznych funduszach otwartych zdematerializowanymi papierami wartościowymi, które uczestnicy nabyli na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie, zgodnie z odrębnymi przepisami, pod warunkiem dopuszczenia takiej możliwości w statucie funduszu (art. 116 u.f.i.)²⁴⁶;
- 3) możliwość dokonywania wpłat w postaci innych aktywów (tzn. instrumentów finansowych innych niż zdematerializowane papiery wartościowe, a także udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub praw do nieruchomości – co do zasady zastrzeżonych dla subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych (art. 128 ust. 1 u.f.i.).

W doktrynie podkreśla się, że *ratio legis* przepisów wprowadzających odstępstwa od zasady wpłaty pieniężnej do funduszu należy doszukiwać się w potrzebie umożliwienia przystąpienia do funduszu również osobom, które posiadają określone aktywa niepieniężne, których spieniężenie w momencie prowadzenia zapisów na tytuły uczestnictwa jest niemożliwe, znacznie utrudnione lub nieopłacalne, względnie osoby te nie są zainteresowane dalszym samodzielnym zarządzaniem tymi aktywami²⁴⁷.

²⁴⁵ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127.

²⁴⁶ W przepisie art. 116 u.f.i. znajduje się odesłanie do preferencyjnych warunków lokowania papierów wartościowych nabytych w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (por. art. 38 ust. 3 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników (t.j.: Dz.U. z 2016 r., poz. 981, 1174 i 2260). Szerzej na ten temat będzie mowa w rozdziale III, pkt 2.2 rozprawy.

²⁴⁷ Tak: R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127.

W przypadku procedury emisji certyfikatów inwestycyjnych, zgromadzenie odpowiedniej liczby zapisów na certyfikaty pociąga za sobą konieczność zebrania korespondującej ze złożonymi zapisami sumy wpłaty do funduszu zamkniętego w wysokości określonej w jego statucie, co do zasady z uwzględnieniem ustawowo przewidzianego minimalnego progu pierwszej subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych, tj. 4.000.000 zł (art. 15 ust. 1 pkt 4 w zw. z art. 15 ust. 2 u.f.i.). Wyjątek od tej zasady stanowi wprowadzone w art. 15 ust. 4 u.f.i. zwolnienie z obowiązku osiągnięcia ww. minimalnego ustawowego progu wpłat do funduszu w przypadku tworzenia funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które nie będą oferowane w drodze oferty publicznej, ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani też wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (art. 15 ust. 1a u.f.i.)²⁴⁸.

Przedmiotem wpłat dokonywanych na poczet złożonych zapisów na certyfikaty inwestycyjne są przede wszystkim środki pieniężne. Ponadto, w każdym funduszu zamkniętym wpłaty mogą być dokonywane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych, pod warunkiem przewidzenia w statucie funduszu takiej możliwości (art. 7 ust. 2 u.f.i.). Natomiast w szczególnych typach funduszy zamkniętych (a takim jest fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych) dopuszczalne jest dokonywanie wpłat w postaci: (i) udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub (ii) praw na nieruchomościach, wyszczególnionych w art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 u.f.i., tj. prawa własności nieruchomości gruntowych, budynkowych, lokalowych oraz prawa użytkowania wieczystego gruntu – również pod warunkiem istnienia stosownej dyspozycji statutowej (art. 128 ust. 1 u.f.i.), z uwzględnieniem szczególnych przepisów ustawy dotyczących dopuszczalności lokat w aktywa nieruchomościowe (por. art. 148 i 149 u.f.i.).

Możliwość wniesienia wkładów niepieniężnych do funduszy zamkniętych z jednej strony podyktowana jest niewątpliwie potrzebą zapewnienia inwestorom w tych funduszach możliwości podejmowania elastycznych decyzji inwestycyjnych, nie pociągających za sobą niekorzystnych ekonomicznie skutków, jakie wiązałyby się z przedwczesnym spieniężeniem tych aktywów, z drugiej zaś strony – potrzebą

²⁴⁸ Przepis dodany na mocy nowelizacji ustawy z 16 września 2011 r. (Dz.U. Nr 234, poz. 1389), która weszła w życie 4 grudnia 2011 r.

zapewnienia inwestorom możliwości powierzenia w pełni profesjonalnemu podmiotowi zarządzania tymi aktywami²⁴⁹.

3.3. Obowiązek ponoszenia kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu

3.3.1. Opłaty manipulacyjne

Przystępując do funduszu inwestycyjnego, z oczywistych względów każdy inwestor musi liczyć się z koniecznością poniesienia pewnych kosztów inwestycji. W tym zakresie wyróżnia się przede wszystkim **opłaty manipulacyjne**, pobierane przez fundusz z tytułu zbycia lub odkupienia (wykupu) tytułów uczestnictwa, tzn. „na wejściu” lub „na wyjściu” z funduszu. W przypadku funduszy inwestycyjnych typu otwartego opłaty manipulacyjne są pobierane w związku ze zbywaniem lub odkupywaniem jednostek uczestnictwa przez fundusz, przy czym statut funduszu powinien określać maksymalną wysokość opłat manipulacyjnych, pozostawiając towarzystwu (lub zarządzającemu z UE) swobodę ich kształtowania w odniesieniu do określonych grup uczestników (por. art. 86 ust. 2 u.f.i.). W literaturze wyrażane jest w tym kontekście zapatrywanie, że samo różnicowanie wysokości opłat manipulacyjnych pobieranych od różnych grup uczestników (np. w zależności od wielkości powierzanych środków lub długości uczestnictwa w funduszu) nie uzasadnia konieczności różnicowania kategorii jednostek uczestnictwa²⁵⁰. Nie mniej jednak, pod tym względem wyróżniane są w doktrynie określone typy jednostek uczestnictwa, różniące się od siebie sposobem pobierania opłaty manipulacyjnej w związku z ich zbyciem lub odkupieniem przez fundusz²⁵¹.

Fundusze inwestycyjne zamknięte są również uprawnione do pobierania opłat manipulacyjnych przy dokonywaniu subskrypcji na certyfikaty inwestycyjne nowych emisji, pod warunkiem jednak, że: (i) statut funduszu przewiduje taką możliwość oraz określa maksymalną wysokość opłat i sposób ich pobierania, zaś (ii) opłaty manipulacyjne nie są wliczane do ceny emisyjnej certyfikatów (art. 132 ust. 2 i 3 u.f.i.). U podstaw tego unormowania leży postulat zapewnienia pełnej transparentności kwot pobieranych przez fundusz od subskrybentów z tytułu nowych emisji certyfikatów inwestycyjnych.

²⁴⁹ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127. Szerzej na temat dokonywania wpłat niepieniężnych do funduszu zamkniętego oraz sposobu ich wyceny będzie mowa w rozdziale III, pkt 3.2 niniejszej rozprawy.

²⁵⁰ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 545.

²⁵¹ Szerzej ta kwestia została omówiona w rozdziale I, pkt 2.2.2 niniejszej rozprawy.

Analogicznie przedstawia się sytuacja przy umorzeniu certyfikatów, ponieważ kwota, po jakiej następuje wykup certyfikatów inwestycyjnych, może być pomniejszona o opłatę manipulacyjną, której wysokość maksymalną oraz sposób pobierania określa statut funduszu (art. 139 ust. 5 u.f.i.). Obowiązek wnoszenia opłat występuje w praktyce tylko przy tzw. funduszach prowizyjnych, w przypadku których postanowienia statutu dotyczące wysokości opłat i sposobie ich pobierania zaliczane są do postanowień obligatoryjnych statutu. Przeciwnieństwem tego rodzaju funduszy są fundusze bezprowizyjne, które nie obciążają swoich uczestników żadnymi opłatami dystrybucyjnymi. W piśmiennictwie wskazuje się, że bezprowizyjny charakter funduszu prowadzi wprost do obciążenia aktywów funduszu, który ze swojego majątku musi ponosić koszty pokrywające operacje emisji i wykupu certyfikatów inwestycyjnych, co w efekcie skutkuje zmniejszeniem wartości netto aktywów funduszu²⁵².

3.3.2. Opłaty za zarządzanie funduszem

Niezależnie od opłat manipulacyjnych, w granicach określonych statutem funduszu pobierane jest bowiem przez towarzystwo (lub zarządzającego z UE) **opłata za zarządzanie funduszem**, mająca charakter wynagrodzenia za czynności z zakresu zarządzania funduszem. Opłata ta z reguły ma charakter stały, ryczałtowy i jest pobierana zgodnie z postanowieniami statutu funduszu (przeważnie corocznie).

Inaczej aniżeli opłaty manipulacyjne, obciążające bezpośrednio uczestnika nabywającego lub zbywającego na rzecz funduszu tytuły uczestnictwa, opłaty za zarządzanie obciążają zgromadzone już aktywa funduszu, podobnie jak inne koszty obciążające fundusz (np. wynagrodzenie depozytariusza, prowizje maklerskie, etc.), powodując bezpośrednio zmniejszenie wartości aktywów netto funduszu.

3.3.3. Opłaty dodatkowe i inne koszty funduszu

Wśród innych opłat unormowanych w praktyce w statutach funduszy, pokrywanych z ich aktywów należy wskazać opłaty, koszty i wydatki związane z działalnością inwestycyjną funduszu, w tym w szczególności koszty dokonywania transakcji przez fundusz (np. opłaty i prowizje maklerskie), koszty wynagrodzeń i prowizji podmiotów wykonujących powierzone im czynności umowne w ramach działalności funduszu

²⁵² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 516 i cyt. tam literatura.

(np. depozytariusza, dystrybutora tytułów uczestnictwa, agenta transferowego), koszty zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz podatki²⁵³. W piśmiennictwie podkreśla się w tym kontekście, że wszelkie koszty obciążające aktywa funduszu powodują obniżenie stóp zwrotu z inwestycji w fundusz, a procentową wysokość w odniesieniu do aktywów kosztów niezwiązanych bezpośrednio z działalnością inwestycyjną w danym roku kalendarzowym fundusz typu otwartego jest zobowiązany publikować w prospekcie informacyjnym funduszu (por. § 14 ust. 3 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 22 maja 2013 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu inwestycyjnego otwartego i specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz wyliczania wskaźnika zysku do ryzyka tych funduszy²⁵⁴).

W niektórych przypadkach mogą pojawić się pewne dodatkowe koszty obciążające aktywa funduszu, przewidziane statutem, np. w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych (FIZAN), który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym albo wprawdzie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, jednak wyemitował certyfikaty o cenie emisyjnej jednego certyfikatu nie mniejszej niż równowartość w złotych kwoty 40.000 euro, statut może przewidywać, że w przypadku rozwiązania funduszu na podstawie uchwały rady inwestorów lub zgromadzenia inwestorów, towarzystwo zarządzające tym funduszem, a w przypadku zawarcia umowy o zarządzanie funduszem, również zarządzający z UE, będą uprawnieni do pobrania opłaty dodatkowej celem pokrycia kosztów organizacji funduszu i utraconych zysków, w stosunku proporcjonalnych do poniesionych kosztów organizacji funduszu i utraconych zysków przez każdy z tych podmiotów.

4. Uwagi podsumowujące

Na gruncie aktualnie obowiązującego stanu prawnego, w konsekwencji przyjętych przez polskiego ustawodawcę odmienności typologicznych funduszy inwestycyjnych (tj. podziału na fundusze otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte) w sposób naturalny nasuwa się spostrzeżenie, że w pewnym stopniu różnią się one między sobą zakresem przyznanych uczestnikom uprawnień i nałożonych obowiązków, tym niemniej ich wspólną

²⁵³ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 545.

²⁵⁴ Dz. U. z 2013 r. poz. 673. Szerzej w tej kwestii: por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 546.

cechą jest ustanowienie – reprezentowanego w przyznawanych uczestnikom tytułach uczestnictwa – ogółu praw i obowiązków uczestnika wobec funduszu inwestycyjnego, wynikającego ze stosunku uczestnictwa nawiązanego w drodze zawarcia umowy o przystąpienie do funduszu.

W świetle powyższego istnieją podstawy do sformułowania pewnych wspólnych cech klasyfikacyjnych modelowego zespołu praw i obowiązków uczestnika w odniesieniu do wszystkich ustawowych typów funduszy inwestycyjnych, z jednoczesnym uwzględnieniem specyficznych cech, występujących w poszczególnych ustawowych rodzajach funduszy.

Mianowicie, uprawnienia uczestnika funduszu inwestycyjnego można podzielić zasadniczo na następujące dwie kategorie prawne:

- 1) prawa majątkowe – obejmujące: (i) prawo do żądania zbycia jednostek uczestnictwa albo wydania certyfikatów inwestycyjnych, (ii) prawo do otrzymywania dochodów lub przychodów ze zbycia lokat, (iii) prawo rozporządzania tytułami uczestnictwa, (iv) prawo do żądania odkupu albo wykupu tytułów uczestnictwa, (v) prawo do otrzymania potwierdzenia nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa, (vi) prawo pierwszeństwa objęcia tytułów uczestnictwa, a także (vii) prawo udziału w podziale majątku funduszu w przypadku jego likwidacji;
- 2) prawa niemajątkowe (korporacyjne) – obejmujące (i) prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników albo (ii) prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu inwestorów, (iii) prawo zaskarżania uchwał zgromadzenia uczestników, (iv) prawo uczestnictwa w radzie inwestorów, (v) prawo do informacji o sytuacji funduszu, przy czym temu ostatniemu uprawnieniu uczestnika odpowiadają liczne obowiązki informacyjne po stronie funduszu i towarzystwa.

Natomiast katalog obowiązków uczestnika funduszu inwestycyjnego obejmuje: (i) obowiązek dokonania wpłaty na poczet objętych tytułów uczestnictwa (z rozróżnieniem formy pieniężnej i niepieniężnej realizacji tego obowiązku), (ii) obowiązek ponoszenia kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu, obejmujących koszty w postaci opłat manipulacyjnych, opłat za zarządzanie funduszem, a także opłat dodatkowych i innych kosztów ponoszonych przez fundusz w trakcie jego działalności.

W świetle obowiązujących przepisów u.f.i. przyjąć należy, iż w przypadku każdego rodzaju funduszu inwestycyjnego, zarówno rodzaje, jak i wysokość opłat ponoszonych przez uczestników powinny wynikać w sposób jednoznaczny i precyzyjny z treści statutu funduszu. Przedmiotowe regulacje statutowe są bowiem jedną z istotnych gwarancji przestrzegania przez podmiot zarządzający zasady działania w najlepiej pojętym interesie uczestników funduszu.

Rozdział III

NABYWANIE TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne

Możliwość uzyskania statusu uczestnika funduszu inwestycyjnego uzależniona jest od nabycia tytułów uczestnictwa w drodze czynności prawnej dokonanej *inter vivos* albo *mortis causa*²⁵⁵. W praktyce do najczęstszych sytuacji należy uzyskanie tytułów uczestnictwa w drodze czynności pierwszego rodzaju, wśród których można wyróżnić:

- 1) **nabycie pierwotne i konstytutywne**, które następuje na podstawie umowy z funduszem (lub z towarzystwem – przed utworzeniem funduszu), połączonej z wpisaniem nabywcy do rejestru lub ewidencji uczestników, ewentualnie – wydaniem certyfikatów inwestycyjnych w postaci dokumentu albo zapisaniem na rzecz nabywcy certyfikatów inwestycyjnych zdematerializowanych na jego rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym;
- 2) **nabycie pochodne i translatywne**, które następuje na podstawie umowy przenoszącej własność tytułów uczestnictwa z zarejestrowanym już uczestnikiem funduszu, połączonej z rejestracją nowego uczestnika w rejestrze lub ewidencji uczestników, ewentualnie – wydaniem certyfikatów inwestycyjnych w postaci dokumentu albo zapisaniem na rzecz nabywcy certyfikatów inwestycyjnych zdematerializowanych na jego rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym.

²⁵⁵ Por. M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 7; G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998, s. 93 oraz A. Chłopecki, *Jednostki uczestnictwa*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 9, s. 31 i n.

W pierwszym przypadku dochodzi do powstania stosunku uczestnictwa w funduszu, ponieważ fundusz (lub towarzystwo w procesie tworzenia funduszu) dokonuje przydziału jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych w zamian za dokonane przez inwestora wpłaty w formie pieniężnej lub niepieniężnej (art. 29 u.f.i.). Natomiast w drugim przypadku nabycie następuje w drodze umowy przenoszącej prawa i obowiązki wynikające z tytułów uczestnictwa (certyfikatów inwestycyjnych), zawartej bądź na rynku regulowanym, bądź też poza rynkiem regulowanym²⁵⁶. Mając na względzie fakt, że ustawa *expressis verbis* (art. 83 ust. 2 i art. 112 u.f.i.) wyklucza możliwość zbycia jednostek uczestnictwa przez samego uczestnika na rzecz osób trzecich w drodze czynności prawnych *inter vivos* w przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych, dopuszczalne jest w tym trybie jedynie rozporządzenie certyfikatami inwestycyjnymi funduszy zamkniętych.

Moment nabycia statusu uczestnika został zróżnicowany w zależności od rodzaju tytułów uczestnictwa wydawanych przez fundusz inwestycyjny. Jednakże, jak wskazano powyżej, w każdym przypadku i trybie nabycia tytułów uczestnictwa ostatecznym warunkiem koniecznym nabycia statusu uczestnika funduszu inwestycyjnego jest wydanie osobie uprawnionej tytułów uczestnictwa w drodze ich rejestracji w odpowiednim dla danego typu funduszu rejestrze, tj. w rejestrze uczestników funduszu lub ewidencji uczestników funduszu, bądź też na jego rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym, względnie poprzez fizyczne wręczenie dokumentu (papieru wartościowego) obejmującego jeden lub więcej tytułów uczestnictwa (art. 6 ust. 1 u.f.i.).

W odniesieniu do czynności *mortis causa* dotyczących jednostek uczestnictwa funduszy typu otwartego nadmienić w tym miejscu należy, że ustawa w sposób wyraźny przewiduje możliwość wstąpienia w prawa uczestnika funduszu otwartego przez jego spadkobierców na skutek dziedziczenia (art. 83 ust. 3 u.f.i.). Tym niemniej podkreślenia wymaga fakt, iż brak analogicznej regulacji w stosunku do tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zamknięte nie pociąga za sobą wykluczenia dopuszczalności ich dziedziczenia, ponieważ prawa i obowiązki majątkowe inkorporowane w certyfikatach inwestycyjnych podlegają spadkobranu na zasadach ogólnych znajdujących zastosowanie do wszystkich rodzajów papierów wartościowych (por. art. 922 k.c. i art. 121 u.f.i.)²⁵⁷.

²⁵⁶ Por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 7.

²⁵⁷ Por. E. Skowrońska, *Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga IV – Spadki*, Warszawa 1995, s. 20 (uwaga nr 100 do art. 922 k.c.).

W niniejszym rozdziale przedstawione zostaną zagadnienia prawne ściśle związane z kwestią nabywania tytułu uczestnictwa w sposób pierwotny (tzn. od funduszu). Szczegółowe omówienie warunków i zasad rozporządzania, jak również zagadnień prawnych związanych z obrotem wtórnym tytułami uczestnictwa, znajduje się w rozdziale IV pkt 2.3 niniejszej rozprawy.

2. Nabywanie jednostek uczestnictwa

2.1. Złożenie zapisu na jednostki uczestnictwa

Procedura subskrypcyjna w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych co do zasady ma charakter publiczny²⁵⁸. Subskrypcja na jednostki uczestnictwa rozpoczyna proces nabycia jednostek uczestnictwa od funduszu i polega na złożeniu zapisu w postaci oświadczenia woli na odpowiednim formularzu udostępnianym przez towarzystwo lub inny podmiot uprawniony do przyjmowania zapisów na jednostki uczestnictwa. Przedmiotowe oświadczenie woli ma charakter nieodwołalny i bezwarunkowy, a także nie może być złożone z zastrzeżeniem terminu (art. 26 ust. 3 u.f.i.). Zgodnie z zasadą przyjętą w ustawie, z chwilą złożenia zapisu subskrybent ma obowiązek dokonania wpłaty na rachunek funduszu na poczet subskrybowanych jednostek uczestnictwa za pisemnym pokwitowaniem (art. 26 ust. 2 u.f.i.). Tym niemniej, statut funduszu może przewidywać inne terminy wnoszenia wpłat aniżeli moment złożenia zapisu. Stosownie do dyspozycji art. 26 ust. 1 u.f.i., termin początkowy przyjmowania zapisów na jednostki uczestnictwa funduszu otwartego nie może rozpocząć się wcześniej aniżeli w dniu następującym po dniu doręczenia towarzystwu zezwolenia na utworzenie funduszu, natomiast termin końcowy nie może być dłuższy niż 2 miesiące (art. 26 ust. 1 u.f.i.).

Prowadzenie procedury przyjmowania zapisów na jednostki uczestnictwa zostało powierzone przede wszystkim towarzystwu będącemu organem funduszu oferującego

²⁵⁸ Wyjątki od tej zasady stanowią: (i) zbywanie jednostek uczestnictwa pomiędzy funduszami podstawowymi i funduszami powiązаныmi (art. 169a-177 u.f.i.) w ramach tzw. „rodzin funduszy”, a także (ii) złożenie zapisów i dokonanie wpłat na etapie tworzenia funduszu bezpośrednio przez towarzystwo lub pośrednio – poprzez spółkę zarządzającą lub zarządzającego z UE, którymi towarzystwo zawarło umowę o zarządzanie funduszu, względnie przez ich akcjonariuszy (art. 15 ust. 5 u.f.i.), co jednakże nie zwalnia towarzystwa z obowiązku przeprowadzenia procedury publicznego proponowania jednostek uczestnictwa, jak również nie narusza przepisów o obowiązkach informacyjnych towarzystwa i funduszu. Por. szerzej w tej kwestii: R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 126 oraz M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 174.

jednostki uczestnictwa. Procedura subskrypcyjna może być również prowadzona za pośrednictwem: (i) firmy inwestycyjnej, (ii) banku krajowego wykonującego działalność maklerską (w zakresie opisanym w art. 70 ust. 2 u.o.i.f.) lub (iii) krajowego oddziału instytucji kredytowej, pod warunkiem posiadania uprawnień do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (art. 27 ust. 1 *in fine* u.f.i.). W odróżnieniu od czynności polegających *stricte* na przyjmowaniu zapisów, czynności zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, oprócz wyżej wymienionych podmiotów, może je ponadto wykonywać towarzystwo niebędące organem funduszu oferującego jednostki, a także spółka zarządzająca albo zarządzający z UE, pełniące funkcje podmiotów zarządzających tym funduszem i prowadzących jego sprawy (art. 32 ust. 1 pkt 1 i 2 u.f.i.).

Niezależnie od powyższego, w drodze wyjątku od powyższej zasady, po uprzednim uzyskaniu zgody KNF, zapisy na jednostki uczestnictwa mogą być przyjmowane za pośrednictwem podmiotu innego aniżeli wymienione w art. 27 ust. 1 u.f.i., pod warunkiem spełnienia łącznie następujących warunków (art. 27 ust. 3 w zw. z art. 32 ust. 2 i 2a u.f.i.):

- 1) zakaz jednoczesnego przyjmowania wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa lub innych tytułów uczestnictwa, otrzymywania i przekazywania wypłat z tytułu ich odkupienia oraz przechowywania jednostek lub innych tytułów uczestnictwa, a także środków pieniężnych osób nabywających lub umarzających jednostki lub inne tytuły uczestnictwa za pośrednictwem tego podmiotu;
- 2) zakaz wykonywania czynności z zakresu działalności maklerskiej wymienionych w art. 69 ust. 2 u.o.i.f. – innych aniżeli pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek lub innych tytułów uczestnictwa, względnie czynności nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego w zakresie jednostek lub innych tytułów uczestnictwa, w których zbywaniu i odkupywaniu świadczone są usługi pośrednictwa;
- 3) nakaz prowadzenia działalności polegającej na pośrednictwie w zbywaniu i odkupywaniu jednostek lub innych tytułów uczestnictwa wyłącznie na terytorium RP;
- 4) nakaz przekazywania zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek lub innych tytułów uczestnictwa wyłącznie do funduszu inwestycyjnego, funduszu zagranicznego, innej instytucji wspólnego inwestowania, firmy inwestycyjnej, banku lub instytucji

kredytowej lub oddziału firmy inwestycyjnej posiadającej siedzibę w państwie trzecim lub oddziału banku zagranicznego.

Komisja przeprowadza weryfikację podmiotu pośredniczącego w przyjmowaniu zapisów na jednostki uczestnictwa na podstawie danych podmiotu i umowy zawartej z tym podmiotem przez towarzystwo, które są załączane do wniosku o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego, przy czym podstawą ewentualnej odmowy udzielenia zgody może być wyłącznie stwierdzenie na podstawie przedłożonych dokumentów przez KNF, że podmiot pośredniczący w przyjmowaniu zapisów nie zapewnia wykonywania tych czynności z zachowaniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób należyście zabezpieczający interesy osób zapisujących się na jednostki uczestnictwa (art. 27 ust. 3 i 4 u.f.i.).

Podczas czynności przyjmowania zapisów na jednostki uczestnictwa zarówno towarzystwo, jak i podmioty pośredniczące w subskrypcji, mają obowiązek udostępniania bezpłatnie prospektu informacyjnego funduszu, którego jednostki uczestnictwa są subskrybowane, a także kluczowych informacji dla inwestorów publikowanych przez ten fundusz (art. 27 ust. 2 u.f.i.)²⁵⁹.

2.2. Dokonanie wpłat na poczet jednostek uczestnictwa

Jednym z obligatoryjnych elementów procedury utworzenia funduszu inwestycyjnego otwartego jest zebranie przez towarzystwo wpłat do funduszu w wysokości określonej w jego statucie, z uwzględnieniem odpowiednich przepisów ustawy statuujących minimalny próg pierwszej subskrypcji, tj. 4.000.000 zł (art. 15 ust. 1 pkt 4 w zw. z art. 15 ust. 2 u.f.i.). W tym kontekście należy nadmienić, iż w statucie funduszu może również zostać określona minimalna kwota, za jaką jednorazowo można nabyć jednostki uczestnictwa (art. 88 ust. 3 u.f.i.). Obligatoryjność dokonania wpłaty przed przydziałem jednostek uczestnictwa zarówno na etapie tworzenia funduszu, jak i w trakcie jego działalności, można uzasadnić koniecznością pozyskania środków służących realizacji celów inwestycyjnych funduszu²⁶⁰. W praktyce procedura zbierania wpłat do funduszu inwestycyjnego otwartego – podobnie jak w przypadku funduszu zamkniętego – jest połączona z przyjmowaniem zapisów na tytuły uczestnictwa.

²⁵⁹ W stanie prawnym obowiązującym przed dniem 1 lutego 2013 r. istniał obowiązek udostępniania skrótu prospektu informacyjnego funduszu.

²⁶⁰ Tak: R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 125.

Wpłaty na jednostki uczestnictwa dokonywane są przede wszystkim w formie środków pieniężnych, a także w formie zdematerializowanych papierów wartościowych (o ile statut funduszu przewiduje taką możliwość – art. 7 ust. 2 u.f.i.), które są gromadzone odpowiednio na wydzielonym rachunku bankowym albo na rachunku papierów wartościowych towarzystwa prowadzonym przez depozytariusza, na podstawie zapisów składanych nie wcześniej niż w dniu następującym po dniu doręczenia zezwolenia KNF na utworzenie funduszu i nie później niż 2 miesiące od tej daty, za pisemnym potwierdzeniem wpłaty przez towarzystwo (art. 26 ust. 1 i 2 w zw. z art. 28 ust. 1 u.f.i.). Wpłaty pieniężne do funduszu mogą być dokonywane zasadniczo w złotych polskich, chyba że statut funduszu zezwala na dokonanie wpłat w walucie obcej, jeżeli zgodnie ze swoją polityką inwestycyjną fundusz może lokować co najmniej 50% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub w instrumenty rynku pieniężnego, a tym samym aktywa i pasywa funduszu mogą być ustalone w określonej w statucie walucie obcej (por. art. 13 ust. 1 i 3 u.f.i.).

Zasada dokonywania wpłaty pieniężnej na poczet subskrybowanych jednostek uczestnictwa wyprowadzana jest w piśmiennictwie²⁶¹ z samej istoty działania funduszu inwestycyjnego (art. 3 ust. 1 u.f.i.), zgodnie z którą jest on osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zgromadzonych w drodze proponowania nabycia jednostek uczestnictwa (w przypadku funduszu inwestycyjnego typu otwartego). Odstępstwo od tej zasady ustawodawca przewidział przede wszystkim dla: (i) możliwości wnoszenia wkładów w postaci zdematerializowanych papierów wartościowych – w przypadku każdego rodzaju funduszu, pod warunkiem dopuszczenia takiej możliwości w statucie funduszu (art. 7 ust. 2 u.f.i.), (ii) możliwości dokonywania wpłat w specjalistycznych funduszach otwartych zdematerializowanymi papierami wartościowymi, które uczestnicy nabyli na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie, zgodnie z odrębnymi przepisami, pod warunkiem dopuszczenia takiej możliwości w statucie funduszu (art. 116 u.f.i.)²⁶², jak również

²⁶¹ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127.

²⁶² W przepisie art. 116 u.f.i. (w brzmieniu ustalonym nowelizacją z dnia 16 grudnia 2016 r., Dz.U. z 2016 r., poz. 2260, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2017 r.) znajduje się *explicite* odesłanie do preferencyjnych warunków lokowania papierów wartościowych nabytych w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, wyłączające zastosowanie wynikającego z art. 38 ust. 3 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i niektórych uprawnieniach pracowników (Dz.U. z 2016 r., poz. 981, 1174 i 2260) zakazu zbywania akcji nabytych nieodpłatnie przez: (i) uprawnionych pracowników oraz przez rolników lub rybaków – przed upływem dwóch lat od dnia zbycia przez Skarb Państwa pierwszych akcji

(iii) możliwości dokonywania wpłat w postaci innych aktywów (tzn. instrumentów finansowych innych niż zdematerializowane papiery wartościowe, a także udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub praw do nieruchomości – co do zasady zastrzeżonych dla subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych (art. 128 ust. 1 u.f.i.). W piśmiennictwie słusznie zauważono, iż *ratio legis* przepisów wprowadzających odstępstwa od zasady wpłaty pieniężnej do funduszu należy upatrywać w umożliwieniu przystąpienia do funduszu również osobom, które posiadają określone aktywa niepieniężne, których spieniężenie w momencie prowadzenia zapisów na tytuły uczestnictwa jest niemożliwe, znacznie utrudnione lub nieopłacalne, ewentualnie osoby te mogą nie być zainteresowane dalszym samodzielnym zarządzaniem tymi aktywami²⁶³.

Przedmiot wpłat do funduszu jest objęty istotnym ograniczeniem w rozporządzaniu przez towarzystwo, albowiem do momentu rejestracji funduszu towarzystwo nie może rozporządzać wpłatami do funduszu, pobranymi opłatami manipulacyjnymi, ani kwotami z tytułu oprocentowania wpłat lub pożytkami związanymi z wpłatami, a nadto wpłaty do funduszu są z mocy prawa wyłączone z egzekucji i z masy upadłości towarzystwa oraz nie mogą być objęte postępowaniem restrukturyzacyjnym prowadzonym wobec towarzystwa (art. 28 ust. 3 i 4²⁶⁴ u.f.i.). *Ratio legis* przedmiotowego unormowania leży niewątpliwie w potrzebie zabezpieczenia potencjalnego obowiązku zwrotu wpłat wraz z wartością otrzymanych pożytków i odsetkami naliczonymi od nich przez depozytariusza. Obowiązek taki może się zaktualizować w przypadku: (i) odmowy rejestracji funduszu przez sąd rejestrowy, (ii) cofnięcia zezwolenia KNF na utworzenie funduszu przed rejestracją funduszu albo (iii) wygaśnięcia tego zezwolenia z uwagi na bezskuteczny upływ terminu do zebrania wpłat w wysokości określonej statutem lub terminu do złożenia przez towarzystwo wniosku do sądu o rejestrację funduszu (art. 30 ust. 1 i 2 u.f.i.)²⁶⁵.

na zasadach ogólnych, a także przez (ii) pracowników pełniących funkcję członków zarządu spółki – przed upływem trzech lat od dnia zbycia przez Skarb Państwa pierwszych akcji na zasadach ogólnych.

²⁶³ Tak: R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127.

²⁶⁴ Por. art. 28 ust. 4 u.f.i. w brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615).

²⁶⁵ Por. na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r.: P. Pilarczyk, *Towarzystwo...*, s. 86 oraz A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne...*, s. 58.

2.3. Przydział jednostek uczestnictwa i wpis do rejestru uczestników

Ostatnim etapem procedury subskrypcji jednostek uczestnictwa w funduszach otwartych i specjalistycznych otwartych, następującym bezpośrednio po etapie przyjmowania wpłat do funduszu, jest przydział jednostek uczestnictwa. Pod względem formalnym czynność ta jest równoznaczna (a zarazem równoczesna) z dokonaniem wpisu²⁶⁶ do rejestru uczestników funduszu liczby jednostek uczestnictwa odpowiadającej dokonanej przez subskrybenta wpłacie do funduszu, powiększonej o wartość otrzymanych pożytków i odsetki naliczone przez depozytariusza za okres od dnia wpłaty na prowadzony przez niego rachunek do dnia przydziału (art. 29 ust. 4 u.f.i.).

W doktrynie trafnie podkreśla się, że wprowadzenie wpisu do rejestru uczestników funduszu, z którym powiązany jest skutek w postaci przydziału jednostek uczestnictwa, powinien nastąpić w terminie 14 dni od dnia zakończenia przyjmowania zapisów (art. 29 ust. 1 u.f.i.), to jednak skutki prawne tego wpisu – w przypadku subskrypcji jednostek dokonywanej na etapie tworzenia funduszu – powstają dopiero z chwilą konstytutywnego wpisu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych (art. 29 ust. 5 u.f.i.), kiedy to fundusz inwestycyjny nabywa osobowość prawną, a osoby dokonujące zapisów i wpłat do funduszu uzyskują status jego uczestników, nabywając wszelkie prawa wynikające ze stosunku uczestnictwa w funduszu²⁶⁷.

Jak wspomniano powyżej, przydział jednostek uczestnictwa funduszu co do zasady powinien być dokonany w terminie 14 dni od daty zakończenia przyjmowania zapisów, jeżeli w terminie określonym w statucie uzyskano z tytułu wpłat do funduszu minimalną kwotę określoną w statucie funduszu (art. 29 ust. 1 u.f.i.). W przeciwieństwie do emisji certyfikatów inwestycyjnych, w ramach której maksymalna liczba nowych tytułów uczestnictwa jest znana jeszcze przed rozpoczęciem subskrypcji, w przypadku zamknięcia subskrypcji jednostek uczestnictwa fundusz nie ma ani prawnej, ani faktycznej możliwości określenia liczby jednostek uczestnictwa, które zostaną przydzielone w następstwie dokonanych wpłat, ponieważ co do zasady fundusz nie jest uprawniony do limitowania liczby nabywanych jednostek (por. art. 84 u.f.i.). W konsekwencji, w przypadku subskrypcji jednostek uczestnictwa towarzystwo jest zobowiązane przyjmować zapisy aż do upływu terminu ich zakończenia określonego w statucie, chociażby wymagana

²⁶⁶ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 173.

²⁶⁷ *Ibidem*.

statutem i ustawą wysokość wpłat została wcześniej osiągnięta. Mianowicie, niezależnie od zapisów statutowych funduszu, przepis art. 15 ust. 2 u.f.i. określa minimalną wysokość wpłat do funduszu na poziomie 4.000.000 zł, która to zasada ma charakter bezwzględnie obowiązujący w przypadku funduszy inwestycyjnych typu otwartego²⁶⁸.

Cechą charakterystyczną procedury przydziału jednostek uczestnictwa w funduszach typu otwartego jest możliwość przyznania części ułamkowej jednostki uczestnictwa, w zależności o sumy dokonanych wpłat oraz pożytków i odsetek naliczonych od tych wpłat, a zatem – inaczej niż w przypadku przydziału certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych – nie powstaje problem zwrotu nadpłaty po przydziale tytułu uczestnictwa²⁶⁹.

W literaturze słusznie zwrócono uwagę na okoliczność, że procedura przydziału tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych jest niejednolita, ponieważ w odniesieniu do jednostek uczestnictwa została ona uregulowana w sposób kompleksowy w art. 29 ust. 4 i 5 u.f.i., natomiast w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych jest ona unormowana w ustawie w sposób niepełny, gdyż przepisy ustawy nie precyzują, w jaki sposób następuje przydział certyfikatów inwestycyjnych, lecz jedynie określają tryb ich wydania subskrybentowi (art. 29 ust. 10 u.f.i.)²⁷⁰.

W przypadku subskrypcji jednostek uczestnictwa w trakcie funkcjonowania funduszu nabycie praw z nich wynikających również następuje z chwilą wpisania do rejestru uczestników funduszu nabywcy wraz z liczbą nabytych za dokonaną przez niego wpłatę jednostek uczestnictwa (art. 88 ust. 2 u.f.i.). Analogicznie jak na etapie tworzenia funduszu, również i w tym przypadku wpis do rejestru uczestników funduszu oznacza zarazem dokonanie przez fundusz przydziału na rzecz danej osoby jednostek uczestnictwa w określonej liczbie, obliczonej jako iloraz wartości dokonanej wpłaty do funduszu inwestycyjnego, powiększonej o wartość otrzymanych pożytków i odsetek naliczonych

²⁶⁸ Wyjątek w tym względzie ustawodawca przewidział jedynie dla funduszy zamkniętych emitujących wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które w myśl postanowień statutu funduszu nie będą oferowane w sposób publiczny, tj. nie będą dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. W takim przypadku minimalny próg wysokości wpłat do funduszu określony w jego statucie może być niższy aniżeli 4.000.000 zł (art. 15 ust. 4 u.f.i.). Szerzej w tej kwestii: por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 172.

²⁶⁹ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach ...*, s. 173. Szerzej na temat tego zagadnienia będzie mowa w rozdziale III pkt 4.3 niniejszej rozprawy.

²⁷⁰ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 172-173.

przez depozytariusza za okres od dnia wpłaty dokonanej przez uczestnika na rachunek funduszu do dnia przydziału oraz bazowej wartości jednostki uczestnictwa.

2.4. Ograniczenia możliwości nabycia jednostek uczestnictwa

Cechą charakterystyczną funduszy inwestycyjnych otwartych jest przypisany im nieograniczony podmiotowo dostęp do uczestnictwa, ponieważ mają one obowiązek zbywania jednostek uczestnictwa co do zasady wszystkim podmiotom, które dokonają wpłaty do funduszu, z tym zastrzeżeniem, że statut funduszu może określać minimalną kwotę, za jaką można jednorazowo nabyć jednostki uczestnictwa (art. 88 ust. 1 i 3 u.f.i.).

Istotnym odstępstwem od zasady nieograniczonego zbywania jednostek uczestnictwa jest dopuszczalność stosowania czasowych ograniczeń zbywania nowych jednostek, do których należą przypadki enumeratywnie wskazane w ustawie (art. 84 i 90 u.f.i.):

- 1) dopuszczalność oznaczenia w statucie²⁷¹ funduszu odpowiedniej częstotliwości zbywania jednostek, nie mniejszej jednak niż raz na 7 dni (art. 84 ust. 1 u.f.i.);
- 2) dopuszczalność czasowego zawieszenia zbywania jednostek uczestnictwa po przekroczeniu określonej w statucie funduszu górnej granicy wartości aktywów netto, z zastrzeżeniem obowiązku określenia w statucie również warunków wznowienia zbywania jednostek uczestnictwa (art. 84 ust. 2 u.f.i.);
- 3) dopuszczalność czasowego zawieszenia zbywania jednostek uczestnictwa na dwa tygodnie, jeżeli nie można dokonać wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn niezależnych od funduszu (art. 84 ust. 3 u.f.i.); wyjątkowo – za zgodą i na warunkach określonych przez KNF – termin ten może ulec przedłużeniu na okres dłuższy niż 2 tygodnie, nieprzekraczający jednak 2 miesięcy (art. 84 ust. 4 u.f.i.);
- 4) dopuszczalność określenia w statucie funduszu terminu, w jakim najpóźniej następuje zbycie jednostek przez fundusz po dokonaniu wpłaty na te jednostki, z tym zastrzeżeniem, że termin ten nie może być dłuższy niż 7 dni (art. 90²⁷² ust. 1 pkt 1

²⁷¹ Według stanu prawnego obowiązującego przed 1 lutego 2013 r. (nowelizacja ustawy – Dz.U. z 2013 r., poz. 70) zarówno ograniczenie częstotliwości zbywania jednostek uczestnictwa (art. 84 ust. 1 u.f.i.), jak i czasowe zawieszenie zbywania jednostek uczestnictwa po przekroczeniu określonej górnej granicy wartości aktywów netto (art. 84 ust. 2 u.f.i.), stanowiły materię regulowaną w prospekcie informacyjnym, a nie w statucie funduszu.

²⁷² W brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. (Dz.U. z 2013 r., poz. 70), która weszła w życie 1 lutego 2013 r.

u.f.i.), a ponadto – w statucie funduszu powinny być przewidziane maksymalne (w każdym przypadku jednak nie przekraczające 7 dni) terminy zbywania przez fundusz jednostek uczestnictwa po dokonaniu wpłaty na te jednostki (analogiczna norma obowiązuje w przypadku odkupywania przez fundusz jednostek po zgłoszeniu żądania ich odkupienia – por. art. 90 ust. 1 pkt 2 u.f.i.). Okresy dopuszczalnego ustawą zawieszenia zbywania jednostek uczestnictwa nie podlegają zaliczeniu na poczet powyższych terminów (art. 90 ust. 3 u.f.i.).

2.5. Konwersja jednostek uczestnictwa

W funduszach inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych dopuszczalna jest możliwość konwersji jednostek uczestnictwa, polegająca zasadniczo na zamianie praw majątkowych wynikających z tytułów uczestnictwa na prawa majątkowe objęte innymi tytułami uczestnictwa. Konwersja jednostek jest dopuszczalna wyłącznie w przypadkach przewidzianych w ustawie i statucie funduszu.

W tym kontekście należy na wstępie dokonać rozgraniczenia przypadków, w których mamy do czynienia ze ściśle prawnym przekształceniem tytułów uczestnictwa od przypadków, w których do takiego przekształcenia *de iure* w ogóle nie dochodzi. Wymienić tu należy w szczególności takie przypadki, które – wbrew potocznemu i często spotykanemu w praktyce obrotu sformułowaniu „konwersja” – nie kwalifikują się do uznania ich za przypadki konwersji w sensie jurydycznym, np. gdy na żądanie uczestnika towarzystwo dokonuje odkupu i umorzenia jednostki uczestnictwa jednego z funduszy zarządzanych przez siebie i zbywa na rzecz tego samego uczestnika jednostki uczestnictwa innego funduszu, zarządzanego przez to samo lub inne towarzystwo. Operacja taka z istoty rzeczy nie prowadzi bowiem do zmiany treści istniejących już tytułów uczestnictwa, lecz do wygaśnięcia praw z nich wynikających, a następnie do powstania nowych tytułów uczestnictwa zbywanych przez inny fundusz w zamian za wpłaty środków pochodzących z odkupu pierwotnych tytułów uczestnictwa.

Natomiast niewątpliwie do kategorii konwersji jednostek uczestnictwa zaliczyć należy przypadek **przekształcenia funduszy w jeden fundusz z wydzielonymi subfunduszami**, kiedy to zgodnie z dyspozycją art. 244 ust. 1 pkt 5 u.f.i. z chwilą wpisu nowego funduszu jednostki uczestnictwa funduszy podlegających przekształceniu stają się *ex lege* jednostkami uczestnictwa poszczególnych subfunduszy odpowiadających

przekształconym funduszom – w zakresie określonym statutem funduszu powstałego na skutek przekształcenia.

Analogicznym przypadkiem, w którym z mocy prawa dochodzi do konwersji jednostek uczestnictwa, jest **przekształcenie funduszu w nowy subfundusz istniejącego funduszu z wydzielonymi subfunduszami**, kiedy to z chwilą wykreślenia z rejestru funduszy inwestycyjnych funduszu podlegającego przekształceniu oraz wpisania do rejestru zmian statutu funduszu z wydzielonymi subfunduszami (art. 244 ust. 2 pkt 4 u.f.i.), jednostki uczestnictwa funduszu podlegającego przekształceniu *ipso iure* stają się jednostkami uczestnictwa subfunduszu odpowiadającego przekształconemu funduszowi inwestycyjnemu, zgodnie ze statutem istniejącego funduszu z wydzielonymi subfunduszami.

Cechą charakterystyczną przypadku przekształcenia jednostek uczestnictwa jest wykluczenie *expressis verbis* w art. 245 u.f.i. możliwości uznania go za przypadek lub następstwo prawne: (i) odkupienia jednostek uczestnictwa funduszy podlegających przekształceniu, (ii) nabycia jednostek uczestnictwa subfunduszu lub funduszu z wydzielonymi subfunduszami, powstałego na skutek przekształcenia, bądź też (iii) zmiany treści uprawnień wynikających z jednostek uczestnictwa funduszy podlegających przekształceniu na jednostki uczestnictwa subfunduszu lub funduszu z wydzielonymi subfunduszami, powstałego na skutek przekształcenia. Intencją ustawodawcy było w tej sytuacji wyraźne podkreślenie, iż przekształcenie jednostek uczestnictwa ma miejsce z mocy samego prawa i stanowi bezpośrednią konsekwencję prawną przekształcenia funduszy, zgodnie z tzw. **zasadą kontynuacji**, znajdującą w polskim systemie prawa powszechne i praktyczne rozwiązanie w przypadku przekształceń podmiotów prawa²⁷³.

Na uwagę w tym kontekście zasługuje fakt, iż wspomniana powyżej konwersja jednostek uczestnictwa, polegająca na zmianie treści praw uczestnika (por. art. 245 ust. 1 pkt 3 i ust. 2 pkt 3 u.f.i.), jest dopuszczalna wówczas, gdy statut funduszu typu otwartego przewiduje możliwość zbywania różnych kategorii jednostek uczestnictwa, a tym samym różnicowania praw majątkowych z nich wynikających (por. art. 83 ust. 1 u.f.i.).

²⁷³ Por. w tym kontekście np. art. 553 § 3 k.s.h.

3. Nabywanie certyfikatów inwestycyjnych

3.1. Złożenie zapisów na certyfikaty inwestycyjne

Podstawowym warunkiem koniecznym nabycia wiązki praw i obowiązków inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusz zamknięty w obrocie pierwotnym jest złożenie przez osobę nabywającą tytuły uczestnictwa opłaconego zapisu na te certyfikaty. Analogicznie zatem do procedury subskrypcyjnej obowiązującej fundusze typu otwartego, złożenie oświadczenia woli – na odpowiednim formularzu, udostępnianym przez towarzystwo lub inny podmiot uprawniony do przyjmowania zapisów – obejmującego subskrypcję określonej liczby certyfikatów, powinno być dokonane co do zasady jednocześnie z dokonaniem wpłaty na pokrycie tychże certyfikatów za pisemnym potwierdzeniem dokonania wpłat do funduszu, chyba że statut funduszu lub warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych przewidują inne terminy wnoszenia wpłat od chwili złożenia zapisu na certyfikaty (por. art. 26 ust. 2 u.f.i.). Jednakże, w każdym przypadku termin przyjmowania zapisów na certyfikaty inwestycyjne pierwszej emisji, dokonywanej na etapie tworzenia funduszu, może rozpocząć się najwcześniej w dniu następującym po dniu doręczenia towarzystwu zezwolenia na utworzenie funduszu, natomiast termin końcowy nie może być dłuższy niż 2 miesiące (art. 26 ust. 1 u.f.i.). W piśmiennictwie trafnie podkreśla się, że oświadczenie woli subskrybenta o złożeniu zapisu na certyfikaty inwestycyjne ma charakter nieodwołalny i bezwarunkowy, a także nie może być ono złożone z zastrzeżeniem terminu²⁷⁴.

Podobnie, jak w przypadku subskrypcji na jednostki uczestnictwa funduszy typu otwartego, przyjmowanie zapisów na certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych stanowi co do zasady domenę towarzystwa będącego organem funduszu emitującego certyfikaty. Ponadto, w przypadku funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne nie będące przedmiotem oferty publicznej (art. 15 ust. 1a u.f.i.), procedura subskrypcyjna może być również prowadzona za pośrednictwem: (i) firmy inwestycyjnej, (ii) banku krajowego wykonującego działalność maklerską (w zakresie opisanym w art. 70 ust. 2 u.o.i.f.) lub (iii) krajowego oddziału instytucji kredytowej, pod warunkiem posiadania przez te podmioty uprawnień do wykonywania działalności w zakresie oferowania instrumentów finansowych (art. 27 ust. 1 *in principio* u.f.i.).

²⁷⁴ Tak: por. M. Barczak, *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne za pomocą udziałów w spółce z o.o.*, Prawo Spółek 2006, nr 10, s. 10.

Przepis art. 15 ust. 1a²⁷⁵ u.f.i. przewiduje możliwość utworzenia w uproszczonym trybie (brak wymogu uzyskania zezwolenia KNF na utworzenie funduszu) tzw. **niepublicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego**, emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie z treścią statutu funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani też wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. W takim przypadku warunkiem nabycia certyfikatów przez osoby fizyczne jest dokonanie jednorazowego zapisu na certyfikaty o wartości nie mniejszej niż równowartość 40.000 euro w złotych, z uwzględnieniem średniego kursu euro ogłoszonego przez NBP w dniu dokonywania zapisu (art. 117 ust. 3 u.f.i.). W przypadku funduszu zamkniętego niebędącego publicznym funduszem zamkniętym termin początkowy do rozpoczęcia przyjmowania zapisów może być określony w sposób dowolny w statucie funduszu, niemniej jednak również i w tym przypadku termin końcowy wynosi 2 miesiące od dnia rozpoczęcia przyjmowania zapisów. Ustanowienie maksymalnego terminu przeprowadzania zapisów niewątpliwie ma na celu zabezpieczenie interesu potencjalnych inwestorów przed nadmiernym przeciąganiem w czasie procedury tworzenia funduszu, co mogłoby narazić te osoby na istotne straty majątkowe w postaci „zamrożenia” środków finansowych²⁷⁶.

Złożenie zapisu na certyfikaty przez subskrybenta w funduszach niebędących publicznymi funduszami zamkniętymi jest zawsze poprzedzone złożeniem przez towarzystwo **propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych**, do której obowiązkowo powinny być załączone: (i) informacja o miejscach, w których można zapoznać się z treścią statutu funduszu oraz (ii) warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych²⁷⁷, w których powinny znaleźć się takie dane, jak nazwa, siedziba i adres emitenta certyfikatów, podstawowe dane o emitencie i emisji, wskazanie czynników ryzyka dla nabywców certyfikatów inwestycyjnych, podstawowe dane o depozytariuszu, podstawowe

²⁷⁵ Art. 15 ust. 1a u.f.i. wszedł w życie 4 grudnia 2011 r. na mocy nowelizacji ustawy z 16 września 2011 r. (Dz.U. z 2011 r. Nr 234, poz. 1389).

²⁷⁶ Por. M. Michalski, w: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 174.

²⁷⁷ Szczegółową treść warunków emisji certyfikatów inwestycyjnych określa rozporządzenie Ministra Rozwoju i 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), które zostało wydane na podstawie art. 126 ust. 3 u.f.i. i obowiązuje od dnia 23 czerwca 2017 r. Celem tego aktu wykonawczego jest zapewnienie udostępnienia nabywcom certyfikatów informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestowaniem w te papiery wartościowe.

dane o towarzystwie i podmiotach wykonujących zlecone przez towarzystwo czynności związanych z jego działalnością (ewentualnie o podmiocie zarządzającym z UE), a także zbadane sprawozdanie finansowe funduszu za ostatni rok obrotowy – w przypadku drugiej i następnych emisji certyfikatów inwestycyjnych (art. 126 ust. 1 i 2 u.f.i.). W tym ostatnim przypadku niezbędne jest również dostosowanie brzmienia statutu funduszu w zakresie danych wymienionych w art. 18 ust. 2 pkt 7-9 u.f.i., tj. określenie łącznej wysokości wpłat do funduszu, rodzajów zdematerializowanych papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem wpłat oraz ustalenie terminów przyjmowania wpłat papierami wartościowymi, a także określenie innych niż zdematerializowane papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem wpłat na pokrycie certyfikatów inwestycyjnych, jak również wskazanie, czy udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub prawa na nieruchomościach (por. art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 u.f.i.) mogą być wnoszone na pokrycie certyfikatów inwestycyjnych (art. 129 u.f.i.).

Z drugiej strony, fundusze inwestycyjne zamknięte mogą emitować certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie z treścią statutu mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym albo wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu (por. art. 2 pkt 39 i art. 117 ust. 2 u.f.i.). W przypadku przeprowadzenia choćby jednej emisji certyfikatów w tym trybie fundusze te zwane są w doktrynie **publicznymi funduszami zamkniętymi** (por. art. 119 ust. 2 u.f.i.)²⁷⁸, zaś certyfikaty inwestycyjne oferowane w tym trybie mogą być emitowane wyłącznie jako papiery wartościowe na okaziciela (por. art. 121 ust. 1 i 2 u.f.i.). Zapisy na certyfikaty emitowane przez publiczne fundusze zamknięte prowadzone są w trybie ustawy o ofercie publicznej, z uwzględnieniem unormowań art. 118–120 u.f.i., z których wynika w szczególności, że wydanie zezwolenia KNF na utworzenie publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest równoznaczne z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego funduszu lub memorandum informacyjnego funduszu, zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej (art. 119 ust. 1 u.f.i.), a ponadto, spoczywające na publicznym funduszu zamkniętym szczególne obowiązki w zakresie (i) przeprowadzania każdej kolejnej emisji nowych serii certyfikatów również w trybie oferty publicznej (art. 119 ust. 2 u.f.i.) oraz (ii) złożenia wniosku do KNF o dopuszczenie certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku

²⁷⁸ Na mocy nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r. (Dz.U. z 2011 r., Nr 234, poz. 1389), która weszła w życie z dniem 4 grudnia 2011 r., uchylono art. 2 pkt 36) i 37) u.f.i., w których zawarte były definicje legalne pojęć publicznych certyfikatów inwestycyjnych i niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych. Pojęcia te zachowały jednak nadal swój walor doktrynalny w piśmiennictwie.

regulowanym lub wniosku o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu – najdalej w terminie 14 dni od dnia wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych oraz od dnia zamknięcia każdej kolejnej emisji certyfikatów inwestycyjnych zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej (art. 120 ust. 1 u.f.i.).

3.2. Dokonanie wpłat na poczet certyfikatów inwestycyjnych

Analogicznie do przypadku procedury subskrypcji na jednostki uczestnictwa funduszy typu otwartego, w następstwie zebrania odpowiedniej liczby zapisów na certyfikaty inwestycyjne na towarzystwie spoczywa obowiązek zebrania wpłat do funduszu zamkniętego w wysokości określonej w jego statucie, co do zasady z uwzględnieniem odpowiednich przepisów ustawy statuujących minimalny próg pierwszej subskrypcji certyfikatów inwestycyjnych, tj. 4.000.000 zł (art. 15 ust. 1 pkt 4 w zw. z art. 15 ust. 2 u.f.i.). Istotnym odstępstwem od tej reguły jest wprowadzone w art. 15 ust. 4 u.f.i. zwolnienie z obowiązku osiągnięcia ww. minimalnego ustawowego progu wpłat do funduszu w przypadku tworzenia funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu (art. 15 ust. 1a u.f.i.)²⁷⁹.

Przedmiotem wpłat dokonywanych na poczet złożonych zapisów na certyfikaty inwestycyjne są przede wszystkim środki pieniężne. Oprócz tej formy, wpłaty w każdym funduszu zamkniętym mogą być dokonywane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych, pod warunkiem zawarcia w statucie funduszu postanowień o takiej możliwości (art. 7 ust. 2 u.f.i.). Natomiast za *differentia specifica* funduszu zamkniętego uznać należy dopuszczalność dokonywania wpłat w postaci: (i) udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością²⁸⁰ lub (ii) praw na nieruchomościach, wymienionych *expressis verbis* w art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 u.f.i., tj. prawa własności nieruchomości gruntowych, budynkowych, lokalowych oraz prawa użytkowania wieczystego gruntu – również pod warunkiem istnienia stosownej dyspozycji statutowej (art. 128 ust. 1 u.f.i.), z uwzględnieniem szczególnych unormowań ustawy dotyczących

²⁷⁹ Przepis dodany na mocy nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r. (Dz.U. Nr 234, poz. 1389), która weszła w życie z dniem 4 grudnia 2011 r.

²⁸⁰ Szerzej w tej kwestii: por. M. Barczak, *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne...*, s. 10 i n.

dopuszczalności lokat w aktywa nieruchomościowe (por. art. 148 i 149 u.f.i.)²⁸¹. Możliwość wniesienia wkładów niepieniężnych do funduszy zamkniętych podyktowana jest niewątpliwie z jednej strony potrzebą zapewnienia inwestorom w tych funduszach możliwości podejmowania elastycznych decyzji inwestycyjnych, nie pociągających za sobą niekorzystnych ekonomicznie skutków, jakie wiązałyby się z przedwczesnym spieniężeniem tych aktywów, z drugiej zaś strony – potrzebą zapewnienia inwestorom możliwości powierzenia profesjonalnemu podmiotowi zarządzania tymi aktywami²⁸².

W tym kontekście podkreślenia wymaga okoliczność, że podstawę oszacowania wnoszonych do funduszu zamkniętego praw do nieruchomości stanowi każdorazowo wycena dokonywana według przyjętej w statucie funduszu metody dla wyceny aktywów (art. 128 ust. 2 u.f.i.), nie zaś umowa pomiędzy funduszem a inwestorem zamierzającym objąć certyfikaty inwestycyjne²⁸³. Wkłady niepieniężne do funduszu zamkniętego (podobnie jak w przypadku specjalistycznego funduszu otwartego – art. 116 u.f.i.), polegające na wniesieniu powyższych praw majątkowych, co do zasady we wszystkich przypadkach unormowanych w ustawie są traktowane na równi z wpłatami gotówkowymi (art. 7 ust. 3 u.f.i.).

W kwestii wpłat na pokrycie obejmowanych certyfikatów inwestycyjnych w statucie funduszu powinny być unormowane następujące dane (art. 18 ust. 2 pkt 7–9 u.f.i.):

- 1) określenie łącznej wysokości wpłat do funduszu inwestycyjnego (zgodnie z art. 15 ust. 2 lub ust. 4 u.f.i.);
- 2) określenie zdematerializowanych papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem wpłat oraz sprecyzowanie terminów przyjmowania wpłat papierami wartościowymi;
- 3) określenie innych niż zdematerializowane papierów wartościowych, które mogą być przedmiotem wpłat na objęcie certyfikatów inwestycyjnych oraz wskazanie, czy udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub prawa na nieruchomościach, wymienionych w art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 u.f.i., mogą być przedmiotem wpłat na poczet certyfikatów inwestycyjnych.

²⁸¹ Szerzej w tej kwestii: por. G. Borowski, „Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, cz. I i II, *Nieruchomości* 2014, nr 11-12, s. 26 i s. 29.

²⁸² Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 127.

²⁸³ Por. wyrok WSA w Warszawie z dnia 31 marca 2009 r., III SA/Wa 3471/08.

Wpłaty pieniężne do funduszu dokonywane na pokrycie certyfikatów obejmowanych w ramach drugiej i kolejnych emisji są gromadzone na wydzielonym rachunku bankowym, natomiast wpłaty dokonywane w formie zdematerializowanych papierów wartościowych – na rachunku papierów wartościowych funduszu (w przypadku pierwszej emisji – na rachunku towarzystwa), które to rachunki prowadzone są przez depozytariusza (art. 130 ust. 1 u.f.i.), w terminach określonych w statucie, z uwzględnieniem zasad ogólnych obowiązujących wszystkie fundusze (por. art. 26 ust. 1 i 2 w zw. z art. 28 ust. 1 u.f.i.). Podobnie, jak w przypadku funduszy typu otwartego, co do zasady walutą obowiązującą w przypadku dokonywania wpłat pieniężnych jest złoty polski, o ile statut funduszu nie zawiera postanowień zezwalających na dokonanie wpłat w walucie obcej, co może mieć miejsce w przypadku, gdy fundusz zgodnie z zasadami swojej polityki inwestycyjnej może lokować co najmniej 50% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub w instrumenty rynku pieniężnego, a jednocześnie aktywa i pasywa funduszu mogą być ustalane w określonej w statucie walucie obcej (por. art. 13 ust. 1 i 3 u.f.i.).

Z kolei, wpłaty niepieniężne do funduszu zamkniętego tytułem subskrybowanych certyfikatów w ramach drugiej i kolejnych emisji – zgodnie z dyspozycją art. 130 ust. 2 u.f.i. – dokonywane w formie udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub praw na nieruchomościach (art. 147 ust. 1 pkt 1 lit. a i b oraz pkt 2 u.f.i.), analogicznie jak w przypadku pierwszej emisji certyfikatów (art. 28 ust. 1 u.f.i.), wymagają zawarcia umowy przenoszącej własność tych praw między subskrybentem certyfikatów a funduszem w przewidzianej prawem formie szczególnej²⁸⁴, której kopia powinna zostać złożona u depozytariusza. Ponadto, na subskrybencie spoczywa obowiązek złożenia u depozytariusza papierów wartościowych w formie oryginalnych dokumentów, bądź też innych dokumentów (również w oryginale), potwierdzających przysługujące subskrybentowi prawo własności papierów wartościowych niezdematerializowanych, jak np. imiennych świadectw lub zaświadczeń depozytowych, stanowiących dowód zdeponowania tych papierów w określonej instytucji finansowej.

W odniesieniu do wpłat niepieniężnych w postaci praw do nieruchomości i innych aktywów „niepłynnych” pojawia się doniosły problem praktyczny wyceny tych aktywów, z istoty rzeczy nie występujący w przypadku wpłat pieniężnych lub występujący w niewielkim stopniu w przypadku wpłat w postaci papierów wartościowych i innych

²⁸⁴ Por. w tym kontekście art. 180 § 1 k.s.h. i art. 158 k.c. Szerzej w tej kwestii: por. M. Barczak, *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne...*, s. 10 i n.

instrumentów finansowych. Mianowicie, pomiędzy wartością ceny emisyjnej nowych certyfikatów inwestycyjnych a wartością wkładu niepieniężnego do funduszu może zachodzić różnica *in plus* lub *in minus*²⁸⁵, której stwierdzenie winno zostać obiektywnie zweryfikowane. Zagadnienie to zostało unormowane w art. 28 ust. 2a u.f.i. (w odniesieniu do pierwszej emisji certyfikatów) i art. 130 ust. 2a u.f.i.²⁸⁶ (w odniesieniu do drugiej i następnych emisji certyfikatów) w ten sposób, że fundusz powinien dokonać wyceny tych praw (tzn. zlecić sporządzenie odpowiedniego operatu szacunkowego rzeczoznawcy majątkowemu) nie później niż 1 miesiąc przed zawarciem umowy przenoszącej własność i nie później niż 2 miesiące przed terminem rozpoczęcia zapisów na certyfikaty inwestycyjne nowej emisji. W przypadku stwierdzenia niedopłaty lub nadpłaty w stosunku do ceny emisyjnej wynikającej ze złożonego zapisu na certyfikaty, statut funduszu winien regulować sposoby dalszego postępowania w celu zamknięcia emisji certyfikatów i dokonania ewentualnych rozliczeń z uczestnikiem funduszu, z uwzględnieniem dyspozycji art. 29 ust. 3 u.f.i., przewidującego, że możliwość zwrotu nadpłaty ponad cenę emisyjną albo wielokrotność tej ceny w środkach pieniężnych zachodzi jedynie w przypadku, gdy ta nadpłata nie przekracza 10% odpowiednio ceny emisyjnej certyfikatu albo wielokrotności ceny emisyjnej certyfikatu. Wartość wpłat dokonywanych na poczet certyfikatów inwestycyjnych nowych emisji nie jest wliczana do wartości aktywów funduszu aż do momentu przydziału certyfikatów uczestnikom funduszu (art. 130 ust. 3 u.f.i.).

Po myśli art. 132 ust. 1 u.f.i., cena emisyjna certyfikatów inwestycyjnych drugiej i następnych emisji nie może być niższa niż wartość aktywów netto funduszu przypadająca na certyfikat inwestycyjny (WANCI) według wyceny aktywów dokonanej na 7 dni przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów na certyfikaty kolejnej emisji. Wyjątkowo taka sytuacja jest dopuszczalna pod warunkiem, że w statucie funduszu unormowana zostanie maksymalna wysokość różnicy między WANCI funduszu według wyceny z tego dnia a ceną emisyjną certyfikatu kolejnej emisji.

Szczególny tryb emisji oraz wnoszenia wpłat na pokrycie certyfikatów inwestycyjnych może przewidywać statut **funduszu zamkniętego portfelowego**, którego

²⁸⁵ Przy dokonywaniu wpłat należy również uwzględnić wartość opłat manipulacyjnych pobieranych zgodnie ze statutem funduszu z tytułu przeprowadzenia emisji certyfikatów, które to opłaty nie są wliczane do ceny emisyjnej certyfikatów (art. 132 ust. 2 i 3 u.f.i.).

²⁸⁶ Przepisy dodane na mocy nowelizacji ustawy z dnia 4 września 2008 r. (Dz.U. z 2008 r. Nr 231, poz.1546), która weszła w życie z dniem 13 stycznia 2009 r.

cechę charakterystyczną stanowi możliwość dokonywania w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które zgodnie ze statutem funduszu będą oferowane w drodze oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, przy jednoczesnym uwzględnieniu szczególnego sposobu dokonywania lokat aktywów (art. 179 ust. 1 u.f.i.). Nadmienić w tym miejscu należy, iż fundusz portfelowy nie może występować jednocześnie jako fundusz inwestycyjny z wydzielonymi subfunduszami (art. 179 ust. 2 u.f.i.).

W odniesieniu do trybu emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego wyłączone jest zastosowanie przepisów art. 119, 120, 129, 130, 132 i 134 u.f.i., w których unormowano kolejno: tryb zatwierdzenia prospektu emisyjnego publicznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, dopuszczenie jego certyfikatów do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, tryb przyjmowania zapisów i dokonywania wpłat na certyfikaty kolejnych emisji, minimalną cenę emisyjną certyfikatów kolejnych emisji oraz moment zamknięcia emisji certyfikatów poszczególnych emisji (art. 179 ust. 3 u.f.i.). Wyłączenie obowiązywania niektórych z powyższych regulacji w tym szczególnym przypadku jest niewątpliwie uzasadnione specyficzną konstrukcją prawną funduszu portfelowego, który z samej swojej natury dokonuje emisji w sposób ciągły i nieprzerwany, a tym samym przyjęcie założenia, iż za każdym razem fundusz portfelowy musiałby przeprowadzać wzmiankowane powyżej formalne procedury, w praktyce uczyniłoby ten rodzaj funduszu mało atrakcyjnym dla założycieli funduszu i potencjalnych jego inwestorów²⁸⁷.

Niektóre z powyższych unormowań zostały zastąpione *leges speciales*, jak np. art. 179 ust. 4 i 5 u.f.i., z których wynika po pierwsze – równoznaczność wydania przez KNF zezwolenia na utworzenie funduszu portfelowego z zatwierdzeniem jego prospektu emisyjnego obejmującego certyfikaty pierwszej i następnych emisji tego funduszu, co z oczywistych względów uwarunkowane jest koniecznością dokonania wpisu funduszu w rejestrze funduszy inwestycyjnych, a po drugie – obowiązek złożenia przez fundusz portfelowy wniosku o dopuszczenie certyfikatów pierwszej i następnych emisji do obrotu na rynku regulowanym, w terminie zawitym 7 dni od dnia wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych.

²⁸⁷ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 610.

Stosownie do dyspozycji art. 180 ust. 2 u.f.i., emisja certyfikatów funduszu portfelowego może następować w trybie i na zasadach określonych w statucie, w drodze wniesienia do funduszu: (i) pakietu papierów wartościowych lub jego wielokrotności lub (ii) pakietu tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania mających siedzibę za granicą lub jego wielokrotności oraz środków pieniężnych – odpowiadających wartości nabywanych certyfikatów inwestycyjnych. W świetle dyspozycji art. 180 ust. 1 u.f.i. można wyodrębnić zasadniczo trzy kategorie elementów obligatoryjnych statutu funduszu portfelowego: (i) zasady emisji certyfikatów inwestycyjnych, (ii) sposób ustalenia ceny emisyjnej oraz (iii) zasady wykupu certyfikatów inwestycyjnych²⁸⁸. W odniesieniu do użytego w powyższym przepisie terminu „pakiet papierów wartościowych” w piśmiennictwie wyrażono, jak się wydaje, słuszny pogląd, zgodnie z którym oznacza on zbiór papierów wartościowych oznaczonych tym samym kodem w rozumieniu przepisów u.o.i.f. albo takich, co do których przysługują lub z którymi są związane rodzajowo tożsame (jednolite) uprawnienia i obowiązki, przy czym – w celu uniknięcia ewentualnych sporów -postulowane jest w literaturze wyraźne sprecyzowanie w statucie funduszu portfelowego emisji, których poszczególne papiery wartościowe będą tworzyły pakiet, a ponadto – metody oraz daty i sposobu wyceny papierów wartościowych wchodzących w skład pakietu²⁸⁹. Analogiczne wnioski należy wysnuć w odniesieniu do pakietu tytułów uczestnictwa w zagranicznych instytucjach wspólnego inwestowania, a także ich wielokrotności. Z oczywistych względów, w przypadku funduszy portfelowych dopuszczalne są również wpłaty w formie środków pieniężnych (*lege non distinguente* – w walucie polskiej lub obcej), tym niemniej ta forma wkładu również musi być wyraźnie przewidziana w statucie funduszu portfelowego.

W kontekście zagadnienia wpłat do funduszu zamkniętego należy również nadmienić o dosyć istotnym w praktyce zagadnieniu opodatkowania wkładów wnoszonych na pokrycie certyfikatów inwestycyjnych oraz diametralnie zmieniających się w ostatnich latach nurtach w orzecznictwie sądów administracyjnych i NSA w przedmiocie kwalifikacji prawno-podatkowej wpłat na poczet obejmowanych certyfikatów inwestycyjnych jako przychodu należnego do opodatkowania.

²⁸⁸ Odmienne: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 612-613.

²⁸⁹ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 613 oraz M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, komentarz do art. 55 i 63 u.o.i.f., s. 977.

Mianowicie, w wyroku WSA w Warszawie z dnia 7 września 2010 r., III SA/Wa 1505/10 stwierdzono, iż umowa przenosząca własność akcji lub udziałów na poczet objęcia certyfikatów w funduszu ma zawsze charakter umowy odpłatnej, gdyż poprzez wniesienie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, akcji (względnie innych papierów wartościowych) do funduszu inwestycyjnego, w zamian za jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, dochodzi do ich zbycia na rzecz funduszu oraz do jednoczesnego nabycia innych papierów wartościowych lub praw majątkowych (tj. jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych). W konsekwencji zatem w przywołanym judykacie uznano, iż zbycie udziałów lub akcji rodzi po stronie zbywcy prawo do ekwiwalentu (świadczenia wzajemnego), który niewątpliwie powiększa jego aktywa, a użyte w przepisie art. 28 ust. 2 u.f.i. pojęcie „zbycia” odnieść należy do wszelkich form prawnych, w jakich następuje przeniesienie praw z akcji bądź udziałów (w sytuacji zbycia pod tytułem odpłatnym), a zatem również w ramach wpłaty na certyfikaty inwestycyjne²⁹⁰. Następstwem takiego zapatrywania było przyjęcie w wyroku WSA we Wrocławiu z dnia 19 czerwca 2008 r., I SA/Wr 323/08, iż przychód z odpłatnego zbycia powstaje już w momencie przeniesienia tytułu własności akcji na nabywcę (niezależnie od daty faktycznej zapłaty), z którym to momentem wnoszący te papiery wartościowe otrzymuje jako ekwiwalentne świadczenie jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne określonej wartości, która odpowiada wartości wnoszonych papierów wartościowych, stanowiącej dla celów podatkowych przychód należny do opodatkowania na podstawie w art. 17 ust. 1 pkt 6 lit. a u.p.d.o.f. Analogiczne stanowisko zajęły wówczas również inne sądy administracyjne²⁹¹, wywodząc w tej kwestii, iż skoro zgodnie z art. 28 ust. 2 u.f.i. z momentem nabycia certyfikatów funduszu inwestycyjnego dochodzi jednocześnie do zbycia akcji w spółkach komandytowo-akcyjnych lub udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, wnoszonych na pokrycie emitowanych certyfikatów, to tym samym uznać należy, iż z tą chwilą po stronie uczestnika funduszu wnoszącego te aktywa powstaje przychód z tytułu zbycia akcji lub udziałów w spółce. Inaczej mówiąc, według tego poglądu przychód ten nie powstaje dopiero z chwilą otrzymania pieniędzy przez uczestnika funduszu

²⁹⁰ Por. w tym kontekście wyrok WSA we Wrocławiu z dnia 19 czerwca 2008 r., I SA/Wr 323/08 oraz wyrok WSA w Warszawie z dnia 8 lutego 2012 r., VIII SA/Wa 940/2011.

²⁹¹ Por. wyrok WSA w Poznaniu z dnia 13 października 2009 r., I SA/Po 725/09; wyrok WSA w Poznaniu z dnia 8 października 2009 r., I SA/Po 730/09, a także por. M. Barczak, *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne...*, s. 10 i n.

po umorzeniu certyfikatów, lecz już w chwili przeniesienia własności udziałów, bądź akcji na nabywcę – fundusz inwestycyjny, który w zamian za tak dokonaną zapłatę przydziela zbywcy certyfikaty inwestycyjne.

Powyższą linię orzeczniczą ugruntowało również orzeczenie NSA z dnia 1 grudnia 2009 r., II FSK 939/08, w którym wywiedziono, iż zbycie akcji lub udziałów w spółce z o.o. w ramach wpłaty na certyfikaty inwestycyjne w funduszu inwestycyjnym zamkniętym powoduje powstanie przychodu podatkowego, jest ono bowiem formą odpłatnego zbycia akcji lub udziałów, a zatem, skoro przychód ten materializuje się w momencie dokonania wpłaty na certyfikaty inwestycyjne, to tym samym należy przyjąć, iż jeżeli wartość przenoszonych akcji lub udziałów jest wówczas wyższa niż w chwili, kiedy podatnik je nabył, to powstaje po jego stronie dochód do opodatkowania²⁹².

Tym niemniej zaznaczyć należy, iż od pewnego czasu orzecznictwo NSA w tej kwestii uległo dość istotnej zmianie, ponieważ w wyroku NSA z dnia 8 marca 2013 r., II FSK 1479/2011, wskazano, iż dokonywanie wpłat na certyfikaty inwestycyjne papierami wartościowymi lub udziałami w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie podlega opodatkowaniu na podstawie art. 17 ust. 1 pkt 6 lit. a) w związku z art. 11 ust. 1 u.p.d.o.f., albowiem uzyskanie (objęcie) z tytułu tych wpłat certyfikatów inwestycyjnych nie stanowi przychodu podatkowego, o którym mowa w wymienionych przepisach u.p.d.o.f.

3.3. Zamknięcie emisji certyfikatów inwestycyjnych

Zgromadzenie sumy wpłat na poczet subskrybowanych certyfikatów inwestycyjnych zgodnie z warunkami w zakresie progu i terminu przeprowadzenia emisji, określonymi w statucie i w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym (certyfikaty emitowane w sposób publiczny) albo w warunkach emisji certyfikatów (certyfikaty emitowane w sposób niepubliczny) funduszu, skutkuje **zamknięciem emisji** certyfikatów inwestycyjnych. Termin zamknięcia emisji nie może przekraczać ustawowego terminu 2 miesięcy od daty rozpoczęcia przyjmowania zapisów (art. 134 ust. 1 u.f.i.).

Każda kolejna emisja certyfikatów inwestycyjnych może rozpocząć się dopiero po zamknięciu poprzedniej albo po dokonaniu zwrotu subskrybentom wpłat uiszczonych do funduszu – w przypadku niedojścia emisji do skutku ze względu na nieosiągnięcie w określonym terminie tzw. progu emisji, czyli minimalnej sumy wpłat. Wyjątkiem od tej

²⁹² Por. wyrok NSA z dnia 22 sierpnia 2012 r., II FSK 54/2011.

zasady jest sytuacja, w której statut funduszu przewiduje możliwość równoległego przeprowadzania kilku emisji certyfikatów oferowanych w sposób niepubliczny (art. 134 ust. 2 w zw. z art. 127 u.f.i.). W tym kontekście w literaturze wskazuje się, iż certyfikat inwestycyjny należy uważać za wyemitowany, jeżeli jego nabywca uiścił pełną cenę emisyjną, a w konsekwencji pojęcie termin zamknięcia emisji należy odróżnić od terminu niedojścia emisji do skutku²⁹³. Jak się wydaje, stanowisko to opiera się na pewnym uproszczeniu i – jak się wydaje – jest o tyle nietrafne, że nie zawsze opłacenie certyfikatu przez nabywcę oznaczać będzie zamknięcie emisji, a zatem dokonanie wpłat na poszczególne certyfikaty z pewnością jest warunkiem *sine qua non* zamknięcia emisji, jednakże nie jest warunkiem przesądzającym o jej zamknięciu, a tym samym warunkiem dojścia emisji do skutku, ponieważ takim warunkiem jest dopiero zgromadzenie odpowiedniej kwoty wpłat w przepisany terminie.

Zamknięcie pierwszej emisji certyfikatów jest jednym z fundamentalnych warunków utworzenia funduszu inwestycyjnego (art. 15 ust. 1 pkt 4 u.f.i.), a zatem niedojście do skutku pierwszej emisji jest równoznaczne z brakiem możliwości utworzenia funduszu. Natomiast w przypadku, gdy kolejne emisje certyfikatów nie dochodzą do skutku w następstwie braku zgromadzenia stosownej sumy wpłat na certyfikaty, względnie braku objęcia i opłacenia choćby jednego nowego certyfikatu (jeżeli w statucie funduszu nie określono progu emisji)²⁹⁴, na funduszu spoczywa obowiązek niezwłocznego (jednakże nie później niż w ciągu 14 dni od upływu terminu zamknięcia emisji) zwrotu wpłat dokonanych na rzecz funduszu wraz z wartością otrzymanych pożytków i odsetek naliczonych przez depozytariusza za okres od dnia wpłaty na rachunek funduszu do dnia upływu terminu zamknięcia emisji, a także zwrotu pobranych opłat manipulacyjnych. Niedojście do skutku emisji oznacza w każdym przypadku również obowiązek zwrotnego przeniesienia na rzecz subskrybentów wniesionych do funduszu wkładów niepieniężnych w postaci papierów wartościowych, udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, bądź też praw na nieruchomościach, co powinno nastąpić na podstawie odrębnej umowy w formie prawem przewidzianej²⁹⁵ (art. 30 ust. 2 i art. 134 ust. 3 i 4 u.f.i.).

²⁹³ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 509.

²⁹⁴ Por. L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 416.

²⁹⁵ Por. M. Barczak, *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne...*, s. 10. Autor dopuszcza możliwość skorzystania z dyspozycji art. 64 k.c. w przypadku uchylenia się towarzystwa lub funduszu od wykonania tego obowiązku.

Natomiast dojście do skutku emisji oznacza zebranie w ramach procedury subskrypcyjnej wymaganych statutem funduszu i dokumentacją emisyjną (tj. prospektem emisyjnym, memorandum informacyjnym albo warunkami emisji) liczby zapisów i sumy wpłat na poczet subskrybowanych certyfikatów (art. 134 ust. 3 u.f.i.), co w sposób bezpośredni koresponduje z dyspozycją art. 29 ust. 1 u.f.i. (w przypadku pierwszej emisji certyfikatów) i art. 135 u.f.i. (w przypadku kolejnych emisji certyfikatów), w myśl których po zgromadzeniu wpłat w wysokości i terminie określonych w statucie, odpowiednio towarzystwo (na etapie tworzenia funduszu) lub fundusz przydzielają certyfikaty inwestycyjne w terminie 14 dni od dnia zakończenia przyjmowania zapisów, bez względu na liczbę faktycznie złożonych zapisów. W przypadku emisji certyfikatów w sposób publiczny, odpowiednio towarzystwo lub fundusz mają obowiązek zawiadomienia KNF o zamknięciu subskrypcji certyfikatów celem dokonania ich wpisu do prowadzonej przez KNF ewidencji papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej (art. 10 u.o.p.)²⁹⁶, a także dokonania przydziału certyfikatów zgodnie z zasadami określonymi w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym.

3.4. Przydział certyfikatów inwestycyjnych

W ramach pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych dokonanie przydziału nie jest równoznaczne z wydaniem certyfikatów i ma znaczenie czysto techniczne, ponieważ zgodnie z art. 29 ust. 10 u.f.i. certyfikaty mogą być wydawane dopiero po wpisaniu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych – zgodnie z warunkami i sposobem określonymi w statucie funduszu oraz prospekcie emisyjnym, względnie w warunkach emisji certyfikatów. Termin przydziału certyfikatów inwestycyjnych każdej emisji, podobnie jak w przypadku jednostek uczestnictwa, wynosi 14 dni od dnia zakończenia przyjmowania zapisów (art. 29 ust. 1 i art. 135 u.f.i.).

Osoby zapisujące się na emitowane certyfikaty inwestycyjne otrzymują je zasadniczo w takiej liczbie, na jaką zostały złożone zapisy i dokonane wpłaty. Odstępstwo od tej zasady stanowią przypadki wyższego wyniku wyceny nieruchomości lub papierów wartościowych wnoszonych na pokrycie certyfikatów. W takich bowiem przypadkach treść statutu funduszu rozstrzyga o sposobie postępowania w przypadku nadpłaty. Mianowicie, o ile w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych

²⁹⁶ Por. M. Kuźnicka, M. Marczuk (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego...*, s. 48-49.

funduszy inwestycyjnych otwartych istnieje możliwość przyznania części ułamkowej jednostki uczestnictwa, wobec czego nie powstaje tam problem zwrotu nadpłaty po przydziale, o tyle certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi i nie jest możliwe przyznanie ich subskrybentom w ułamkowej części.

W konsekwencji, jeżeli w ramach zapisów zostały wniesione do funduszu wkłady niepieniężne w postaci papierów wartościowych, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, praw do nieruchomości, których wartość ustalona w drodze wyceny przewyższa cenę emisyjną objętych certyfikatów inwestycyjnych, z istoty rzeczy zachodzi konieczność rozliczenia nadpłaty. Sposób postępowania w takim wypadku określa statut funduszu, przy czym istnieje w tym zakresie zasadniczo kilka możliwości: (i) przyznanie uczestnikowi większej liczby certyfikatów, niż to wynika ze złożonego przez niego zapisu (z obowiązkiem ewentualnej dopłaty), (ii) redukcja złożonych zapisów lub (iii) zwrot nadpłaty w gotówce ponad całkowitą cenę emisyjną subskrybowanych certyfikatów w środkach pieniężnych, przy czym w tym ostatnim przypadku zwrot jest możliwy pod warunkiem, że nadpłata nie będzie przekraczać 10% ceny emisyjnej certyfikatu albo wielokrotności ceny emisyjnej certyfikatu (por. art. 29 ust. 2 i 3 u.f.i.). Powyższe rozwiązanie, w pewnym stopniu ograniczające swobodę kształtowania postanowień statutu, zostało wprowadzone najprawdopodobniej celem zapewnienia stabilności finansowej funduszowi zamkniętemu przyjmującemu w ramach zapisów wkłady niepieniężne.

W doktrynie, jeszcze na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r., wyrażono pogląd, że w przypadku pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych – inaczej aniżeli w przypadku przydziału jednostek uczestnictwa – w razie uzyskania odpowiedniej wysokości wpłat, towarzystwo ma co do zasady obowiązek wstrzymania prowadzenia dalszych zapisów i rozpoczęcia procedury rejestracji funduszu²⁹⁷. Stanowisko to znajduje uzasadnienie w potrzebie ochrony interesu osób składających zapisy na certyfikaty, które mogą zasadnie wymagać, aby przyznano im zadeklarowaną przez nich liczbę certyfikatów. Pomimo tego może się jednak zdarzyć, że liczba zapisów zebranych jednocześnie będzie przewyższać wielkość emisji i wówczas konieczna będzie redukcja zapisów według przyjętych w statucie kryteriów przydziału²⁹⁸.

²⁹⁷ Tak: M. Michalski, w: M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 210 i n.

²⁹⁸ *Ibidem*.

Procedura przydziału certyfikatów inwestycyjnych drugiej i kolejnych emisji wprawdzie również winna zakończyć się w terminie 14 dni od dnia zakończenia przyjmowania zapisów (art. 135 u.f.i.), tym niemniej w tym przypadku – inaczej niż podczas pierwszej emisji certyfikatów, kiedy to ich wydanie może nastąpić dopiero po rejestracji funduszu (art. 29 ust. 10 u.f.i.) – przydział jest równoznaczny z wydaniem nowych certyfikatów. Szczegółowa procedura wydania certyfikatów inwestycyjnych stanowi obligatoryjną materię regulacyjną statutu funduszu i prospektu emisyjnego, względnie warunków emisji certyfikatów.

Zasadniczymi przesłankami warunkującymi dokonanie przydziału certyfikatów są: (i) złożenie ważnego i skutecznego zapisu oraz (ii) dokonanie wpłaty na poczet ceny emisyjnej. W drodze wyjątku od powyższej zasady, w art. 137 ust. 1 u.f.i. dopuszczono możliwość uregulowania w statucie funduszu **procedury wydawania uczestnikom certyfikatów imiennych** przed dokonaniem wpłaty całości ceny emisyjnej certyfikatu – analogicznie do rozwiązania znajdującego zastosowanie w odniesieniu do akcji imiennych emitowanych w spółkach akcyjnych i komandytowo-akcyjnych (por. art. 335 § 2 k.s.h. w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h.). Nie bez znaczenia w tym kontekście pozostaje unormowanie wynikające z art. 137 ust. 2 i 4 u.f.i., zgodnie z którym warunkiem zarejestrowania funduszu zamkniętego jest zebranie określonej w statucie wartości wpłat na pokrycie certyfikatów pierwszej emisji, a dokonywanie wpłat na certyfikaty inwestycyjne nieopłacone w całości powinno się odbywać równomiernie na wszystkie certyfikaty. Ponieważ przedmiotowa procedura dotyczy *expressis verbis* certyfikatów imiennych, to *a contrario* należy wykluczyć jej zastosowanie w stosunku do certyfikatów na okaziciela²⁹⁹, w przypadku których identyfikacja każdorazowego podmiotu zobowiązanego do opłacenia certyfikatu byłaby w praktyce niemożliwa.

Na osobie obejmującej certyfikaty nowej emisji, której przydzielono i wydano nieopłacone w całości certyfikaty imienne, spoczywa obowiązek dokonania wpłaty na te certyfikaty na podstawie otrzymanego od funduszu wezwania do dokonania wpłaty, wysłanego listem poleconym zasadniczo co najmniej na 1 miesiąc przed terminem wpłaty, tym niemniej statut funduszu może przewidywać inny tryb doręczenia tego wezwania lub inny termin do dokonania wpłaty, jak również mogą być w statucie przewidziane określone przyczyny uznania przez fundusz niedoręczonego wezwania za doręczone,

²⁹⁹ P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 513.

jeżeli nie jest możliwe skuteczne doręczenie uczestnikowi wezwania. W doktrynie trafnie podkreśla się, iż za pozbawione jakichkolwiek skutków prawnych trzeba uznać ewentualne oświadczenie uczestnika co do wskazania sposobu zaliczenia odpowiednich części wnoszonej kwoty na poszczególne certyfikaty w różnej wysokości³⁰⁰. Podkreślenia w tym kontekście wymaga fakt, iż w zasadzie jedynym ustawowo uregulowanym przypadkiem, w którym osoba zapisująca się na nowe certyfikaty może być zwolniona z obowiązku całkowitego opłacenia już wydanych certyfikatów po częściowej wpłacie jest otwarcie likwidacji funduszu przed doręczeniem tej osobie wezwania do uzupełnienia wpłaty.

Natomiast w innych przypadkach brak terminowej wpłaty nieopłaconej części ceny emisyjnej certyfikatów powoduje po stronie funduszu powstanie roszczeń do subskrybenta o zapłatę: (i) odsetek ustawowych za opóźnienie lub odsetek umownych zastrzeżonych w statucie funduszu (art. 481 § 1 - § 2⁴ k.c.) oraz (ii) odszkodowania, którego wysokość lub sposób jej ustalenia może określać statut funduszu (art. 481 § 3 k.c.). Nadmienić w tym miejscu należy, iż z mocy statutu funduszu subskrybent może być zwolniony w całości lub części z sankcji za opóźnienie w zapłacie zaległości na rzecz funduszu (art. 137 ust. 6 u.f.i.). Ponadto, na uwagę zasługuje okoliczność, iż roszczenie o zapłatę odsetek za opóźnienie w ogóle nie powstanie w sytuacji, gdy wpłaty na certyfikaty mają od samego początku charakter niepieniężny (tj. zgodnie ze statutem i warunkami emisji mają być dokonane w drodze przeniesienia na fundusz papierów wartościowych, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością lub praw na nieruchomościach), ponieważ ze swojej istoty odsetki za opóźnienie należne są w przypadku nieterminowego spełnienia świadczenia pieniężnego (art. 481 § 1 k.c.). Inaczej jednak należałoby ocenić sytuację, w której wpłaty na certyfikaty mają charakter pieniężny w świetle postanowień statutu funduszu i warunków emisji certyfikatów, jednakże *ex post*, tj. po upływie terminu zapłaty nadano im charakter niepieniężny w drodze zawartej pomiędzy funduszem a subskrybentem umowy *datio in solutum*, na podstawie której subskrybent, działając w celu zwolnienia się z zobowiązania, za zgodą funduszu spełnia na jego rzecz inne świadczenie (niepieniężne), co w rezultacie skutkuje wygaśnięciem tego zobowiązania (art. 453 k.c.). W takim bowiem przypadku roszczenie funduszu ma od początku charakter pieniężny i wpłata niepieniężna uzgodniona między stronami już po jego powstaniu

³⁰⁰ Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 513 oraz M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 700.

powinna wyczerpywać sumę ceny emisyjnej certyfikatów i ewentualnych odsetek za opóźnienie w jej zapłacie.

Kolejną sankcją znajdującą zastosowanie *ex lege* wobec uczestnika po upływie terminu płatności subskrybowanych certyfikatów jest pozbawienie **prawa wykonywania głosu** w organach funduszu z nieopłaconych certyfikatów, o ile określonym w statucie terminie dodatkowym, nie przekraczającym 6 miesięcy od upływu pierwotnego terminu płatności, uczestnik ureguluje wobec funduszu wszystkie zaległości z tego tytułu (art. 137 ust. 8 u.f.i.).

Dalej idącą konsekwencją powstania po stronie nabywcy certyfikatów zaległości co do należności głównej, odsetek lub odszkodowania, trwającej przez okres określony w statucie funduszu, jednakże nie dłuższy niż 6 miesięcy, jest powstanie po stronie funduszu obowiązku przeprowadzenia procedury **przymusowego (sankcyjnego) umorzenia** certyfikatów³⁰¹ nieopłaconych w całości oraz dokonania na rzecz uczestnika zwrotu różnicy między WANCI funduszu z dnia umorzenia certyfikatu a sumą należności funduszu z tytułu nieopłacenia w pełni certyfikatu, odsetek lub odszkodowania, który to zwrot powinien nastąpić w terminie określonym w statucie funduszu, nie przekraczającym 1 roku od dnia umorzenia certyfikatu. Końcowym etapem tej procedury jest zawiadomienie przez fundusz uczestnika oraz jego prawnych poprzedników (wpisanych do księgi certyfikatów inwestycyjnych w okresie ostatnich 5 lat) o umorzeniu nieopłaconych certyfikatów wraz ze wskazaniem serii i numerów tych certyfikatów. Zawiadomienia te są dokonywane w formie listów poleconych wysyłanych na adresy uczestnika i jego poprzedników prawnych wskazane w księdze certyfikatów (art. 137 ust. 7 u.f.i.).

Do momentu przydziału certyfikatów inwestycyjnych kolejnych emisji towarzystwo, działające jako organ funduszu zamkniętego, nie ma prawa rozporządzania żadnymi kwotami uiszczonymi przez subskrybentów w związku ze złożeniem zapisów, przy czym zakaz ten dotyczy zarówno wpłat dokonanych na poczet certyfikatów, jak i opłat manipulacyjnych, odsetek od dokonanych wpłat oraz pożytków z tytułu wniesionych praw, do których zaliczają się np. dywidendy od papierów wartościowych lub czynsze najmu nieruchomości (art. 134 ust. 5 u.f.i.).

³⁰¹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 701 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 514. Autorka określa ten etap – jak się wydaje niefortunnie – jako „umorzenie definitywne o charakterze sanacyjnym”.

Przyczyny braku dokonania przydziału certyfikatów inwestycyjnych mogą być rozmaite – np. nieważność złożonego zapisu na certyfikaty, dokonanie zgodnie ze statutem redukcji zapisów, w wyniku której może nastąpić przydział mniejszej liczby certyfikatów niż wynikająca z zapisów, bądź też złożenie przez subskrybenta oświadczenia o uchyleniu się od skutków prawnych złożonego zapisu³⁰².

3.5. Wydanie certyfikatów inwestycyjnych

Bezpośrednią konsekwencją dokonania przez fundusz czynności przydziału certyfikatów inwestycyjnych na warunkach i w sposób określony w warunkach emisji, prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym, jest wykonanie przez fundusz określonych czynności materialno-technicznych równoznacznych z wydaniem certyfikatów, które w zależności od trybu ich emisji mogą obejmować (art. 136 ust. 1 i 2 u.f.i.):

- 1) zapisanie certyfikatów na rachunku papierów wartościowych uczestnika albo na rachunku zbiorczym – w przypadku certyfikatów emitowanych w sposób publiczny; albo
- 2) wpisanie certyfikatów do ewidencji uczestników funduszu – w przypadku certyfikatów zdematerializowanych emitowanych w sposób niepubliczny; albo
- 3) wręczenie uczestnikowi dokumentu certyfikatu lub odcinka zbiorowego obejmującego przydzielone certyfikaty – w przypadku certyfikatów niezdematerializowanych emitowanych w sposób niepubliczny.

ad. 1)

Momentem, w którym dochodzi do uzyskania statusu uczestnika publicznego funduszu zamkniętego jest chwila zapisania certyfikatu na rachunku papierów wartościowych prowadzonym dla nabywcy albo na odpowiednim rachunku zbiorczym, który to wpis ma znaczenie konstytutywne (art. 136 ust. 2 pkt 1 u.f.i.), co stanowi podstawową regułę w obrocie instrumentami finansowymi (art. 7 ust. 1 i 2 u.o.i.f.), a tym samym w literaturze podkreśla się, że podmiot, który na swoim rachunku nie ma zapisanych certyfikatów inwestycyjnych, nie może skutecznie domagać się od funduszu spełnienia świadczenia pieniężnego³⁰³.

³⁰² Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 485-486.

³⁰³ Por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9

W świetle przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i obowiązujących na jej gruncie zasady dematerializacji papierów wartościowych oraz zasady dematerializacji obrotu tymi papierami, **rachunkami papierów wartościowych** są rachunki, na których zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe, prowadzone przez upoważnione do tego ustawowo podmioty, a także rachunki, na których są zapisywane instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego niebędące papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi (art. 4 ust. 1 i 3 u.o.i.f.)³⁰⁴. W doktrynie podkreśla się, że dokonanie zapisu na rachunku wskazuje właściciela papierów wartościowych zapisanych na tymże rachunku, a zatem każda zmiana właściciela pociąga za sobą konieczność dokonania stosownych zapisów na rachunkach papierów wartościowych, a równocześnie rachunek papierów wartościowych stanowi jedyny sposób identyfikacji osoby uprawnionej do zdematerializowanych papierów wartościowych zapisanych na rachunku (odstępstwem od tej zasady są unormowania dotyczące rachunku zbiorczego)³⁰⁵. Jako rachunki papierów wartościowych traktowane są również zapisy dotyczące papierów wartościowych, dokonywane przez (i) podmioty prowadzące działalność maklerską lub (ii) banki powiernicze w związku z ich subskrypcją lub sprzedażą w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej na podstawie umowy o rejestrację tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych – od chwili dokonania rejestracji tych papierów w depozycie, o ile na podstawie tych zapisów możliwa jest identyfikacja osób, którym przysługują prawa z papierów (art. 4 ust. 2 u.o.i.f.).

Z kolei **rachunki zbiorcze**, które mogą być prowadzone na podstawie art. 8a u.o.i.f. przez podmioty uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych w ramach depozytu papierów wartościowych lub systemu rejestracji papierów wartościowych prowadzonego przez NBP, służą do zapisywania zdematerializowanych papierów wartościowych nienależących do osób, dla których rachunki te są prowadzone, lecz należących do innych osób należących do określonego w art. 8a ust. 2 u.o.i.f. katalogu zamkniętego zagranicznych podmiotów. W takim przypadku zdematerializowane papiery wartościowe nie mogą być jednocześnie zapisane na rachunku papierów wartościowych.

³⁰⁴ Por. A. Chłopecki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, opubl. LEX 2014 (komentarz do art. 4 u.o.p., pkt 17) oraz tenże (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, Warszawa 2006, s. 886–887.

³⁰⁵ Por. A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, Warszawa 2006, s. 886–887.

Zgodnie z ogólną regułą wynikającą z art. 8a ust. 5 u.o.i.f., dla potrzeb określenia chwili powstania praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, ich przeniesienia na inną osobę, uzyskania lub utraty uprawnienia z takich papierów wartościowych, a także dla ustalenia dopuszczalności zobowiązania się do ich zbycia, zapis na rachunku zbiorczym jest zrównany z zapisem na rachunku papierów wartościowych pod względem skutków prawnych wynikających z art. 7 u.o.i.f.³⁰⁶.

Certyfikaty inwestycyjne emitowane przez publiczne fundusze zamknięte bezpośrednio po zamknięciu emisji podlegają obligatoryjnej rejestracji w KDPW (art. 5 ust. 4 u.o.i.f.), a przed dokonaniem pierwszego zapisu na rachunku papierów wartościowych powinny być w całości opłacone (argument *a contrario* z art. 137 ust. 1 i 2 w zw. z art. 121 ust. 1 *in fine* u.f.i.), co jest weryfikowane przez depozytariusza na etapie postępowania rejestrowego³⁰⁷. Kolejnym etapem po rejestracji certyfikatów w KDPW jest złożenie do KNF wniosku o dopuszczenie certyfikatów do obrotu na rynku regulowanym lub wniosku o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu, co powinno nastąpić najpóźniej w ciągu 14 dni liczonych od (i) dnia wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych – w przypadku pierwszej emisji lub (ii) dnia zamknięcia każdej kolejnej emisji certyfikatów zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej (art. 120 ust. 1 u.f.i.). Analogiczny wniosek ma obowiązek złożyć fundusz, którego statut ma ulec zmianie umożliwiającej dopuszczenie już wyemitowanych certyfikatów do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie ich do alternatywnego systemu obrotu (tj. gdy zmiana ta nie jest połączona z nową emisją certyfikatów inwestycyjnych), jednakże w tym przypadku rzeczony termin 14 dni liczony jest od dnia doręczenia funduszowi stosownego zezwolenia KNF (art. 120 ust. 2 w zw. z art. 117a ust. 1 u.f.i.), przy czym w obu przypadkach termin ten może zostać wyjątkowo przedłużony przez KNF o kolejne 7 dni, o ile nie będzie to sprzeczne z interesem uczestników funduszu (art. 120 ust. 3 u.f.i.).

ad. 2)

W przypadku przeprowadzania emisji certyfikatów nieposiadających formy dokumentu (zdematerializowanych) oferowanych w sposób niepubliczny momentem miarodajnym dla powstania praw i obowiązków wynikających z certyfikatów jest chwila dokonania wpisu uczestnika wraz z liczbą przydzielonych mu certyfikatów do **ewidencji**

³⁰⁶ Szerzej w tej kwestii: por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego* ..., s. 782-788.

³⁰⁷ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach* ..., s. 511.

uczestników funduszu (art. 136 ust. 2 pkt 3 u.f.i.). W obecnym stanie prawnym fundusze zamknięte są zobowiązane do prowadzenia ewidencji uczestników funduszu dla potrzeb rejestracji wyemitowanych zdematerializowanych certyfikatów imiennych, a dokonywane wpisy w tej ewidencji również mają charakter konstytutywny³⁰⁸. Uczestnikowi funduszu zamkniętego prowadzącego ewidencję uczestników funduszu przysługuje roszczenie do funduszu o wydanie zaświadczenia z tejże ewidencji, potwierdzającego dokonanie wpisu na rzecz uczestnika przydzielonych mu certyfikatów (art. 136 ust. 3 u.f.i.).

ad. 3)

Ostatnim sposobem wydania certyfikatów inwestycyjnych, z którym również powiązany jest skutek w postaci powstania praw i obowiązków wynikających z tych papierów wartościowych jest fizyczne wręczenie (*traditio*) dokumentu obejmującego jeden lub większą liczbę objętych certyfikatów (art. 136 ust. 2 pkt 2 u.f.i.). Z istoty rzeczy sposób ten znajduje zastosowanie wyłącznie w przypadku emisji certyfikatów niezdematerializowanych imiennych lub na okaziciela emitowanych w sposób niepubliczny (por. art. 121 ust. 1 *in fine* u.f.i.).

Dodatkowym obowiązkiem ewidencyjnym, spoczywającym na funduszu zamkniętym w przypadku wprowadzenia w statucie postanowień ograniczających zbywalność certyfikatów inwestycyjnych (art. 121 ust. 8 u.f.i.) lub wprowadzających możliwość wydania certyfikatów uczestnikowi bez opłacenia w całości ceny emisyjnej (art. 137 ust. 1 u.f.i.), jest prowadzenie **księgi certyfikatów inwestycyjnych**, w której odnotowywane są następujące dane dotyczące certyfikatu: (i) nazwisko i imię albo firma (nazwa) uczestnika, (ii) siedziba i adres uczestnika lub jego adres do doręczeń, (iii) wysokość dokonanych wpłat oraz dokonywany wyłącznie na wniosek uprawnionego (iv) wpis o przeniesieniu certyfikatów na inną osobę wraz z datą wpisu (art. 122 ust. 3 u.f.i.). W praktyce instytucja księgi certyfikatów inwestycyjnych znajduje zastosowanie w przypadku częściowego opłacania certyfikatów w trakcie ich emisji, kiedy niezbędna jest rejestracja sukcesywnie dokonywanych wpłat z upływem terminów określonych w warunkach emisji certyfikatów, bądź też na wezwanie funduszu zgodnie z realizowaną przezeń strategią inwestycyjną.

³⁰⁸ Na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. wpis do rejestru uczestników funduszu zamkniętego i mieszanego miał charakter wyłącznie deklaratoryjny; szerzej w tej kwestii: por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9.

3.6. Konwersja, podział i scalanie certyfikatów inwestycyjnych

Certyfikaty inwestycyjne, podobnie jak to ma miejsce w przypadku jednostek uczestnictwa, mogą podlegać przekształceniom (konwersji) wyłącznie w przypadkach wskazanych w ustawie i statucie funduszu. Jednakże, z mocy przepisu art. 121 ust. 11³⁰⁹ u.f.i., taka operacja jest dopuszczalna tylko w przypadku przekształcenia certyfikatów imiennych w certyfikaty emitowane na okaziciela, pod warunkiem (i) dokonania odpowiedniej zmiany statutu funduszu, a w odniesieniu do certyfikatów imiennych uprzywilejowanych co do wykupu lub uprzywilejowanych co do prawa głosu (art. 121 ust. 4 lub 7 u.f.i.) – również pod warunkiem (ii) uzyskania pisemnej zgody zainteresowanego uczestnika pod rygorem nieważności. Ponadto, każdy rodzaj konwersji certyfikatów imiennych w certyfikaty na okaziciela wymaga podjęcia uchwały zgromadzenia inwestorów w przedmiocie wyrażenia zgody na taką konwersję, podjętej kwalifikowaną większością głosów uczestników reprezentujących co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych funduszu (art. 144 ust. 3 pkt 5 i ust. 4 u.f.i.).

Na uwagę zasługuje fakt, iż w świetle przepisów ustawy nie jest dopuszczalna konwersja w odwrotną stronę, tzn. przekształcenie certyfikatów na okaziciela w certyfikaty imienne, która wśród innych typów papierów wartościowych dopuszczalna jest np. w przypadku akcji³¹⁰ (por. art. 334 § 2 k.s.h.). W aspekcie doktrynalnym trudno doszukać się powodów, dla których ustawodawca wykluczył taką możliwość konwersji w przypadku certyfikatów funduszy zamkniętych.

W przedmiocie konwersji akcji w literaturze podnosi się, iż operacja ta może prowadzić zarówno do poprawy pozycji prawnej akcjonariusza w spółce, jak i do jej pogorszenia. Z jednej strony bowiem strony akcjonariusz uprawniony z akcji na okaziciela poprzez zamianę na akcje imienne uzyskuje potencjalną możliwość uprzywilejowania, jeżeli jest ono przewidziane w statucie dla akcji imiennych, a z drugiej strony akcjonariusz uprawniony z akcji imiennych po ich konwersji zasadniczo może stracić uprzywilejowanie związane z posiadanymi akcjami, ponieważ akcje na okaziciela co do zasady nie mogą być uprzywilejowane (z wyjątkiem akcji niemych – art. 353 § 3 k.s.h.), tym niemniej

³⁰⁹ Przepis dodany na mocy nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r. (Dz.U. z 2011 r. Nr 234, poz. 1389), która weszła w życie z dniem 4 grudnia 2011 r.

³¹⁰ Uprawnienie akcjonariusza do konwersji akcji wynika *ex lege* i nie musi być przewidziane w statucie. Szerzej w tej kwestii: por. R.L. Kwaśnicki, P. Letolc, *Dopuszczalność i ograniczenia dokonywania zamiany akcji w spółce akcyjnej*, Monitor Prawniczy 2011, nr 1, s. 62-64.

inicjatorem takiej zamiany jest zawsze akcjonariusz³¹¹. Przenosząc powyższe rozważania na grunt regulacji dotyczących konwersji certyfikatów inwestycyjnych wskazać należy, iż *de lege lata* na konwersji certyfikatów uczestnik może jedynie stracić przewidziane w statucie dla posiadanych certyfikatów uprzywilejowanie co do: (i) sposobu lub wysokości pobieranych opłat obciążających aktywa funduszu, (ii) wysokości udziału w dochodach funduszu, (iii) wysokości udziału w aktywach netto funduszu w przypadku jego likwidacji (art. 121 ust. 4 u.f.i.), bądź też (iv) co do głosu (art. 121 ust. 7 u.f.i.). Niemniej jednak, podobnie jak w przypadku akcji, inicjatorem takiej zmiany może być tylko zainteresowany uczestnik, którego pisemna zgoda jest zawsze wymagana w przypadku konwersji certyfikatów (art. 121 ust. 11 zd. 2 *in fine* u.f.i.).

Od przypadku konwersji certyfikatów należy odróżnić ich **podział** (*split*), czyli operację dokonywaną przez fundusz inwestycyjny, oznaczającą zwiększenie liczby istniejących certyfikatów w ten sposób, że każdemu uczestnikowi funduszu przysługiwać będzie zwielokrotniona liczba certyfikatów, jednakże o odpowiednio zmniejszonej jednostkowej wartości, natomiast bez jednoczesnej zmiany zakresu praw przypadających na certyfikat³¹². Certyfikaty inwestycyjne mogą być dzielone niezależnie od tego, w jakim trybie zostały wyemitowane (tj. w sposób publiczny albo niepubliczny), jednak podstawowe znaczenie w tym względzie ma odpowiednie unormowanie tej kwestii w statucie funduszu, w którym w szczególności winny być określone: (i) sposób podziału certyfikatów inwestycyjnych oraz (ii) sposób dokonywania ogłoszeń o zamiarze dokonania podziału (art. 36 ust. 1 i 2 u.f.i.). W wyniku dokonanego podziału powstaje ta sama, równa liczba części odpowiadających wartości aktywów netto przypadających na jeden certyfikat inwestycyjny (WANCI), a liczba certyfikatów powstałych na skutek podziału musi odpowiadać całkowitej wartości aktywów netto funduszu (WAN). Tym samym, w następstwie podziału nie dochodzi do zmiany wartości aktywów funduszu reprezentowanych przez certyfikaty, jednakże dzięki podziałowi możliwe jest uzyskanie większej płynności certyfikatów, podobnie jak to się czyni w przypadku akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym³¹³. Możliwość podziału certyfikatów nie narusza **zasady niepodzielności certyfikatu**, wyartykułowanej w art. 122 ust. 2 u.f.i.,

³¹¹ Por. A. Szumański (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t.19, s. 128, powołujący się w tym przypadku na zasadę *volenti non fit iniuria*; pogląd ten aprobują również R.L. Kwaśnicki, P. Letolc, *Dopuszczalność...*, s. 63.

³¹² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 488.

³¹³ Por. A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t.19, s. 891.

oznaczającej zakaz dokonywania obrotu ułamkowymi częściami certyfikatów, a także prawami inkorporowanymi w tychże częściach ułamkowych³¹⁴, a zatem odmiennie aniżeli jest w przypadku jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych typu otwartego.

Odmienną od konwersji operacją jest również **scalanie** certyfikatów, a zatem proces odwrotny do podziału certyfikatów, który polega na łączeniu certyfikatów przyznających jednakowe prawa majątkowe (art. 36 ust. 4 u.f.i.), w następstwie czego powstaje mniejsza liczba certyfikatów inwestycyjnych o większej wartości aktywów netto przypadających na jeden certyfikat inwestycyjny (WANCI), przy nie zmienionej całkowitej wartości aktywów netto funduszu (WAN). Dopuszczalność scalania certyfikatów zależy od zawarcia w statucie funduszu stosownej regulacji w tej materii, tym niemniej co do zasady certyfikaty mogą być scalane bez względu na tryb, w jakim zostały wyemitowane (tj. w sposób publiczny albo niepubliczny). W praktyce operacja ta jest wykorzystywana w celu zwiększenia kontroli nad zbyt rozdrobnionym stanem posiadania uczestników³¹⁵, celem zapewnienia odpowiedniej koncentracji tytułów uczestnictwa znajdujących się we władaniu znaczącej grupy inwestorów.

4. Uwagi podsumowujące

Moment nabycia statusu uczestnika z istoty rzeczy podlega zróżnicowaniu w zależności od rodzaju tytułów uczestnictwa wydawanych przez fundusz inwestycyjny. Niezależnie od powyższego, cechą charakterystyczną wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych w każdym przypadku i trybie nabywania tytułów uczestnictwa jest to, że warunkiem koniecznym nabycia statusu uczestnika funduszu inwestycyjnego jest dokonanie przydziału i wydanie osobie uprawnionej co najmniej jednego tytułu uczestnictwa (lub jego ułamkowej części – w przypadku jednostek uczestnictwa) w drodze rejestracji tego tytułu uczestnictwa w odpowiednim dla danego typu funduszu rejestrze, tj. w rejestrze uczestników funduszu lub ewidencji uczestników funduszu, bądź też na jego rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym, względnie poprzez fizyczne wręczenie dokumentu (papieru wartościowego) reprezentującego jeden lub więcej tytułów uczestnictwa. Specyfika występowania certyfikatów inwestycyjnych również w postaci

³¹⁴ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 487-488.

³¹⁵ *Ibidem*, s. 488-489.

dokumentu (niezdematerializowanej) ma niewątpliwie wpływ na zróżnicowanie sposobu wydania tych tytułów uczestnictwa.

Obydwie ustawowe odmiany tytułów uczestnictwa łączy stosunkowo podobny ogólny mechanizm nabycia statusu uczestnika, polegający na złożeniu zapisów na tytuły uczestnictwa, dokonaniu wpłat celem ich pokrycia, a w końcu – dokonaniu przez fundusz czynności przydziału i wydania tytułów uczestnictwa osobom uprawnionym (subskrybentom). W obu przypadkach podobny jest również mechanizm konwersji na tytuły uczestnictwa innego typu w ramach danego rodzaju funduszu.

Natomiast w sposób istotny jednostki uczestnictwa różnią się od certyfikatów inwestycyjnych odmiennością trybów nabywania tytułów uczestnictwa, jak również dopuszczalnością i zakresem ograniczeń możliwości ich nabywania, a w szczególności dopuszczalnością czasowego zawieszania zbywania (i jednocześnie odkupywania) tytułów uczestnictwa przez fundusz. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych możliwe są również operacje podziału i scalania tytułów uczestnictwa.

Rozdział IV

ROZPORZĄDZANIE TYTUŁAMI UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne

Jedną z zasadniczych różnic konstrukcyjnych pomiędzy jednostkami uczestnictwa a certyfikatami inwestycyjnymi stanowi kwestia dopuszczalności rozporządzania tytułami uczestnictwa w funduszu oraz ustawowo zastrzeżone sposoby tego rozporządzania. W tym zakresie ustawodawca wprowadził istotne rozróżnienie pomiędzy tytułami uczestnictwa w poszczególnych typach funduszy inwestycyjnych.

Mianowicie, cechą charakterystyczną jednostek uczestnictwa jest możliwość ich zbycia i odkupienia jedynie w relacji pomiędzy funduszem a uczestnikiem, a tym samym co do zasady wykluczona jest możliwość zbywania jednostek uczestnictwa przez samych uczestników na rzecz osób trzecich (z wyjątkiem czynności prawnych *mortis causa*). Równocześnie, jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane przez fundusz na każde żądanie uczestnika funduszu, które w zależności od sytuacji może mieć charakter prawny: (i) oświadczenia woli o przyjęciu oferty nabycia jednostek uczestnictwa złożonej przez fundusz (art. 66 k.c.) – w przypadku zbycia jednostek uczestnictwa przez fundusz, bądź też (ii) oświadczenia woli o odstąpieniu od umowy o uczestnictwo w funduszu – w przypadku odkupienia wszystkich jednostek należących do uczestnika, względnie (iii) oświadczenia woli o zmianie treści umowy o uczestnictwo w funduszu – w przypadku odkupienia jedynie części jednostek należących do uczestnika. Ponieważ z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa ulegają umorzeniu *ex lege*, nie jest możliwe ich dalsze zbywanie przez fundusz na rzecz innych potencjalnych inwestorów.

Natomiast certyfikaty inwestycyjne, z uwagi na przypisany im ustawowy charakter papierów wartościowych, stanowią instrumenty finansowe w pełni zbywalne na rzecz osób trzecich, z zastrzeżeniem ograniczeń statutowych w przypadku certyfikatów imiennych, co stanowi rozwiązanie analogiczne do stosowanych na gruncie prawa spółek handlowych. Cechą specyficzną dla certyfikatów inwestycyjnych, wyróżniającą je na tle innych udziałowych papierów wartościowych jest procedura ich wykupu dobrowolnego, która może być zainicjowana przez samego właściciela certyfikatu, bez konieczności podejmowania w tej sprawie uchwał organów emitenta (jak to ma miejsce np. na gruncie prawa spółek handlowych). W tym zakresie wyraźną analogię do jednostek uczestnictwa stanowi skutek prawny w postaci umorzenia certyfikatów następujący *ex lege* z chwilą ich wykupu. Z kolei rozporządzanie certyfikatami podlega trybom uzależnionym przede wszystkim od formy prawnej certyfikatów (zdematerializowane, niezdematerializowane) oraz trybu ich emisji (publiczna, prywatna).

2. Zbywanie tytułów uczestnictwa

2.1. Zasada niezbywalności jednostek uczestnictwa

Do najbardziej specyficznych cech jednostek uczestnictwa w funduszach typu otwartego należy zasada ich niezbywalności na rzecz osób trzecich, co należy rozumieć jako zakaz przenoszenia prawa własności jednostek uczestnictwa w drodze czynności prawnych *inter vivos* na rzecz podmiotów trzecich (tzn. innych niż fundusz przyznający jednostki i zobligowany do ich odkupienia).

W konsekwencji, każda czynność prawna zmierzająca do przeniesienia własności jednostek uczestnictwa na inną osobę aniżeli fundusz jest dotknięta sankcją bezwzględnej nieważności jako sprzeczna z przepisem ustawy (art. 58 § 1 k.c. w zw. z art. 83 ust. 2 u.f.i.). W świetle przedmiotowej zasady, za niedopuszczalne należy również uznać wszelkie czynności prawne prowadzące do cesji wierzytelności przysługującej uczestnikowi wobec funduszu z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, ponieważ prowadziłyby to w istocie rzeczy do obejścia powyższego bezwzględnie obowiązującego przepisu ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Zasada niezbywalności jednostek uczestnictwa ma w założeniu przeciwdziałać powstaniu obrotu wtórnego jednostkami uczestnictwa oraz wykorzystywaniu ich jako *sui generis* środka rozliczeniowego³¹⁶.

2.2. Dziedziczenie jednostek uczestnictwa

Zakaz zbywania jednostek uczestnictwa i przelewu wierzytelności z nich wynikających na rzecz osób trzecich powoduje, iż nie mogą być one przedmiotem czynności prawnych rozporządzających ze skutkiem za życia uczestnika funduszu (*inter vivos*). Natomiast mogą one być przedmiotem dziedziczenia ustawowego, jak również czynności prawnych dokonywanych przez uczestnika na wypadek śmierci (*mortis causa*). W odniesieniu do jednostek uczestnictwa dopuszczalność dziedziczenia wynika *expressis verbis* z art. 83 ust. 3 u.f.i. Przepis ten *prima facie* stanowi potwierdzenie normy wynikającej z art. 922 k.c., aczkolwiek jego obecność w ustawie jest konieczna, a to ze względu na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa, wyrażoną w art. 83 ust. 2 u.f.i., wobec którego ust. 3 tego artykułu stanowi *lex specialis*. Na marginesie i jedynie dla porządku zaznaczyć należy, iż brak analogicznego unormowania w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych nie oznacza oczywiście wyłączenia dopuszczalności ich dziedziczenia, skoro prawa i obowiązki majątkowe inkorporowane w tych tytułach uczestnictwa podlegają spadkobranii na zasadach ogólnych, podobnie jak w przypadku innych papierów wartościowych (por. art. 922 k.c. i art. 121 u.f.i.)³¹⁷. Tym niemniej, w aspekcie historycznym warto wspomnieć o tym, że dopuszczalność dziedziczenia jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych budziła istotne kontrowersje interpretacyjne już na gruncie pierwotnego tekstu ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych z 1991 r., które to kontrowersje zostały ostatecznie usunięte na skutek jej nowelizacji z 1993 r.³¹⁸.

Na gruncie stanu prawnego obowiązującego przed dniem 23 października 2011 r. w doktrynie panowała zgodność, że przepis art. 83 ust. 3 u.f.i. obejmuje wszystkie

³¹⁶ Por. A. Chłopecki, *Jednostki uczestnictwa*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 9, s. 31 i G. Borowski, (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 362.

³¹⁷ Por. E. Skowrońska, *Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga IV – Spadki*, Warszawa 1995, s. 20 (uwaga nr 100 do art. 922 k.c.).

³¹⁸ Por. L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 345.

czynności *mortis causa*³¹⁹. Jednakże w następstwie nowelizacji Kodeksu cywilnego z dnia 18 marca 2011 r.³²⁰, na mocy której wprowadzono do polskiego porządku prawnego instytucję zapisu windykacyjnego (art. 981¹-981⁶ k.c.), mającą zastosowanie do praw majątkowych zbywalnych (por. art. 981¹ § 2 k.c., zawierający enumeratywne wyliczenie przedmiotów zapisu windykacyjnego), wyłączona jest możliwość objęcia jednostek uczestnictwa zapisem windykacyjnym³²¹.

W kontekście dziedziczenia jednostek uczestnictwa wskazać również należy, iż w art. 111 u.f.i. przewidziano analogiczną regulację do przepisów art. 55 i 56 u.p.b., z których wynika obowiązek wypłaty przez bank odpowiednich sum z rachunków i lokat bankowych w przypadku śmierci ich posiadacza na rzecz osób przedstawiających dowód poniesienia kosztów pogrzebu (a także kwot równych wpłatom na rachunki dokonanych przez organ wypłacający świadczenie z ubezpieczenia lub zabezpieczenia społecznego albo uposażenie w stanie spoczynku – brak takiego unormowania w art. 111 u.f.i.) oraz na rzecz uposażonych osób bliskich zmarłego posiadacza rachunku lub lokaty. Osobami uprawnionymi do otrzymania odpowiednich kwot tytułem odkupienia jednostek uczestnictwa w razie śmierci uczestnika są odpowiednio: (i) osoba legitymująca się dowodem poniesienia kosztów urządzenia pogrzebu uczestnika, przeprowadzonego zgodnie ze zwyczajem przyjętym w danym środowisku oraz (ii) osoba wskazana przez uczestnika funduszowi jako uposażona (tzw. dyspozycja na wypadek śmierci, która może być w każdym czasie odwołana lub zmieniona, zgodnie z art. 111 ust. 4 u.f.i.). W tym ostatnim przypadku suma należności do wypłaty z tytułu odkupionych jednostek uczestnictwa nie może przekroczyć: (i) równowartości przypadającego na ostatni miesiąc przed śmiercią uczestnika funduszu 20-krotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw bez wypłat nagród z zysku, ogłaszanego przez Prezesa GUS, ani (ii) łącznej wartości jednostek uczestnictwa zapisanych w rejestrze uczestnika.

Odstępstwem od powyższej zasady jest sytuacja, w której uczestnik nabył jednostki uczestnictwa wspólnie z inną osobą (która przeżyła otwarcie spadku po współuczestniku)

³¹⁹ Por. M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001, s. 61 oraz L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 345.

³²⁰ Dz. U. z 2011 r., Nr 85, poz. 458. Nowelizacja weszła w życie z dniem 23 października 2011 r.

³²¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 362; szerzej w tej kwestii: por. W. Żukowski, *Projektowane wprowadzenie zapisu windykacyjnego do polskiego prawa spadkowego*, KPP 2010, z. 4.

i stąd są one zapisane we wspólnym rejestrze (art. 111 ust. 2 u.f.i.). Wówczas ani kwoty wypłacone osobom uprawnionym zgodnie z art. 111 ust. 1 u.f.i., ani też jednostki uczestnictwa, które wprawdzie nie zostały wykupione w ramach omawianej procedury, lecz odpowiadają łącznie wartościom wskazanym w powyższym przepisie ustawy, nie stanowią przedmiotu dziedziczenia, a tym samym nie wchodzi do masy spadkowej. Wszystkie pozostałe jednostki uczestnictwa oraz niepobrane przez uczestnika kwoty pieniężne znajdujące się na jego rachunku wchodzi za to do spadku na zasadach ogólnych.

Na marginesie, w tym kontekście wspomnieć należy o poglądach wyrażonych w literaturze i orzecznictwie sądów administracyjnych w przedmiocie zagadnienia, czy uprawnienie spadkodawcy do uwzględnienia kosztu nabycia jednostek uczestnictwa przy ustalaniu dochodu z ich zbycia ma charakter majątkowy i podlega sukcesji w rozumieniu art. 97 § 1 Ordynacji podatkowej. W szczególności, wskazuje się w piśmiennictwie, iż uregulowana w art. 23 ust. 1 pkt 38) *in fine* u.p.d.o.f. instytucja odłożenia w czasie prawa do odliczenia wydatków na nabycie jednostek uczestnictwa do momentu ich zbycia stanowi wyłącznie element konstrukcyjny podatku dochodowego od dochodów z takich instrumentów³²². Zgodnie z powołanym przepisem, wydatki takie są kosztem uzyskania przychodu z odpłatnego zbycia m.in. w drodze odkupienia albo umorzenia tytułów uczestnictwa w funduszach – w związku z tym w orzecznictwie przyjmuje się, że spadkodawca nabywa prawo do uwzględnienia przy ich zbyciu wydatków poniesionych na nabycie jednostek uczestnictwa już z chwilą ich nabycia od funduszu, natomiast prawo do rozpoznania tych wydatków jako kosztu uzyskania przychodu aktualizuje się dopiero z chwilą ich zbycia (w tym przypadku na skutek otwarcia spadku). Konkludując, z uprawnienia tego skorzystałby spadkodawca, gdyby dokonał zbycia instrumentów finansowych za życia, a zatem prawo to – pomimo konkretyzacji dopiero z dniem otwarcia spadku – ma charakter majątkowy i stanowi przedmiot sukcesji spadkobierców, o której mowa w art. 97 § 1 o.p.³²³.

³²² Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 362.

³²³ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 362-363. Autor powołuje w tym kontekście wyroki WSA w Warszawie: z dnia 28 lipca 2011 r., III SA/Wa 31/11, LEX nr 863065, oraz z dnia 12 stycznia 2012 r., III SA/Wa 822/11, LEX nr 1109927; por. jednak odmiennie NSA w wyroku z dnia 10 lutego 2009 r., II FSK 1624/07, LEX nr 518744; wyrok NSA z dnia 2 grudnia 2011 r., II FSK 2557/10, LEX nr 1089063.

2.3. Zbywalność certyfikatów inwestycyjnych i jej ograniczenia

2.3.1. Zagadnienia ogólne

Podstawową cechą odróżniającą certyfikaty inwestycyjne od jednostek uczestnictwa jest ich **zbywalność** na rzecz osób trzecich – niezależnie od możliwości ich wykupu przez fundusz (por. art. 138 u.f.i.)³²⁴. Sposób rozporządzenia certyfikatem inwestycyjnym zależy zarówno od formy tego papieru wartościowego (certyfikaty imienne lub na okaziciela), jak i trybu jego emisji (tzw. certyfikaty publiczne i niepubliczne). Pojęcie zbywalności obejmuje każdą prawnie dopuszczalną formę przeniesienia własności, z uwzględnieniem przepisów art. 155 i 156 u.f.i. (sukcesja singularna), co oznacza, że certyfikaty inwestycyjne mogą być przedmiotem obrotu prawnego odbywającego się na zasadach ogólnych znajdujących zastosowanie do papierów wartościowych, tj. przepisami działu II tytułu XXXVII księgi trzeciej Kodeksu cywilnego (art. 921⁶ – 921¹⁶ k.c.) oraz przepisami rozdziału pierwszego działu II ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 14 – 20a u.o.i.f.), w stosunku do których *leges speciales* stanowią przepisy rozdziału 3 działu V u.f.i. (art. 117-157 u.f.i.)³²⁵.

W przypadku certyfikatów emitowanych na okaziciela ich zbywalność nie może być ograniczona treścią statutu funduszu (argument *a contrario* z art. 121 ust. 8 u.f.i.). Natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych ustawa przewiduje możliwość wprowadzenia w statucie określonych restrykcji dotyczących czynności prawnych zobowiązujących i rozporządzających tymi papierami wartościowymi. W szczególności, restrykcje te mogą polegać na: (i) obowiązku uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów, z uwzględnieniem szczegółowej procedury jej wyrażenia (np. udzielenie zgody w określonej formie, oznaczenie terminu do wskazania nabywcy w przypadku odmowy zgody, wynoszącego maksymalnie 2 miesiące od dnia zgłoszenia zamiaru zbycia, oznaczenie ceny zbycia lub sposobu jej określenia oraz terminu zapłaty ceny), względnie na (ii) wskazaniu w statucie innych rodzajów ograniczeń zbywania

³²⁴ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 514. Autorka słusznie wskazuje, iż skup certyfikatów własnych (bez wykupu i umorzenia) przez fundusz mógłby prowadzić do zachwiania równowagi w obrocie wtórnym, a nawet do manipulacji na rynku finansowym (por. art. 12 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U. UE.L.2014.173.1 z dnia 12 czerwca 2014 r. oraz art. 183 u.o.i.f.).

³²⁵ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 454.

certyfikatów – z obowiązkiem oznaczenia w statucie terminu oraz szczegółowego trybu i warunków stosowania takiego ograniczenia (art. 121 ust. 8 u.f.i.). W tym kontekście zaznaczyć należy, iż w aktualnym stanie prawnym, w związku z uchyleniem z dniem 13 stycznia 2009 r. przepisu art. 121 ust. 9 u.f.i.³²⁶, przewidującego sankcję w postaci bezskuteczności ograniczenia zbywania certyfikatów w przypadku braku w statucie któregokolwiek z postanowień zawartych w art. 121 ust. 8 u.f.i., odpowiednie postanowienia statutu, przewidujące sprzeczne z ustawą ograniczenia, dotknięte będą sankcją nieważności (art. 58 k.c.).

Przeniesienie własności certyfikatów inwestycyjnych wymaga odpowiednio:

- 1) fizycznego wręczenia dokumentu – w przypadku certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela (art. 921¹² k.c.; por. art. 136 ust. 2 pkt. 2 lit. a) u.f.i.) albo
- 2) przelewu praw połączonego z wydaniem dokumentu – w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych emitowanych w formie dokumentu emitowanych w sposób niepubliczny (art. 921⁸ k.c.; por. art. 136 ust. 2 pkt. 2 lit. a) u.f.i.); albo
- 3) przelewu praw połączonego z wpisem nabywcy do ewidencji uczestników funduszu – w przypadku certyfikatów imiennych nieposiadających formy dokumentu, emitowanych w sposób niepubliczny (art. 136 ust. 2 pkt. 2 lit. b) u.f.i. i art. 123 ust. 2 u.f.i.); albo
- 4) złożenia dyspozycji kupna w obrocie zorganizowanym oraz zapisu nabywcy na rachunku papierów wartościowych należącym do nabywcy lub na rachunku zbiorczym – w przypadku certyfikatów emitowanych przez publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte (art. 7 ust. 2 u.o.i.f.).

2.3.2. Zbywanie certyfikatów inwestycyjnych imiennych

Problematyka przeniesienia praw i obowiązków z certyfikatów inwestycyjnych imiennych z istoty rzeczy dotyczy funduszy zamkniętych, które nie posiadają statusu publicznego funduszu inwestycyjnego w rozumieniu art. 2 pkt 39) u.f.i., a więc nie emitują żadnych swoich certyfikatów w drodze oferty publicznej lub które podlegałyby dopuszczeniu do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniu do alternatywnego

³²⁶ Art. 121 ust. 9 u.f.i. został uchylony na mocy nowelizacji ustawy z dnia 4 września 2008 r. (Dz.U. z 2008 r., Nr 231, poz. 1546).

systemu obrotu, a zatem nie są objęte obligatoryjną dematerializacją (art. 121 ust. 1 *in fine* u.f.i. w zw. z art. 5 ust. 1 u.o.i.f.).

Przeniesienie własności certyfikatów inwestycyjnych imiennych w świetle zasad ogólnych Kodeksu cywilnego wymaga spełnienia dalej idących warunków aniżeli przeniesienie praw z papieru wartościowego emitowanego na okaziciela, ponieważ w tym przypadku niezbędne jest dokonanie (i) przelewu wierzytelności (art. 509 i n. k.c.) oraz (ii) wydanie dokumentu (art. 921⁸ zd. 2 k.c.)³²⁷, podczas gdy w przypadku przeniesienia papieru na okaziciela – wystarczające jest wydanie dokumentu (art. 921¹² k.c.). W obu tych przypadkach element wydania dokumentu jest jednak wspólny i ujęty został w przepisach ustawy w identyczny sposób³²⁸, a zarazem konieczny dla skutecznego przeniesienia praw z certyfikatów na nabywcę, co pozwala na ich zakwalifikowanie do kategorii czynności prawnych realnych³²⁹. Tym niemniej o sposobie wydania certyfikatu inwestycyjnego zawsze przesądza jego forma prawna – mianowicie, certyfikaty imienne mogą mieć formę dokumentu lub formę zdematerializowaną.

Czynność wydania nabywcy certyfikatu inwestycyjnego wyemitowanego w formie dokumentu sprowadza się do fizycznego wręczenia dokumentu papieru wartościowego (*traditio corporalis*)³³⁰, która to czynność zgodnie z teorią emisyjną jest utożsamiana w doktrynie z czynnością „puszczenia papieru wartościowego w obieg”³³¹, nierozzerwalnie związaną z funkcją obiegową papieru wartościowego.

³²⁷ Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych, t. 18*, Warszawa 2010, s. 51-52.

³²⁸ Por. wyrok SN z 3 czerwca 2015 r., sygn. V CSK 566/14, opubl. OSNC 2016/5/64.

³²⁹ Por. C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania. Tom I-II*, Warszawa 2011, kom. do art. 921¹² k.c. Szerzej na temat zagadnienia wydania certyfikatu inwestycyjnego w formie dokumentu będzie mowa w rozdziale IV pkt. 2.3.2 niniejszej rozprawy.

³³⁰ Por. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania - część szczególna*, Warszawa 2014, kom. do art. 921⁸ k.c., S. Sołtysiński, *Przeniesienie akcji imiennych i świadectw tymczasowych*, KPP 2002, z. 1, s. 247 i n.; W. Popiołek, *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*, PPH 2002, nr 11, s. 37; P. Machnikowski (w:) E. Gniewek, *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, Warszawa 2008, s. 1454 i 1459; C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz...Tom I-II*, kom. do art. 921⁸ k.c.

³³¹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.) *System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 645 oraz cytowani tam M. Bączyk (w:) M. Bączyk, M.H. Kosiński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 55 i n.; a także M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System..., t. 18*, s. 47 i n.; P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach..., s. 451*.

Natomiast w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych³³² nieposiadających formy dokumentu (zdematerializowanych) czynność wydania certyfikatu przybiera formę dokonania wpisu do ewidencji uczestników funduszu. Osoba nabywająca po raz pierwszy certyfikaty inwestycyjne w takim funduszu, zarówno w drodze ich emisji (nabycie pierwotne), jak i w obrocie wtórnym (nabycie pochodne), uzyskuje status uczestnika dopiero z chwilą wpisania jej do **ewidencji uczestników funduszu** jako posiadacza certyfikatu nieposiadającego formy dokumentu (por. art. 123 ust. 1 i 2 u.f.i. oraz art. 136 ust. 2 pkt 3 u.f.i.). Wprowadzenie w statucie funduszu zamkniętego możliwości emitowania zdematerializowanych certyfikatów inwestycyjnych wyklucza automatycznie możliwość emitowania przez tenże fundusz certyfikatów inwestycyjnych w formie dokumentu (art. 123 ust. 1 *in fine* u.f.i.).

Wpis do ewidencji uczestników funduszu ma znaczenie konstytutywne³³³, ponieważ skutek prawny w postaci przeniesienia praw i obowiązków wynikających ze zdematerializowanych certyfikatów inwestycyjnych następuje z chwilą dokonania w tejże ewidencji odpowiednich zapisów wskazujących nabywcę oraz liczbę, rodzaj i serię nabytych certyfikatów inwestycyjnych, z tym zastrzeżeniem, że w razie nabycia certyfikatów na podstawie zdarzenia powodującego z mocy prawa przeniesienie praw z tych certyfikatów (np. w drodze dziedziczenia), wpis w ewidencji uczestników funduszu jest dokonywany na żądanie nabywcy (art. 123 ust. 7 u.f.i.). Powyższa cecha certyfikatów pozwala na zakwalifikowanie ich do grupy **papierów wartościowych rejestrowych**, tzn. zapisywanych w odpowiedniej ewidencji przez podmioty uprawnione przepisami ustawy lub na mocy warunków emisji³³⁴.

Do prowadzenia ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego zamkniętego uprawniony jest wyłącznie wskazany w statucie funduszu podmiot, należący do kategorii podmiotów wymienionych w art. 123 ust. 4 u.f.i. (tj. towarzystwo zarządzające danym

³³² Pojęcie „niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych” występowało w przepisach u.f.i. do czasu nowelizacji ustawy z 16 września 2011 r. (Dz.U. nr 234, poz. 1389), która weszła w życie z dniem 4 grudnia 2011 r. Na mocy tej nowelizacji, pojęcie to zostało zastąpione pojęciem „certyfikatów funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym”.

³³³ W tym kontekście nadmienić należy, iż na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. wpis do rejestru uczestników funduszu zamkniętego i mieszanego miał charakter tylko deklaratoryjny. Szerzej w tej kwestii: por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9.

³³⁴ Szerzej na temat pojęcia papierów wartościowych rejestrowych: por. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, s. 386 i n., a także: M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 109, który posługuje się pojęciem „rejestrowanych papierów wartościowych”.

funduszem, zarządzający z UE, który zarządza tym funduszem i prowadzi jego sprawy, KDPW S.A., spółka działająca na zlecenie KDPW S.A. w oparciu o art. 48 ust. 1 u.o.i.f., dom maklerski, bank krajowy lub instytucja kredytowa). Obowiązkowo w ewidencji uczestników funduszu zamkniętego winny znaleźć się: (i) dane identyfikujące uczestnika funduszu oraz (ii) dotyczące uczestnika informacje o posiadanych certyfikatach, takie jak: a) liczba, rodzaj i seria certyfikatów, b) liczba głosów przypadających na certyfikat, o ile jest on uprzywilejowany w zakresie prawa głosu, c) wskazanie ograniczeń zbywalności certyfikatu, a także d) data i czas zawarcia transakcji (art. 123 ust. 3 u.f.i.).

Na podstawie normy wynikającej z art. 123 ust. 8³³⁵ u.f.i., zdematerializowane certyfikaty inwestycyjne mogą być również rejestrowane w **depozycie papierów wartościowych**, prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Warunkiem koniecznym prowadzenia rejestracji certyfikatów w ten sposób jest umowa zawierana przez fundusz inwestycyjny jako emitenta certyfikatów z KDPW albo ze spółką działającą na podstawie delegacji kompetencji KDPW w zakresie jego zadań wymienionych w art. 48 ust. 1 pkt 1 u.o.i.f. Wprowadzenie rejestracji certyfikatów inwestycyjnych funduszu w depozycie papierów wartościowych automatycznie skutkuje poddaniem ich reżimowi ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie powstawania oraz przenoszenia praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych.

Z punktu widzenia skuteczności przeniesienia praw i obowiązków z certyfikatów inwestycyjnych drugorzędne znaczenie ma natomiast wpis do **księgi certyfikatów inwestycyjnych**, prowadzonej obligatoryjnie dla funduszu, którego statut zawiera określone ograniczenia dotyczące zbywalności certyfikatów inwestycyjnych (art. 121 ust. 8 u.f.i.) lub zapisy przewidujące możliwość wydania certyfikatów uczestnikowi bez opłacenia w całości ceny emisyjnej (art. 137 ust. 1 u.f.i.). W księdze tej prowadzone są bowiem określone zapisy ewidencyjne dotyczące certyfikatu i uczestnika, mające na celu wyłącznie odnotowywanie wysokości dokonanych wpłat na poczet obejmowanych certyfikatów oraz zapisy o przeniesieniu certyfikatów na inną osobę wraz z datą wpisu, który jednak dokonywany jest wyłącznie na wniosek uprawnionego i posiada charakter deklaratoryjny (art. 122 ust. 3 u.f.i.).

³³⁵ Art. 123 ust. 8 u.f.i. dodano w ramach nowelizacji ustawy z dnia 8 marca 2013 r. (Dz.U. z 2013 r., poz. 433), która weszła w życie z dniem 23 kwietnia 2013 r.

W kontekście ewidencji uczestników funduszu zamkniętego wskazać również należy na diametralne różnice tej instytucji w relacji do księgi akcyjnej prowadzonej dla akcji imiennych w spółce akcyjnej (art. 341–343 k.s.h.). Mianowicie, wprowadzie obie instytucje służą do ewidencjonowania imiennych papierów wartościowych, jednakże – inaczej niż w przypadku ewidencji uczestników funduszu – wpis do księgi akcyjnej nie ma znaczenia konstytutywnego z punktu widzenia przeniesienia własności akcji, do czego zgodnie z art. 339 k.s.h. wymagane jest pisemne oświadczenie zbywcy na dokumencie akcji lub w osobnym dokumencie oraz przeniesienie posiadania akcji. Natomiast wpis do księgi akcyjnej ma znaczenie kluczowe (prawokształtujące) z punktu widzenia skuteczności nabycia praw korporacyjnych wynikających z akcji imiennych, ponieważ wobec spółki będącej emitentem akcji za akcjonariusza uważana jest wyłącznie osoba wpisana do księgi akcyjnej (art. 343 § 1 k.s.h.)³³⁶, choćby nawet *de iure* nie była już właścicielem akcji. W przypadku certyfikatów imiennych nie jest możliwe takie „rozszczenie” praw wynikających z papieru wartościowego, albowiem wobec funduszu za uczestnika uważana jest zawsze osoba widniejąca w ewidencji uczestników funduszu, a nie jest możliwe przeniesienie własności certyfikatów zdematerializowanych bez wpisu do tej ewidencji.

2.3.3. Zbywanie certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela

Przeniesienie praw i obowiązków z certyfikatów inwestycyjnych na okaziciela emitowanych przez fundusz zamknięty niebędący publicznym funduszem inwestycyjnym w drodze sukcesji singularnej wymaga zawarcia umowy odpowiadającej wymogom stawianym przez przepisy o przeniesieniu własności dokumentu jako rzeczy ruchomej, w szczególności w zakresie istnienia ważnej przyczyny prawnej (*causa*) rozporządzenia (por. art. 156 k.c. – zasad kausalności czynności prawnych)³³⁷, a także wydania dokumentu (por. art. 517 § 2 k.c. i art. 921¹² k.c.), jako elementu niezbędnego dla skutecznego przeniesienia praw wynikających z papieru wartościowego na okaziciela (art. 921¹¹ k.c.). W doktrynie prawa papierów wartościowych wyróżnia się: (i) wydanie papieru wartościowego w formie fizycznego wręczenia dokumentu (*traditio corporalis* –

³³⁶ Szerzej w kwestii skutków prawnych przeniesienia własności akcji i praw z nich wynikających: por. S. Sołtysiński, *Przeniesienie akcji imiennych i świadectw tymczasowych*, KPP 2002, z. 1, s. 247 i n. oraz M. Litwińska, *Glosa do wyroku SN z dnia 17 października 2000 r., III CKN 864/98*, PPH 2001 nr 3, s. 49-52.

³³⁷ Por. A. Janiak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania - część szczególna*, wyd. II, Warszawa 2014, komentarz do art. 921¹² k.c., a także P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 487 i cytowana tam literatura.

por. art. 348 zd. 1 k.c.) oraz (ii) wydanie dokumentu poprzez przeniesienie jego posiadania w sposób konsensualny (*traditio longa manu, constitutum possessorium* lub *traditio brevi manu* – por. odpowiednio art. 348 zd. 2, art. 349 lub art. 351 k.c.)³³⁸, przy czym w judykaturze reprezentowane jest również stanowisko, zgodnie z którym dla skuteczności przeniesienia własności papieru wartościowego na okaziciela nie jest wystarczające konsensualne przeniesienie jego posiadania, lecz konieczne jest także jego fizyczne wydanie nabywcy³³⁹.

W tym kontekście w doktrynie wyrażany jest pogląd, zgodnie z którym pojęcie wydania dokumentu (*traditio*) nie powinno być rozumiane dosłownie jako „fizyczne” wręczenie dokumentu przez zbywcę papieru wartościowego do rąk jego nabywcy, ponieważ względy bezpieczeństwa i potrzeby obrotu nie uzasadniają aż tak rygorystycznej, choć językowo poprawnej, wykładni przepisów art. 921⁸, art. 921⁹ § 3 i art. 921¹² k.c.³⁴⁰. Przenosząc te rozważania na grunt przepisów u.f.i. o certyfikatach inwestycyjnych wskazać należy, iż z uwagi na fakt, że ustawa ta nie zawiera przepisu o charakterze *lex specialis* regulującego dopuszczalne sposoby wydania certyfikatu inwestycyjnego w formie dokumentu, możliwe jest zajęcie w tej kwestii dwóch stanowisk interpretacyjnych. Zgodnie z pierwszym z nich, opartym na wykładni systemowej, na zasadzie analogii powinien w tym przypadku znaleźć zastosowanie art. 136 ust. 2 pkt 2 u.f.i., stosownie do treści którego wydanie certyfikatu inwestycyjnego przydzielonego przez fundusz w ramach drugiej i kolejnych emisji następuje poprzez wręczenie dokumentu. Drugi pogląd zakłada prymat wykładni funkcjonalnej nad systemową poprzez przyjęcie, iż pomimo wyraźnego unormowania sposobu wydania certyfikatu w przypadku jego nabycia od funduszu, polegającego na fizycznym przekazaniu dokumentu certyfikatu do rąk uczestnika, w przypadku obrotu wtórnego certyfikatami decydujące znaczenie powinna mieć potrzeba zapewnienia stronom transakcji bezpieczeństwa obrotu, a zatem wydanie certyfikatu może nastąpić również w inny sposób aniżeli fizyczne wręczenie dokumentu, np. poprzez dyspozycję odbioru dokumentu z depozytu bankowego lub notarialnego (tj. w sposób określony w art. 348 zd. 2, art. 349 lub art. 351 k.c.). Ostatnie z przedstawionych stanowisk wydaje się być trafniejsze jako bardziej odpowiadające wymogom praktyki obrotu certyfikatami niezdematerializowanymi.

³³⁸ Por. C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz... Tom I-II*, kom. do art. 921¹² k.c.

³³⁹ Por. wyrok SN z 3 czerwca 2015 r., sygn. V CSK 566/14, opubl. OSNC 2016/5/64.

³⁴⁰ Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 110-111.

Wydanie dokumentu jako czynność wymagana do przeniesienia praw z dokumentu w świetle zasad ogólnych Kodeksu cywilnego dotyczy wszelkich dokumentów stwierdzających określone wierzytelności (art. 517 § 2 k.c.), jak również prawa udziałowe (art. 921¹² k.c.). W doktrynie podnosi się, że wymóg wydania dokumentu stanowi pewnego rodzaju odstępstwo od ogólnej zasady, zgodnie z którą sama już umowa przenosi własność rzeczy oznaczonej co do tożsamości (art. 155 § 1 k.c.), a jednocześnie stanowi logiczną konsekwencję tego, że bez przedstawienia papieru na okaziciela nie mogą być realizowane inkorporowane w nim prawa (art. 921¹¹ k.c.), a zatem nabywca musi mieć możliwość władania dokumentem, aby móc wykonywać prawa z niego wynikające³⁴¹. W konsekwencji przyjmuje się, że wydanie dokumentu (*traditio*) w intencji przeniesienia inkorporowanego w nim prawa jest niezbędnym warunkiem wywołania skutku prawnego w postaci przejścia prawa na osobę, której przenoszący prawo wręcza dokument (tzw. czynność prawna realna)³⁴².

Obowiązujące unormowania prawne dotyczące zasad przenoszenia praw z papierów wartościowych na okaziciela mają na celu ochronę bezpieczeństwa obrotu poprzez wzmocnienie zaufania uczestników obrotu do nabywania papierów wartościowych występujących w tej formie, co w założeniu powinno wpływać na zwiększenie poziomu ich płynności. Jednakże, tak poszerzony zakres ochrony nabywcy z istoty rzeczy musi wpływać na zwiększenie ryzyka ponoszonego przez właściciela papieru wartościowego na okaziciela w związku z jego utratą (np. skutek kradzieży lub zniszczenia). Mianowicie, z jednej strony – jeżeli utrata dokumentu papieru wartościowego na okaziciela doprowadzi do wejścia w jego posiadanie przez osobę trzecią, zgodnie z wyrażoną w art. 921¹¹ § 1 k.c. zasadą legitymacji formalnej będzie ona władna przedstawić ten dokument emitentowi celem realizacji praw z niego wynikających, z drugiej zaś strony – jeżeli jego utrata polega na zniszczeniu dokumentu, to wówczas jego właściciel co do zasady bezpowrotnie traci prawa ucieleśnione w tym dokumencie³⁴³. W tym przypadku ostatniemu prawnemu posiadaczowi (tj. legitymowanemu materialnie) utraconego dokumentu na okaziciela (podobnie, jak w przypadku dokumentu imiennego) przysługiwać będzie potencjalnie możliwość jego restytucyjnego umorzenia w trybie

³⁴¹ Por. C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz...Tom I-II*, kom. do art. 921¹² k.c. oraz powołany tamże wyrok SN z 8 października 2008 r., sygn. V CSK 124/08, opubl. OSNC-ZD 2009/4/92.

³⁴² Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 108 oraz C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz...Tom I-II*, kom. do art. 921¹² k.c.

³⁴³ Por. C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz...Tom I-II*, kom. do art. 921¹² k.c.

przepisów dekretu Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 1946 r. o umarzeniu utraconych dokumentów (dalej: „dekret RM”)³⁴⁴. Jeżeli jednak dokument inkorporujący jeden lub więcej certyfikatów inwestycyjnych będzie zawierał klauzulę nieumarzalności (por. art. 2 pkt 4 dekretu RM), wówczas w razie jego utraty całkowicie wyłączona jest możliwość umorzenia restytucyjnego³⁴⁵.

W piśmiennictwie pod pojęciem legitymacji formalnej rozumie się najczęściej swoiste domniemanie przysługiwania prawa osobie władającej dokumentem, rozumiane jako konstrukcja *sui generis* podobna do domniemanie prawnego, którą nazywano prawnie relewantnym pozorem (niem. *Schein*) przysługiwania uprawnienia osobie wskazanej przez władanie dokumentem (tzw. koncepcja pozoru prawnego rozwinięta przez E. Jacobiego), bądź też prawnie relewantnym ujawnieniem (lub „uzewnętrznieniem”) przysługiwania prawa, którego znaczenie przejawia się wówczas, gdy w ten sposób ujawniony stan nie pokrywa się z rzeczywistym stanem prawnym i wtedy decydującą rolę pełnią zróżnicowane materialnoprawne skutki owego pozoru³⁴⁶. Za specyficzną cechą papierów wartościowych uznaje się to, że legitymacja formalna posiadacza papieru wartościowego ma zawsze prymat nad legitymacją materialną i stanowi warunek wystarczający do wykonywania praw inkorporowanych w dokumencie, co w przypadku dłużnika wyraża się w tym, że może on zwolnić się z zobowiązania, świadcząc do rąk osoby legitymującej się dokumentem, choćby nie była ona uprawniona do otrzymania świadczenia, natomiast w przypadku wierzyciela polega ona na tym, że dłużnik ma obowiązek uważać za uprawnionego każdego, kto legitymuje się dokumentem. Z drugiej zaś strony, legitymacja formalna umożliwia również osobie trzeciej w pełni skuteczne prawnie nabycie prawa ucieleśnionego w papierze wartościowym od osoby legitymowanej dokumentem, chociażby nie była ona w istocie uprawniona³⁴⁷.

Certyfikaty inwestycyjne na okaziciela, podobnie jak inne tego rodzaju papiery wartościowe, mogą być również przedmiotem nabycia od nieuprawnionego na zasadach dotyczących rzeczy ruchomych. Mianowicie, zgodnie z dyspozycją art. 169 § 1 k.c.

³⁴⁴ Dz. U. z 1947 r. Nr 5, poz. 20. Dekret RM wszedł w życie z dniem 25 stycznia 1947 r.

³⁴⁵ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 664 i 684; P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 517. Autorka zwraca uwagę na często występującą w praktyce kolizję pomiędzy przepisami dekretu o umarzeniu utraconych dokumentów a przepisem art. 169 § 2 k.c., zapewniającym ochronę interesów nabywcy papieru wartościowego na okaziciela w dobrej wierze.

³⁴⁶ Por. J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 119-120.

³⁴⁷ *Ibidem*.

w zw. z art. 169 § 2 zd. 2 k.c. nabycie dokumentu na okaziciela w dobrej wierze od osoby nieuprawnionej skutkuje nabyciem prawa własności dokumentu z chwilą jego objęcia w posiadanie ze skutkiem wobec osób trzecich, w tym również ze skutkiem wobec osoby rzeczywiście uprawnionej z dokumentu. W ten sposób realizowana jest zasada ochrony dobrej wiary nabywcy dokumentu na okaziciela, zapewniająca bezpieczeństwo obrotu, a w konsekwencji zwiększająca atrakcyjność oraz funkcję obiegową papierów wartościowych³⁴⁸. W doktrynie przyjmuje się, że dobra wiara nabywcy musi dotyczyć istnienia uprawnienia do rozporządzania dokumentem po stronie zbywcy, a zatem niekoniecznie jego statusu jako właściciela, ale choćby tylko osoby upoważnionej do rozporządzania cudzą rzeczą, co uzasadnia pogląd, że nabycie w dobrej wierze papieru na okaziciela od nieuprawnionego jest nabyciem pierwotnym³⁴⁹. Z drugiej jednak strony należy pamiętać, iż realizacja tej zasady powiększa ryzyko osoby materialnie uprawnionej z papieru wartościowego na okaziciela w przypadku utraty dokumentu.

2.3.4. Specyfika zbywania certyfikatów inwestycyjnych w obrocie zorganizowanym

Przenoszenie praw wynikających z certyfikatów emitowanych przez publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty odbywa się w odrębnym trybie od tradycyjnego obrotu papierami wartościowymi, a mianowicie unormowanym przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, regulującymi zbywanie instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym, tzn. będących przedmiotem oferty publicznej, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu (por. art. 3 pkt 9 u.o.i.f.), w którym to trybie zawieranie umów przenoszących własność instrumentów następuje w sposób bezpośredni i w zasadzie automatyczny³⁵⁰.

U podstaw prawnych obrotu tzw. publicznymi certyfikatami inwestycyjnymi leży ich obligatoryjna **dematerializacja**, której podstawę prawną stanowią przepisy art. 119 ust. 1 i 2 w zw. z art. 120 ust. 1 u.f.i. w zw. z art. 19 ust. 1 pkt 1 i art. 5 ust. 1 u.o.i.f. W piśmiennictwie przyjmuje się, że termin dematerializacji papierów wartościowych oznacza (i) zastąpienie dokumentu inkorporującego prawa z papierów wartościowych

³⁴⁸ Por. A. Janiak (w:) A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny... Tom III*, kom. do art. 921¹² k.c.

³⁴⁹ Tak: C. Żuławska (w:) G. Bieniek (red.), *Komentarz... Tom I-II*, kom. do art. 921¹² k.c.

³⁵⁰ Szerzej na temat charakteru prawnego umowy sprzedaży giełdowej: por. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012, s. 176.

przez odpowiednie zapisy komputerowe na właściwych rachunkach papierów wartościowych³⁵¹, bądź też (ii) zerwanie konwencjonalnie zainicjowanego przez czynność prawną związku pomiędzy prawem podmiotowym i nośnikiem dokumentowym oraz nadanie prawnej relewancji związkowi prawa podmiotowego i wpisu na rachunku papierów wartościowych, który decyduje o powstaniu prawa podmiotowego, a zarazem jest jego nośnikiem³⁵². Głównymi funkcjami dematerializacji papierów wartościowych według tego ujęcia jest usprawnienie transakcji zawieranych w obrocie zorganizowanym, a także zapewnienie większego bezpieczeństwa obrotu, przede wszystkim poprzez zabezpieczenie przed ryzykiem utraty lub zniszczenia dokumentu papieru wartościowego.

Zgodnie z dyspozycją art. 5 ust. 1 u.o.i.f., statuującego definicję legalną pojęcia dematerializacji, papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, względnie emitowane przez Skarb Państwa lub NBP, nie mają formy dokumentu od chwili ich zarejestrowania na podstawie umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych.

W literaturze rozróżnia się: (i) dematerializację **pierwotną** (*ab initio*), występującą w przypadku nowych emisji papierów wartościowych dopuszczanych do obrotu zorganizowanego po raz pierwszy (w tym będących przedmiotem pierwszej oferty publicznej) oraz (ii) dematerializację **następczą**, dotyczącą przekształcenia tradycyjnych papierów wartościowych (tj. emitowanych w formie dokumentu) w zdematerializowane papiery wartościowe³⁵³. W przypadku certyfikatów inwestycyjnych formalne odzwierciedlenie tego rozróżnienia znajduje się w przepisach art. 120 ust. 1 i 2 u.f.i., regulujących termin złożenia wniosku o dopuszczenie emitowanych certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku regulowanym lub wniosku o ich wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu.

Realizacja transakcji zbycia i nabycia publicznych certyfikatów inwestycyjnych wymaga (i) złożenia odpowiednio zlecenia sprzedaży lub kupna, a następnie (ii) wpisu certyfikatów na prowadzonym dla nabywcy rachunku papierów wartościowych

³⁵¹ Tak: M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 111.

³⁵² Szerzej w tej kwestii: por. K. Zacharzewski, *Prawo giełdowe...*, s. 200 i n.; K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 185-190; J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego...*, s. 268 i n. oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 81.

³⁵³ Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 113.

lub właściwym rachunku zbiorczym, który to wpis pod względem prawnym jest równoznaczny z wydaniem certyfikatów (por. art. 136 ust. 2 pkt 1 u.f.i. i art. 7 ust. 2 u.o.i.f.)³⁵⁴.

Dokonanie odpowiedniego wpisu na rachunku papierów wartościowych ma znaczenie **konstytutywne**, co stanowi podstawową zasadę w obrocie instrumentami finansowymi. Z tej przyczyny podmiot, który na swoim rachunku nie ma zapisanych certyfikatów inwestycyjnych, nie może skutecznie domagać się od funduszu spełnienia świadczenia pieniężnego³⁵⁵, jak również nie może skutecznie wykonywać praw niemajątkowych (korporacyjnych) w tym funduszu. W piśmiennictwie ugruntowane jest stanowisko, zgodnie z którym dokonanie zapisu na rachunku papierów wartościowych (art. 4 ust. 1 i 3 u.o.i.f.) wskazuje posiadacza tego rachunku jako właściciela papierów wartościowych, a zatem każda zmiana właściciela pociąga za sobą konieczność dokonania zmian w postaci stosownych zapisów na rachunkach papierów wartościowych, a jednocześnie rachunek papierów wartościowych stanowi jedyny sposób identyfikacji osoby uprawnionej do zdematerializowanych papierów wartościowych zapisanych na rachunku (odmiennie: w przypadku rachunku zbiorczego)³⁵⁶. Stosownie do treści art. 8a ust. 5 u.o.i.f., dla potrzeb określenia chwili powstania praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, ich przeniesienia na inną osobę, uzyskania lub utraty uprawnienia z takich papierów wartościowych, a także dla ustalenia dopuszczalności zobowiązania się do ich zbycia zapis na rachunku zbiorczym jest zrównany z zapisem na rachunku papierów wartościowych pod względem skutków prawnych (art. 7 u.o.i.f.)³⁵⁷.

W kontekście obrotu certyfikatami inwestycyjnymi nadmienić również należy, iż zawieranie transakcji mających za przedmiot tego rodzaju papiery wartościowe na rynku regulowanym wymaga obligatoryjnego pośrednictwa firm inwestycyjnych (por. art. 19 pkt 2 u.o.i.f.). Natomiast poza rynkiem regulowanym certyfikaty mogą być przedmiotem innej formy obrotu zorganizowanego, tj. alternatywnego systemu obrotu (por. art. 3 pkt 2

³⁵⁴ Szerzej na temat pojęć rachunku papierów wartościowych i rachunku zbiorczego oraz ich wzajemnej relacji znaczeniowej: por. rozdział III, pkt. 3.5 niniejszej rozprawy.

³⁵⁵ Por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9

³⁵⁶ Por. A. Chłopecki, *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014 (komentarz do art. 4 u.o.p., pkt 17) oraz A. Chłopecki (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych, t.19*, Warszawa 2006, s. 886–887.

³⁵⁷ Por. M. Michalski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 782-788.

w zw. z art. 78 u.o.i.f.), bądź też przedmiotem swobodnego obrotu, niepodlegającego reżimowi obrotu zorganizowanego³⁵⁸. O ile bowiem w pierwszym przypadku obowiązują pewne ramy formalno-organizacyjne obrotu zorganizowanego, to w drugim przypadku uczestnicy transakcji nie są związani w zasadzie żadnymi wymaganiami co do trybu i warunków zawieranych transakcji, w tym również w zakresie sposobu rozliczenia ceny i transferu certyfikatów inwestycyjnych, co prowadzi również do konkluzji, iż obrót publicznymi certyfikatami inwestycyjnymi poza rynkiem regulowanym nie wymaga pośrednictwa firm inwestycyjnych³⁵⁹.

Natomiast w drodze odstępstwa od powyższej zasady ustawodawca wprowadził w art. 19 ust. 1 pkt 6 u.o.i.f. zasadę wyłączności obrotu na rynku regulowanym (z wyłączeniem alternatywnego systemu obrotu) w odniesieniu do papierów wartościowych emitowanych przez fundusze inwestycyjne wpisane do prowadzonego przez KNF rejestru funduszy zagranicznych oraz funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EEA), zbywających tytuły uczestnictwa na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (art. 262-263 u.f.i.). Z drugiej zaś strony zaznaczyć należy, iż przedmiotem obrotu zorganizowanego nie mogą być w ogóle papiery wartościowe emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego – inne niż fundusze inwestycyjne zamknięte, fundusze wpisane do ww. rejestru funduszy zagranicznych, unijne alternatywne fundusze inwestycyjne, alternatywne fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach członkowskich Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz alternatywne spółki inwestycyjne w rozumieniu przepisów u.f.i., wprowadzone do obrotu na terytorium RP zgodnie z przepisami u.f.i. (art. 19 ust. 1 pkt 5 u.o.i.f.)³⁶⁰.

³⁵⁸ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t.19, s. 706-707. Autor wskazuje, iż w obecnym stanie prawnym nie obowiązuje już zasada przymusu rynku regulowanego, jaką wyrażał art. 89 ustawy z 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754). Por. w tej kwestii również P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 454.

³⁵⁹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t.19, s. 707.

³⁶⁰ Por. A. Zagajewska, *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2012, kom. do art. 19 u.o.i.f.; nieco odmiennie: T. Sójka (red.), M. Fedorowicz, M. Mataczyński, A. Michór, T. Nieborak, A. Skoczylas, R. Zawłocki, *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015, komentarz do art. 19 u.o.i.f.

3. Obciążanie tytułów uczestnictwa ograniczonymi prawami rzeczowymi

3.1. Zastaw na jednostkach uczestnictwa

3.1.1. Dopuszczalność i sposób ustanowienia zastawu na jednostkach uczestnictwa

Mając na względzie potencjalną kolizję zasady niezbywalności jednostek uczestnictwa na rzecz osób trzecich (art. 82 ust. 3 u.f.i.) oraz dyspozycji art. 327 k.c., przewidującego dopuszczalność ustanowienia zastawu na prawach, pod warunkiem ich zbywalności, celem umożliwienia uczestnikom funduszy typu otwartego ustanowienia zastawu na prawach wynikających z jednostek uczestnictwa, niezbędne było wyraźne uregulowanie tej kwestii przez ustawodawcę. Przepis art. 83 ust. 4 zd. 1 u.f.i. wprowadzając *expressis verbis* zezwala na ustanowienie zastawu na jednostkach uczestnictwa, tym niemniej w doktrynie podnosi się, iż użyte w tym przepisie sformułowanie stanowi pewne uproszczenie, ponieważ w rzeczywistości przedmiotem zastawu jest wierzytelność uczestnika wobec funduszu o wypłatę kwoty pieniężnej równej wartości aktywów netto funduszu przypadających na posiadane przez niego i obciążone zastawem jednostki uczestnictwa³⁶¹.

Pomimo, że powołana norma prawna nie odnosi się wprost do konkretnego rodzaju zastawu, nie powinno ulegać wątpliwości, iż jednostki uczestnictwa mogą być przedmiotem zarówno zastawu cywilnego na prawach (art. 327-335 k.c.)³⁶², jak i – *lege non distinguente* – pozostałych rodzajów zastawów na prawach uregulowanych w przepisach szczególnych, a mianowicie: (i) zastawu rejestrowego (por. art. 7 ust. 1 i 2 u.z.r.), (ii) zastawu skarbowego (por. art. 41 § 1 i 2 o.p.) oraz (iii) zastawu finansowego (por. art. 5 ust. 1 i art. 7 ust. 2 u.n.z.f.³⁶³). Przepisy ustaw regulujących poszczególne typy

³⁶¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 363. Warto w tym kontekście nadmienić, iż na gruncie art. 61 ust. 4 ustawy o funduszach inwestycyjnych z 1997 r. przedmiotem zastawu mogła być wierzytelność, której przedmiotem jest odkupienie jednostki uczestnictwa, jednakże zaspokojenie się z tej wierzytelności mogło być dokonane wyłącznie w drodze odkupienia jednostki uczestnictwa przez fundusz. Por. L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 346 oraz R. Blicharz, *Pozycja prawna funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Sosnowiec 2006, s. 83.

³⁶² Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 363; odmiennie: M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 46-47.

³⁶³ Warto nadmienić, że ustawa z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych (t.j.: Dz.U. z 2016 r. poz. 891 ze zm.); stanowi implementację w polskim systemie prawnym dyrektywy 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (Dz. U. WE L 168 z 27 czerwca 2002 r., s. 43, ze zm.).

zastawów na prawach znajdują zastosowanie wprost do jednostek uczestnictwa, z uwzględnieniem regulacji art. 83 ust. 4-7 u.f.i., znajdujących odpowiednie zastosowanie, jeżeli nie są one sprzeczne z przepisami ustaw szczególnych regulujących ustanowienie i wygaśnięcie zastawu skarbowego i zastawu rejestrowego (art. 83 ust. 8 u.f.i.). Natomiast w zakresie nieunormowanym wprost w przepisach u.f.i. zastosowanie znajdują przepisy art. 306–335 k.c., regulujące zastaw cywilny (art. 83 ust. 9 u.f.i.).

W odniesieniu do powołanych wyżej unormowań art. 7 ust. 1 u.z.r. i art. 41 § 1 o.p., w których mowa jest o dopuszczalności ustanowienia odpowiednio zastawu rejestrowego i zastawu skarbowego na zbywalnych prawach majątkowych³⁶⁴, normę odsyłającą z art. 83 ust. 8 u.f.i. należy traktować jako *lex specialis*, przy czym w przypadku zastawu skarbowego przepis art. 41 § 1 *in fine* o.p. wprowadza dodatkowe ograniczenie w postaci dolnego limitu wartości poszczególnych zbywalnych praw majątkowych, wynoszącego w dniu ustanowienia zastawu co najmniej 12.400 zł³⁶⁵. Natomiast w odniesieniu do zastawu finansowego wskazać należy, iż zgodnie z dyspozycją art. 7 ust. 2 pkt 3 u.n.z.f. przedmiotem tego zastawu mogą być m.in. instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi, zapisane w innym systemie rejestracji osób uprawnionych prowadzonym przez uprawnione podmioty, do której to kategorii zaliczyć należy jednostki uczestnictwa jako rodzaj tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania (por. art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a) w zw. z art. 3 ust. 3 u.o.i.f.)³⁶⁶.

W tym kontekście zaznaczyć należy, iż pomimo ściśle pieniężnego charakteru wierzytelności uczestnika w stosunku do funduszu, ze względu na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa na rzecz osób trzecich (*inter vivos*) wykluczone będzie zastosowanie normy wynikającej z art. 335 k.c. w zw. z art. 83 ust. 8 u.f.i., zgodnie z którą z nadejściem wymagalności wierzytelności zabezpieczonej zastawem, zastawnik mógłby żądać w miejsce zapłaty przeniesienia na jego rzecz wierzytelności obciążonej (tj. w tym przypadku: jednostki uczestnictwa) do wysokości wierzytelności zabezpieczonej zastawem oraz dochodzenia przypadłej mu z tego tytułu części wierzytelności z pierwszeństwem przed częścią przysługującą zastawcy.

³⁶⁴ W art. 7 ust. 2 pkt 7 u.z.r. jest mowa również o prawach z niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych w rozumieniu przepisów u.o.i.f.

³⁶⁵ Por. obwieszczenie Ministra Finansów z dnia 13 sierpnia 2015 r. w sprawie wysokości kwoty wymienionej w art. 41 § 1 ustawy - Ordynacja podatkowa (M.P. z 2015 r. poz. 722), które weszło w życie 1 stycznia 2016 r.

³⁶⁶ Por. K. Glibowski (w:) M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 558.

W przypadku zastawu cywilnego (zwykłego), warunkiem skutecznego ustanowienia tego prawa na jednostkach uczestnictwa jest zawarcie umowy zastawu z datą pewną (art. 329 § 1 k.c.), a następnie dokonanie przez fundusz odpowiedniego zapisu w rejestrze uczestników funduszu, na podstawie przedstawionej funduszowi umowy zastawniczej wraz z wnioskiem o dokonanie takiego zapisu (art. 83 ust. 5 u.f.i.). W literaturze trafnie wskazano, iż fundusz nie jest uprawniony do badania kwestii skuteczności lub ważności umowy zastawu przedstawionej funduszowi celem ujawnienia wpisu, zaś podstawą odmowy przez fundusz dokonania odpowiedniego zapisu w rejestrze może być jedynie sytuacja, gdy ani treść zawartej umowy zastawu, ani wnioski o dokonanie zapisu nie zawierają informacji niezbędnych do dokonania zapisu w rejestrze, w szczególności umożliwiających prawidłową identyfikację przedmiotu i stron umowy zastawu³⁶⁷.

Charakter prawny wpisu zastawu do rejestru uczestników funduszu budzi pewne kontrowersje i rozbieżności poglądów w piśmiennictwie. Mianowicie, niektórzy autorzy są zdania, iż wpis ten ma charakter deklaratoryjny, co jest uzasadniane jego podobieństwem do trybu ustanowienia zastawu na udziałach³⁶⁸. Natomiast inni autorzy podnoszą, iż podobieństwo to jest pozorne, ponieważ ustanowienie zastawu na udziałach jest skuteczne wobec spółki od dnia otrzymania zawiadomienia oraz dowodu dokonania czynności (por. art. 187 § 1 zd. 2 k.s.h.)³⁶⁹. Wedle innego poglądu, wpis zastawu cywilnego do rejestru uczestników ma charakter konstytutywny, zaś pisemne zawiadomienie dłużnika wierzytelności (art. 329 § 2 k.c.) występuje tutaj pod postacią wniosku o wpis połączonego z przedstawieniem funduszowi umowy zastawu i zawiadomienie to stanowi warunek skuteczności ustanowienia zastawu³⁷⁰. Ostatnie z przytoczonych stanowisk wydaje się być bardziej przekonujące w przypadku ustanowienia zastawu cywilnego (zwykłego) na jednostkach uczestnictwa, głównie z uwagi na potrzebę ochrony bezpieczeństwa i pewności obrotu. Natomiast inny charakter ma wpis do rejestru uczestników funduszu w przypadku zastawu rejestrowego lub zastawu skarbowego. Ze względu na zasadę pewności obrotu przepisy ustaw szczególnych normujących te instytucje przesądziły o konstytutywnym charakterze wpisu tego rodzaju

³⁶⁷ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 364.

³⁶⁸ Tak: R. Mazurek, *Zastaw na jednostkach uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, Transformacje Prawa Prywatnego 2006, nr 1, s. 60.

³⁶⁹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 364.

³⁷⁰ *Ibidem*. Szerzej na temat warunków ustanowienia zastawu cywilnego na prawach: por. A. Janiak, *Ustanowienie zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, PPH 1996, nr 1, s. 1.

zastawu do danego rejestru zastawów (por. art. 2 ust. 1 u.z.r. i art. 45 § 1 o.p.), a tym samym należy opowiedzieć się za poglądem, zgodnie z którym w przypadku ustanowienia na jednostkach uczestnictwa zastawu rejestrowego lub zastawu skarbowego wpis do rejestru uczestników funduszu ma jedynie charakter deklaratoryjny³⁷¹.

Bezpośrednim następstwem ustanowienia zastawu na jednostkach uczestnictwa jest powstanie po stronie zastawcy obowiązku uzyskania zgody zastawnika na ewentualne odkupienie przez fundusz obciążonych zastawem jednostek uczestnictwa przed terminem wymagalności wierzytelności, która była zabezpieczona zastawem (art. 83 ust. 6 u.f.i.), ponieważ bez takiej zgody fundusz nie może dokonać odkupu zastawionych jednostek. Natomiast wraz z nadejściem terminu wymagalności wierzytelności zabezpieczonej zastawem, przed realizacją prawa żądania odkupienia jednostek przez fundusz, obowiązkiem zastawcy jest przedstawienie pokwitowania (por. art. 462 § 1 k.c.), wystawionego przez wierzyciela zastawnego, stwierdzającego wygaśnięcie wierzytelności zabezpieczonej zastawem (art. 83 ust. 7 u.f.i.).

3.1.2. Realizacja prawa zastawu na jednostkach uczestnictwa

Z dyspozycji normy wynikającej z art. 83 ust. 4 zd. 2-4 u.f.i. wynika, że zaspokojenie zastawnika z jednostek uczestnictwa będących przedmiotem zastawu może nastąpić wyłącznie w wyniku odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa na żądanie wierzyciela zgłoszone w postępowaniu egzekucyjnym (por. art. 312 w zw. z art. 328 k.c. oraz art. 21 u.z.r., a także art. 42 § 7 o.p. i art. 94 u.p.e.a.). Tym samym, w tym przypadku wyłączone są wszelkie pozaegzekucyjne formy zaspokojenia zastawnika (por. art. 22 i 24 u.z.r., art. 10 u.n.z.f. i art. 94 § 3 u.p.e.a.), z wyjątkiem przypadku ustanowienia zastawu finansowego na jednostkach uczestnictwa, kiedy to zaspokojenie zastawnika nie wymaga przeprowadzenia postępowania egzekucyjnego, jednakże jedyną dopuszczalną pozaegzekucyjną formą spłaty wierzytelności zabezpieczonej zastawem będzie dokonanie przez fundusz wypłaty na rachunek zastawnika kwoty należnej z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa.

W świetle powyższych ustaleń warto przytoczyć wyrażone w piśmiennictwie zapatrywanie, iż teza o całkowitym braku obrotowości jednostek uczestnictwa nie jest

³⁷¹ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 364.

ściśła, ponieważ mogą one być przedmiotem zastawu³⁷². Stanowisko to zostało poddane trafnie uzasadnionej krytyce z uwagi na pominięcie powołanej wyżej normy wynikającej z art. 83 ust. 4 zd. 2 u.f.i., zgodnie z którą zaspokojenie zastawnika z jednostek uczestnictwa będących przedmiotem zastawu następuje wyłącznie w wyniku odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa, a zatem wykonanie prawa zastawu ustanowionego na tych tytułach uczestnictwa nigdy nie doprowadzi do uzyskania przez zastawnika statusu uczestnika funduszu, a jedynie w takim przypadku możliwe byłoby przypisanie jednostkom uczestnictwa cechy zbywalności³⁷³.

W dalszej kolejności, w doktrynie zarysowały się rozbieżne poglądy na temat właściwego trybu prowadzenia egzekucji sądowej w odniesieniu do jednostek uczestnictwa, w szczególności co do kwestii dopuszczalności stosowania trybu egzekucji z instrumentów finansowych (art. 911⁸ k.p.c.). Wedle pierwszego poglądu, tryb ten znajduje odpowiednie zastosowanie również przy egzekucji z jednostek uczestnictwa³⁷⁴, natomiast zgodnie z drugim stanowiskiem, prawidłową podstawę prawną zajęcia egzekucyjnego jednostek uczestnictwa stanowi art. 910 § 1 k.p.c., zaś zaspokojenie wierzyciela w rozumieniu art. 911⁶ k.p.c. następuje wskutek realizacji przez niego prawa uczestnika do żądania odkupienia jednostek uczestnictwa (tj. roszczenia, o którym mowa w art. 911⁴ k.p.c.)³⁷⁵. Należy przychylić się do ostatniego z wymienionych poglądów, z uwagi na istotne wątpliwości co do możliwości zakwalifikowania rejestru uczestników funduszu jako „innego rachunku” w rozumieniu art. 911⁸ k.p.c., jak również wykluczenie możliwości zastosowania uregulowanego w tym przepisie trybu sprzedaży zajętych instrumentów finansowych do jednostek uczestnictwa ze względu na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa.

Analogicznego rozstrzygnięcia należałoby dokonać w odniesieniu do kwestii trybu egzekucji z przedmiotu zastawu skarbowego (por. art. 94 § 3 u.p.e.a.) i w tym kontekście zasadne jest przyjęcie, że wówczas znajdzie zastosowanie art. 67a u.p.e.a., zgodnie z którym organ egzekucyjny z mocy samego zajęcia jednostek uczestnictwa władny będzie

³⁷² Tak: F. Zoll, *Klauzule dokumentowe. Prawo dokumentów dłużnych ze szczególnym uwzględnieniem papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 135.

³⁷³ Por. M. Romanowski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 18, s. 46.

³⁷⁴ Tak: P. Telenga (w:) A. Jakubecki (red.), *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, Warszawa 2012, kom. do art. 911⁸ k.p.c.

³⁷⁵ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 365 oraz M. Rośniak-Marczuk, *Egzekucja sądowa z jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, Monitor Prawniczy 2009, nr 22.

wykonać prawa zobowiązanego uczestnika funduszu w zakresie niezbędnym dla prowadzenia egzekucji i na tej podstawie zażądać od funduszu odkupienia zajętych jednostek uczestnictwa³⁷⁶.

3.2. Zastaw na certyfikatach inwestycyjnych

3.2.1. Dopuszczalność i sposób ustanowienia zastawu na certyfikatach inwestycyjnych

Dopuszczalność ustanowienia zastawu na certyfikatach inwestycyjnych wynika wprost z ich natury prawnej jako papierów wartościowych inkorporujących zbywalne prawa majątkowe. Norma wynikająca z art. 121 ust. 10 u.f.i. stanowi z jednej strony potwierdzenie dopuszczalności ustanowienia zastawu na certyfikatach inwestycyjnych co do zasady w każdej prawnie dopuszczalnej formie³⁷⁷ (tj. *lege non distinguente* może być na certyfikatach ustanowiony zastaw cywilny, zastaw rejestrowy, zastaw skarbowy lub zastaw finansowy – por. odpowiednio art. 327-335 k.c., art. 7 ust. 1 i 2 u.z.r., art. 41 § 1 i 2 o.p. oraz art. 5 ust. 1 i art. 7 ust. 2 u.n.z.f.), tym niemniej zaznaczyć należy, iż w przypadku imiennych certyfikatów inwestycyjnych postanowienia statutu funduszu mogą tę czynność prawną w sposób istotny ograniczyć poprzez uzależnienie jej skuteczności od wymogu uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów funduszu.

W kontekście charakteru prawnego zgody zgromadzenia inwestorów wymaganej statutem funduszu na ustanowienie zastawu na certyfikatach inwestycyjnych i kwestii skuteczności czynności prawnej zawartej bez zgody organu osoby prawnej na gruncie przeprowadzonej analizy doktrynalnej podobnych przypadków w systemie prawa cywilnego można wyróżnić trzy odrębne stanowiska interpretacyjne.

Wedle pierwszego poglądu, zgodę zgromadzenia inwestorów przewidzianą w statucie funduszu na podstawie art. 121 ust. 10 u.f.i. należy oceniać przez pryzmat art. 63 § 1 k.c. (tj. zgody osoby trzeciej), przy czym jej wyrażenie może nastąpić zarówno *ex ante*, jak i *ex post* w stosunku do zawarcia umowy zastawu, zaś zgoda zgromadzenia wyrażona po złożeniu oświadczenia ma moc wsteczną od jego daty (*ex tunc*). Jednakże, w odniesieniu do kwestii formy szczególnej udzielenia zgody w tym ujęciu

³⁷⁶ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 365-366 i powołane tam interpretacje Ministerstwa Finansów.

³⁷⁷ Por. odmiennie: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 490.

przyjmuje się, że wątpliwe jest zastosowanie art. 63 § 2 k.c. (np. formy pisemnej z datą pewną w przypadku zastawu cywilnego – por. art. 329 § 1 zd. 2 k.c.), gdyż mamy tutaj do czynienia z formą uchwały organu funduszu inwestycyjnego. Zgodnie z tym poglądem, w razie zawarcia umowy zastawniczej przed udzieleniem zgody przez zgromadzenie inwestorów, powinna ona mieć charakter umowy warunkowej, zaś brak uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów na ustanowienie zastawu skutkować będzie nieważnością całej umowy zastawniczej, ponieważ zgodę taką należy traktować jako przesłankę dodatkową dla ważności zastawu³⁷⁸. Twierdzenie to opiera się zatem na założeniu, iż zgoda zgromadzenia inwestorów ma charakter warunku prawnego (*conditio iuris*), którego spełnienie stanowi przesłankę skuteczności czynności prawnej³⁷⁹.

Drugie stanowisko zakłada, że czynność prawna zawarta bez zgody organu osoby prawnej (w tym przypadku – wymaganej statutem zgody zgromadzenia inwestorów funduszu) stanowić będzie czynność prawną niezupełną (tzw. kulejącą – *negotium claudicans*) w rozumieniu art. 63 § 1 k.c., powodującą od samego jej powstania zawieszenie zamierzonych w niej skutków prawnych, czyli tzw. bezskuteczność zawieszoną. W tym ujęciu interpretacyjnym uważa się, że czynność taka jest od początku niezdolna do wywołania jakichkolwiek skutków prawnych, ale w razie potwierdzenia staje się niewadliwa i w pełni skuteczna, natomiast w razie odmowy potwierdzenia – bezwzględnie nieważna, w czym wyraża się zasadnicza różnica między nią a czynnością prawną względnie nieważną (tj. wzruszalną), która od początku wywołuje zamierzone skutki prawne, ale istnieje ryzyko jej wzruszenia (unieważnienia) prowadzącego do bezwzględnej nieważności od samego początku (ze skutkiem *ex tunc*)³⁸⁰.

Natomiast trzecie stanowisko opiera się na generalnym założeniu, że w przypadkach analogicznych do unormowanego art. 121 ust. 10 u.f.i. (jak np. art. 17 § 3 k.s.h.) w ogóle nie znajdzie zastosowania art. 63 k.c., ponieważ organ osoby prawnej (a takim

³⁷⁸ Tak: M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t.19, s. 704 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 490.

³⁷⁹ Por. Z. Radwański (w:) Z. Radwański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – Część ogólna*, t. 2, Warszawa 2008, s. 269 i n. oraz P. Antoszek, *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009, rodz. VI, pkt. 2.6.

³⁸⁰ Por. J. Gudowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Księga pierwsza. Część ogólna*, Warszawa 2014, kom. do art. 63 k.c. oraz cytowana tam literatura.

jest zgromadzenie inwestorów funduszu), nie jest podmiotem prawa cywilnego, lecz tylko częścią składową osoby prawnej, której przysługuje podmiotowość prawna³⁸¹.

Rozwinięciem tego stanowiska na gruncie prawa spółek handlowych (por. art. 17 § 3 k.s.h.) jest pogląd, iż brak uzyskania zgody organu nie może rzutować na ważność i skuteczność czynności prawnej, ponieważ ograniczenia w zakresie uprawnień organów spółki wynikające ze statutu lub uchwały odpowiedniego organu nie są skuteczne wobec osób trzecich nawet po ich ogłoszeniu (por. art. 9 ust. 1 pierwszej dyrektywy UE Rady 68/151/EWG z dnia 9 marca 1968 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności w całej Wspólnocie, dla zapewnienia ochrony interesów zarówno współników jak i osób trzecich³⁸²). W tym ujęciu przyjmuje się zatem, że stosunki wewnętrzne nie mogą powodować pogorszenia sytuacji prawnej osób trzecich³⁸³.

Na gruncie aktualnie obowiązującego stanu prawnego należy uznać za trafne ostatnie z zaprezentowanych powyżej stanowisk. Mianowicie, z dyspozycji art. 121 ust. 10 u.f.i. *expressis verbis* wynika możliwość uzależnienia w statucie funduszu czynności ustanowienia zastawu od zgody organu funduszu emitującego obciążane zastawem certyfikaty inwestycyjne, nie zaś funduszu jako osoby trzeciej – co wyklucza zastosowanie art. 63 k.c. Niezależnie od powyższego, w świetle treści art. 140 ust. 9³⁸⁴ u.f.i. zasadna jest konkluzja, że czynność prawna dokonana bez zgody zgromadzenia inwestorów, wymaganej wyłącznie przez statut funduszu zamkniętego, zachowuje ważność, jednakże nie wyklucza to odpowiedzialności towarzystwa lub zarządzającego z UE z tytułu naruszenia statutu funduszu. Konstrukcja tego przepisu jest bowiem identyczna, jak w przypadku art. 17 § 3 k.s.h., stanowiącego analogiczną regulację tego zagadnienia w odniesieniu do organów spółek kapitałowych.

³⁸¹ Por. A. Kidyba (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna*, Warszawa 2012, komentarz do art. 63 k.c. oraz cytowana tam literatura.

³⁸² Dz. Urz. WE L 65 z 14.03.1968, s. 8.

³⁸³ Tak: T. Szczurowski, *Wadliwość czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012, pkt. 3.3.2.2. Por. również A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany do art. 1-300 Kodeksu spółek handlowych*, Warszawa 2016, kom. do art. 17 k.s.h.

³⁸⁴ Przepisy art. 140 ust. 8 i 9 u.f.i., określające skutki prawne czynności prawnej dokonanej bez zgody zgromadzenia inwestorów lub zgody rady inwestorów, wymaganych odpowiednio przepisem ustawy lub statutem funduszu, zostały dodane na mocy nowelizacji ustawy z dnia 16 września 2011 r. (Dz.U. z 2011 r., Nr 234, poz. 1389), która weszła w życie z dniem 4 grudnia 2011 r. Natomiast na mocy ostatniej nowelizacji art. 140 ust. 9 u.f.i. (por. nowela ustawy z 31 marca 2016 r., Dz.U. z 2016 r., poz. 615, która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.) dodano wzmiankę o ewentualnej odpowiedzialności zarządzającego z UE z tytułu naruszenia statutu funduszu.

W zakresie procedury ustanowienia zastawu na certyfikatach inwestycyjnych wskazać należy, iż nie zawiera ona żadnych cech specyficznych i zasadniczo nie różni się ona od procedury obowiązującej w przypadku innych papierów wartościowych, z uwzględnieniem formy prawnej oraz trybu, w którym certyfikaty inwestycyjne zostały wyemitowane (tzn. forma zdematerializowana, niezdematerializowana; tryb publiczny i niepubliczny).

3.2.2. Realizacja prawa zastawu na certyfikatach inwestycyjnych

Inaczej aniżeli w przypadku jednostek uczestnictwa, w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych ustawodawca nie przewidział w ustawie o funduszach inwestycyjnych żadnych przepisów szczególnych normujących sposób zaspokojenia zastawnika, a zatem również i w tym przypadku zastosowanie znajdują zasady ogólne dotyczące realizacji prawa zastawu ustanowionego na papierach wartościowych. Z uwagi na obszerność tej problematyki poniżej zwrócono jedynie na uwagę na wybrane zagadnienia związane ze zróżnicowaniem trybów zaspokojenia zastawnika, będącym pochodną różnorodnych form prawnych i trybów emisji certyfikatów inwestycyjnych.

W pierwszej kolejności, w odniesieniu do tytułów uczestnictwa w funduszach zamkniętych możliwe jest zastosowanie wszelkich prawnie dopuszczalnych pozaegzekucyjnych form zaspokojenia zastawnika w przypadku zastawu rejestrowego (tzn. przejęcie certyfikatów inwestycyjnych na własność, sprzedaż w drodze przetargu publicznego – por. odpowiednio art. 22 i 24 u.z.r.). Nie ulega również wątpliwości, że do prowadzenia egzekucji sądowej z zastawionych certyfikatów inwestycyjnych zastosowanie znajdują przywołane powyżej przepisy regulujące tryb egzekucji z instrumentów finansowych (art. 911⁸ i nast. k.p.c.).

Zgodnie z ogólną normą odnoszącą się zarówno do jednostek uczestnictwa, jak i certyfikatów inwestycyjnych, zaspokojenie wierzytelności zabezpieczonej zastawem rejestrowym następuje do wysokości wartości przedmiotu zastawu rejestrowego przejętego na własność przez zastawnika, a w przypadku, gdy wartość przedmiotu zastawu rejestrowego przewyższa wysokość wierzytelności zabezpieczonej zastawem rejestrowym, zastawnik jest zobowiązany do uiszczenia kwoty nadwyżki w terminie 14 dni od dnia przejęcia (art. 23 ust. 3 u.z.r.).

W kwestii zaspokojenia certyfikatów inwestycyjnych zdematerializowanych należy wskazać, iż zgodnie z art. 22 ust. 1 pkt 1) u.z.r. umowa zastawu rejestrowego może przewidywać zaspokojenie zastawnika przez przejęcie przez niego na własność przedmiotu zastawu rejestrowego, jeżeli zastaw ten ustanowiony został na instrumentach finansowych zapisanych na rachunku papierów wartościowych lub na innym rachunku. Przejęcie na własność przedmiotu zastawu następuje wówczas po bezskutecznym upływie terminu wymagalności wierzytelności zabezpieczonej zastawem, z dniem zapisania instrumentów finansowych odpowiednio na rachunku papierów wartościowych lub innym rachunku. W przypadku, gdy przedmiotem zastawu rejestrowego są certyfikaty inwestycyjne dopuszczone do obrotu zorganizowanego i umowa zastawu przewiduje możliwość zaspokojenia zastawnika w drodze przejęcia na własność przedmiotu zastawu rejestrowego, wówczas wartość przejmowanych instrumentów finansowych ustala się po kursie notowań z końca dnia przejęcia, a w przypadku, gdy braku notowań w danym dniu, wartość ta ustalana jest po kursie z końca dnia ostatniego notowania (art. 23 ust. 1 u.z.r.)³⁸⁵.

Z dalszej kolejności w przypadku, gdy zgodnie z art. 24 ust. 1 u.z.r. umowa zastawu rejestrowego przewiduje, że zaspokojenie zastawnika nastąpi przez sprzedaż instrumentów finansowych w drodze przetargu publicznego, zasadniczo zaspokojenie zastawnika następuje poprzez sprzedaż przedmiotu zastawu rejestrowego w drodze przetargu publicznego, który przeprowadza notariusz lub komornik, w terminie 14 dni od dnia złożenia przez zastawnika wniosku o dokonanie sprzedaży, przy czym w przypadku certyfikatów dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, na żądanie nabywcy złożone w formie pisemnej i po przedstawieniu protokołu przebiegu przetargu – podmiot prowadzący działalność maklerską (firma inwestycyjna) niezwłocznie przynosi instrumenty finansowe na rzecz nabywcy³⁸⁶.

Natomiast w sytuacji, gdy zaspokojenie zastawnika następuje według przepisów k.p.c. o postępowaniu egzekucyjnym i dotyczy zdematerializowanych certyfikatów inwestycyjnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego, ich sprzedaż odbywa się według przepisów o egzekucji z instrumentów finansowych zapisanych na rachunku,

³⁸⁵ Szerzej w tej kwestii: por. I. Heropolitańska, *Prawne zabezpieczenia zapłaty wierzytelności*, Warszawa 2014, rozdz. 37 oraz J. Mojak, J. Widło, *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, Warszawa 2015, s. 197-198.

³⁸⁶ Szerzej w tej kwestii: por. J. Mojak, J. Widło, *Zastaw rejestrowy...*, s. 204-210.

tj. w trybie art. 911⁸ k.p.c., w ramach którego najpierw następuje (i) zajęcie rachunku papierów wartościowych przez komornika, następnie (ii) zaspokojenie zastawnika ze środków pieniężnych znajdujących się na rachunku papierów wartościowych, a jeżeli środki te nie są wystarczające do zaspokojenia wierzyciela zastawnego, wierzyciel ma możliwość złożenia (iii) zlecenia sprzedaży wybranych instrumentów finansowych przez podmiot prowadzący działalność maklerską na rachunek dłużnika i wówczas środki pieniężne uzyskane ze sprzedaży są niezwłocznie przekazywane do dyspozycji komornika prowadzącego egzekucję (art. 911⁸ § 2 k.p.c.)³⁸⁷.

4. Uwagi podsumowujące

Kwestia dopuszczalności rozporządzania tytułami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz ustawowo zastrzeżone sposoby tego rozporządzania stanowią fundamentalne różnice w konstrukcji prawnej pomiędzy jednostkami uczestnictwa a certyfikatami inwestycyjnymi.

Cechą charakterystyczną jednostek uczestnictwa jest mianowicie możliwość ich zbycia i odkupienia jedynie w relacji pomiędzy funduszem a uczestnikiem, a tym samym co do zasady wykluczona jest możliwość zbywania jednostek uczestnictwa przez samych uczestników na rzecz osób trzecich. Odstępstwo w tym zakresie stanowią wyłącznie czynności prawne *mortis causa*, ponieważ w odniesieniu jednostek uczestnictwa w ustawie wyraźnie przewidziano możliwość wstąpienia w prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego otwartego przez jego spadkobierców w następstwie ich dziedziczenia. Na marginesie zauważyć należy, że prawa i obowiązki majątkowe inkorporowane w certyfikatach inwestycyjnych również podlegają dziedziczeniu – na zasadach ogólnych znajdujących zastosowanie do wszystkich rodzajów zbywalnych papierów wartościowych.

Certyfikaty inwestycyjne przynależą do grupy instrumentów finansowych w pełni zbywalnych na rzecz osób trzecich, z zastrzeżeniem ograniczeń statutowych dopuszczalnych jedynie w przypadku certyfikatów imiennych, co w pewnym stopniu przypomina rozwiązania stosowane w przypadku akcji w spółkach handlowych. Rozporządzanie certyfikatami inwestycyjnymi podlega trybom uzależnionym przede wszystkim od formy prawnej certyfikatów (zdematerializowane, niezdematerializowane)

³⁸⁷ Szerzej w tej kwestii: por. I. Heropolitańska, *Prawne zabezpieczenia...*, rozdz. 37, ppkt 3.3 oraz J. Mojak, J. Widło, *Zastaw rejestrowy...*, s. 188-191 i cytowana tym literatura.

oraz trybu ich emisji (publiczna, prywatna). Specyficzną właściwością certyfikatów inwestycyjnych, wyróżniającą je na tle innych udziałowych papierów wartościowych, jest przewidziana w ustawie dla nich fakultatywna procedura wykupu dobrowolnego, która może być zainicjowana przez samego właściciela certyfikatu inwestycyjnego, bez konieczności podejmowania w tej sprawie jakichkolwiek uchwał organów emitenta. W tym zakresie pewną analogię do jednostek uczestnictwa stanowi wyłącznie skutek prawny w postaci umorzenia certyfikatów następujący z mocy prawa z chwilą ich wykupu.

W odniesieniu do zagadnienia dopuszczalności obciążania tytułów uczestnictwa ograniczonymi prawami rzeczowymi występuje wyraźne podobieństwo pomiędzy obiema ustawowymi odmianami tytułów uczestnictwa w zakresie możliwości ustanowienia zastawu cywilnego, rejestrowego, skarbowego lub finansowego. Zaznaczyć jednak należy, iż w kwestiach szczegółowych jednostki uczestnictwa odróżnia od certyfikatów inwestycyjnych sposób zaspokojenia zastawnika z obciążonych tytułów uczestnictwa, ponieważ z uwagi na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa realizacja prawa zastawu może nastąpić co do zasady wyłącznie w wyniku odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa na żądanie wierzyciela zgłoszone w postępowaniu egzekucyjnym (z pewnym odstępstwem przewidzianym dla zastawu finansowego). W konsekwencji, z istoty rzeczy w tym przypadku wyłączone są *ex lege* wszelkie przewidziane ustawami szczególnymi pozaegzekucyjne formy zaspokojenia zastawnika, w tym przejęcie przedmiotu zastawu na własność oraz sprzedaż w drodze przetargu. Wątpliwości interpretacyjne w literaturze budzi jednak sposób uregulowania *de lege lata* zasad egzekucji z jednostek uczestnictwa i w tym zakresie słusznie zgłaszane są postulaty *de lege ferenda* dotyczące jasnego i precyzyjnego uregulowania tej kwestii przez ustawodawcę.

Powyższe ograniczenia sposobów realizacji prawa zastawu nie znajdują zastosowania do certyfikatów inwestycyjnych, które jako papiery wartościowe podlegają wprost przepisom ustaw szczególnych dotyczących odpowiednich rodzajów papierów wartościowych, a zatem w tym przypadku możliwe jest zastosowanie wszelkich pozaegzekucyjnych form zaspokojenia zastawnika z obciążonych tytułów uczestnictwa. Zaspokojenie wierzytelności zabezpieczonej zastawem ustanowionym na certyfikatach inwestycyjnych zasadniczo odbywa się według ogólnych procedur stosowanych w przypadku wszystkich rodzajów zbywalnych papierów, z uwzględnieniem specyfiki i pewnych odmienności proceduralnych wynikających z różnorodnych form prawnych oraz trybów emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Rozdział V

WYGAŚNIĘCIE PRAW I OBOWIĄZKÓW WYNIKAJĄCYCH Z TYTUŁÓW UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

1. Zagadnienia ogólne

Prawa i obowiązki wynikające z tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych podlegają wygaśnięciu w ramach procedur odkupu jednostek uczestnictwa i wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Pomimo pewnych formalnych odmierności, istotnym podobieństwem obu tych procedur jest umorzenie tytułów uczestnictwa następujące *ex lege* z chwilą ich odkupu lub wykupu od uczestnika funduszu (por. art. 82 zd. 2 u.f.i. i art. 139 ust. 6 u.f.i.). Natomiast zasadnicze różnice pomiędzy trybami umorzenia obu rodzajów tytułów uczestnictwa wynikają przede wszystkim z odmierności ich konstrukcji prawnych. Mianowicie, w przypadku jednostek uczestnictwa odkupienie ich przez fundusz stanowi dla inwestora w zasadzie jedyną możliwość wycofania środków ulokowanych w funduszu (pomijając oczywiście tryb likwidacji funduszu), a to ze względu na fundamentalną zasadę niezbywalności jednostek na rzecz osób trzecich (art. 82 ust. 3 u.f.i.). Natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych, z uwagi na przypisany im ustawowo charakter przenaszalnych papierów wartościowych, mogą być one zbywane na rzecz osób trzecich, z uwzględnieniem jedynie ewentualnych ograniczeń statutowych w zakresie certyfikatów imiennych (art. 121 ust. 8 u.f.i.), zaś na rzecz funduszu certyfikaty mogą być zbywane wyłącznie w celu ich wykupu, pod warunkiem, że statut funduszu przewiduje taką możliwość (art. 139 ust. 1 u.f.i.).

W konsekwencji, od momentu ujawnienia inwestora w rejestrze uczestników funduszu typu otwartego, staje się on wierzycielem funduszu, który co do zasady zawsze może skutecznie domagać się od funduszu, aby tenże odkupił posiadane przez niego jednostki uczestnictwa, w statutowo określonych terminach i za kwotę wynikającą z podzielenia wartości aktywów netto przez liczbę wszystkich jednostek uczestnictwa, ustaloną na podstawie rejestru uczestników w dniu wyceny, z uwzględnieniem ewentualnych opłat manipulacyjnych.

Natomiast w kontekście trybu wygaśnięcia praw i obowiązków inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych rozróżnić należy dwie grupy funduszy zamkniętych: (i) fundusze zamknięte, w których statutach przewidziano możliwość wykupu certyfikatów przez fundusz oraz (ii) fundusze zamknięte, których statuty nie przewidują takiej możliwości. W przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze z pierwszej grupy uczestnikom przysługuje prawo wystąpienia z funduszu w inny sposób aniżeli przez likwidację samego funduszu lub zbycie certyfikatów na rzecz osób trzecich, a mianowicie – w drodze umorzenia certyfikatów *ex lege* z chwilą ich wykupu przez emitenta na żądanie uprawnionego, w trybie i na warunkach unormowanych w statucie funduszu (art. 139 ust. 6 u.f.i.). Odmiennie sytuacja przedstawia się w przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze kwalifikowane do drugiej z wymienionych grup, kiedy to żądanie zaspokojenia wierzytelności inkorporowanych w tytułach uczestnictwa może być skierowane do funduszu wyłącznie w ramach jego likwidacji³⁸⁸.

Przedmiotowe rozróżnienie prowadzi do pragmatycznej konstatacji, iż uczestnik funduszu zamkniętego, którego certyfikaty inwestycyjne mogą być wykupywane przez fundusz na każde żądanie inwestora, ma znacznie szersze możliwości realizacji swojej wierzytelności wobec funduszu, aniżeli uczestnik funduszu zamkniętego, którego statut nie przewiduje takiej możliwości, skoro w okresie funkcjonowania funduszu możliwe jest wówczas wycofanie środków finansowych ulokowanych w funduszu wyłącznie w drodze zbycia certyfikatów inwestycyjnych na rzecz osób trzecich.

³⁸⁸ Tak: M. Michalski, *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, PUG 1998, nr 4, s. 9.

2. Umorzenie tytułów uczestnictwa

2.1. Odkupienie i umorzenie jednostek uczestnictwa

2.1.1. Istota i przesłanki dopuszczalności odkupienia jednostek uczestnictwa

Konstrukcja jurystyczna jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, zakładająca ich niezbywalność w drodze czynności prawnych dokonywanych *inter vivos*, wymusza niejako konieczność zapewnienia każdemu uczestnikowi funduszu **prawa żądania odkupu** tych tytułów uczestnictwa przez sam fundusz.

Obowiązek odkupienia jednostek uczestnictwa stanowi obowiązek każdego funduszu inwestycyjnego otwartego, będący bezpośrednią konsekwencją obowiązku pozostawania w stałej gotowości do odkupienia co do zasady każdej liczby jednostek uczestnictwa na żądanie inwestorów oraz wypłaty na ich rzecz ceny odkupu, odpowiadającej iloczynowi odkupywanych jednostek oraz wartości aktywów netto funduszu przypadającej na jednostkę uczestnictwa (WANJU), co niewątpliwie pociąga za sobą konieczność utrzymywania stosownej płynności aktywów funduszu³⁸⁹. Aby umożliwić funduszom otwartym realizację tego obowiązku ustawodawca przewidział w drodze wyjątku możliwość czasowego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnikom (art. 89 ust. 4-6 u.f.i.; szerzej w tej kwestii: por. pkt 2.1.3 poniżej). Podstawową przesłanką odkupienia jednostek uczestnictwa przez fundusz jest złożenie przez inwestora dyspozycji odkupu określonej liczby jednostek, która w przypadku odkupu wszystkich tytułów przysługujących danemu inwestorowi będzie równoznaczna *de iure* z oświadczeniem o odstąpieniu od umowy o uczestnictwo w funduszu (art. 89 ust. 1 u.f.i. w zw. z art. 61 k.c.). Jednostki uczestnictwa z chwilą odkupu podlegają umorzeniu *ex lege* (art. 82 zd. 2 u.f.i.), a w konsekwencji nie jest możliwe dalsze zbywanie przez fundusz tych samych jednostek uczestnictwa na rzecz innych inwestorów (podobnie kwestia ta została uregulowana w przypadku wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu zamkniętego – por. art. 139 ust. 6 u.f.i.).

Szczególnym przypadkiem odkupienia jednostek uczestnictwa jest sytuacja unormowana w art. 111 u.f.i., dotycząca złożenia dyspozycji odkupu jednostek

³⁸⁹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014, s. 105.

uczestnictwa przez osoby uprawnione w przypadku śmierci uczestnika, odpowiadająca analogicznym przypadkom przewidzianym w systemie prawa, np. w art. 55 i 56 u.p.b., z których to regulacji wynika obowiązek wypłaty przez bank odpowiednich sum z rachunków i lokat bankowych w przypadku śmierci ich posiadacza na rzecz osób legitymujących się dowodem poniesienia kosztów pogrzebu oraz kwot równych wpłatom na rachunki dokonanych przez organ wypłacający świadczenie z ubezpieczenia lub zabezpieczenia społecznego albo uposażenie w stanie spoczynku (nie przewidziane w art. 111 u.f.i.) oraz na rzecz uposażonych osób bliskich zmarłego posiadacza rachunku lub lokaty, bądź też w art. 831 k.c. w odniesieniu do ubezpieczeń osobowych. W piśmiennictwie podkreśla się, iż *ratio legis* art. 111 u.f.i. polega na umożliwieniu szybszego, w porównaniu z trybem postępowania spadkowego, uzyskania przez osoby uprawnione środków pieniężnych oraz ustanowienie w ten sposób zachęty do lokowania środków w fundusze inwestycyjne otwarte³⁹⁰.

Osobami uprawnionymi do uzyskania stosownych kwot tytułem odkupienia jednostek uczestnictwa w razie śmierci uczestnika są: (i) osoba legitymująca się dowodem poniesienia kosztów urządzenia pogrzebu uczestnika, przeprowadzonego zgodnie ze zwyczajem przyjętym w danym środowisku oraz (ii) osoba wskazana funduszowi przez jego uczestnika jako osoba uposażona (tzw. dyspozycja na wypadek śmierci – może być w każdym czasie odwołana lub zmieniona, zgodnie z art. 111 ust. 4 u.f.i.). W tym ostatnim przypadku suma wypłaty z tytułu odkupionych jednostek uczestnictwa nie może przekroczyć równowartości przypadającego na ostatni miesiąc przed śmiercią uczestnika funduszu 20-krotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw bez wypłat nagród z zysku, ogłaszanego przez Prezesa GUS, ani nie może przekroczyć łącznej wartości jednostek uczestnictwa zapisanych w rejestrze uczestnika.

Powyższe unormowania nie znajdują jednak zastosowania w przypadku, gdy uczestnik nabył jednostki uczestnictwa wspólnie z inną osobą (która przeżyła otwarcie spadku po uczestniku) i stąd są one zapisane we wspólnym rejestrze uczestników funduszu (art. 111 ust. 2 u.f.i.) i żądanie odkupu jednostek może być wykonane przez fundusz wyłącznie na podstawie dyspozycji współuczestnika osoby zmarłej. Należy podzielić pogląd, iż osobami uprawnionymi w rozumieniu art. 111 ust. 1 u.f.i. mogą być nie tylko

³⁹⁰ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 435. Autor powołuje się na uzasadnienie projektu ustawy, druk Sejmu IV kadencji nr 1773, s. 18.

osoby fizyczne, lecz również inne podmioty³⁹¹, ponieważ ustawa nie rozróżnia kategorii osób uprawnionych do złożenia funduszowi żądania odkupu jednostek uczestnictwa po śmierci uczestnika, podobnie jak w przypadku innych, powołanych wyżej analogicznych regulacji w systemie prawa.

Kolejną szczególną sytuacją unormowaną w ustawie, w której może mieć miejsce odkupienie jednostek uczestnictwa, jest przypadek zgłoszenia żądania odkupienia jednostek uczestnictwa funduszu związku z **przejęciem zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym** albo specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo w trybie art. 238a u.f.i.³⁹². Przejęcie zarządzania funduszem wymaga: (i) uzyskania zgody zgromadzenia uczestników funduszu na przejęcie zarządzania przez inne towarzystwo, (ii) uzyskania zezwolenia KNF oraz (iii) dokonania zmiany statutu funduszu w zakresie, o którym mowa w art. 18 ust. 2 pkt 2 u.f.i. – z wyjątkiem przejęcia zarządzania w trybie art. 68 ust. 2 i 3 u.f.i., w którym wymaga jest jedynie odpowiednia zmiana statutu funduszu (art. 238a ust. 2 u.f.i.). Skutek prawny w postaci wstąpienia w ogół praw i obowiązków towarzystwa pełniącego dotychczas funkcję organu funduszu przez towarzystwo przejmujące zarządzanie następuje z dniem wejścia w życie zmiany statutu funduszu, przy czym umowne wyłączenie przejęcia określonych obowiązków przez nowe towarzystwo jest prawnie bezskuteczne wobec osób trzecich (art. 238a ust. 5 u.f.i.). Uprawnienie do żądania odkupienia jednostek uczestnictwa przysługuje uczestnikom przejmowanego funduszu w terminie od dnia ogłoszenia zmiany statutu funduszu dokonanej w związku ze zmianą towarzystwa zarządzającego funduszem do dnia jej wejścia w życie. W przypadku zgłoszenia tego żądania odkupienie jednostek uczestnictwa następuje bez ponoszenia opłat manipulacyjnych (art. 238a ust. 6 u.f.i.).

2.1.2. Realizacja dyspozycji odkupu jednostek uczestnictwa

Dyspozycja odkupu posiadanych przez inwestora jednostek uczestnictwa jest realizowana przez fundusz każdorazowo po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu (WAN) przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru

³⁹¹ *Ibidem.*

³⁹² Art. 238a u.f.i. w brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie z dniem 4 czerwca 2016 r., w ramach której ujednolicono tryb przejęcia zarządzania funduszem dla wszystkich podstawowych typów funduszy inwestycyjnych, uchylając jednocześnie art. 238 u.f.i., stanowiący dotychczas podstawę prawną przejęcia zarządzania funduszem specjalistycznym otwartym oraz funduszem zamkniętym.

uczestników funduszu w dniu wyceny (art. 89 ust. 1 w zw. z art. 86 u.f.i.). Niezwłocznie po otrzymaniu przez fundusz przedmiotowej dyspozycji odkupu fundusz jest zobowiązany zrealizować ją na warunkach określonych w oświadczeniu uczestnika. Odkupienie jednostek uczestnictwa wywołuje skutek prawny z chwilą dokonania wpisu do rejestru uczestników liczby odkupionych jednostek i kwoty należnej uczestnikowi z tytułu odkupienia tych jednostek, która to kwota podlega niezwłocznej wypłacie przez fundusz na rzecz uczestnika w sposób określony w statucie funduszu (art. 89 ust. 2 i 3 w zw. z art. 86 u.f.i.). W tym kontekście zaznaczyć również należy, iż w sytuacji, gdy odkupione jednostki uczestnictwa były przedmiotem zastawu zabezpieczającego wierzytelność, która uprzednio stała się wymagalna, wypłata środków przez fundusz na rzecz inwestora uwarunkowana jest przedstawieniem przezeń stosownego pokwitowania wierzyciela potwierdzającego wygaśnięcie wierzytelności zabezpieczonej zastawem (art. 83 ust. 7 u.f.i.).

Cena odkupu jednostek uczestnictwa może być pomniejszona o opłatę manipulacyjną, którą każdy fundusz inwestycyjny otwarty może pobierać w przypadku odkupywania tytułów uczestnictwa, przy czym zarówno samą możliwość pobierania takich opłat, jak i maksymalną wysokość oraz sposób pobierania takiej opłaty musi przewidywać statut funduszu (art. 86 ust. 2 u.f.i.). W tym kontekście należy również przywołać art. 18 ust. 2 pkt 14 u.f.i., zgodnie z którym statut funduszu określa rodzaje, maksymalną wysokość, sposób kalkulacji i naliczania kosztów obciążających aktywa funduszu, do których zaliczają się m.in. opłaty manipulacyjne z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa, które w założeniu mają służyć pokryciu kosztów dystrybucji tytułów uczestnictwa w funduszach. Fundusze pobierające od swoich uczestników opłaty manipulacyjne przy odkupieniu jednostek uczestnictwa nazywane są w piśmiennictwie funduszami prowizyjnymi, pobierającymi opłatę „na wyjściu” (ang. *back-end load*) – w odróżnieniu od funduszy pobierających opłatę jedynie przy nabywaniu jednostek, tzn. „na wejściu” (ang. *front-end load*) oraz w opozycji do tzw. funduszy bezprowizyjnych (ang. *non-load funds*)³⁹³.

³⁹³ Szerzej w tej kwestii: por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 9; G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998, s. 34, a także M. Michalski, L. Sobolewski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 8-14; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2007, s. 580 i n.; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 165 i n.; P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 516; M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2005; E. Bogacka-Kisiel (w:) E. Bogacka-Kisiel (red.), *Usługi i procedury bankowe*, Wrocław 2000, s. 32 i n.; A. Chłopecki, *Fundusze inwestycyjne*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4, s. 31-33; D. Dziawgo, L. Dziawgo,

Zgodnie z dyspozycją art. 91 ust. 1 u.f.i., na każdym funduszu inwestycyjnym otwartym spoczywa obowiązek sporządzenia i przekazania uczestnikowi **pisemnego potwierdzenia odkupienia** jednostek uczestnictwa niezwłocznie po dokonaniu stosownej transakcji. Alternatywnie, z zastrzeżeniem uprzedniego złożenia funduszowi na piśmie oświadczenia uczestnika o wyrażeniu zgody, potwierdzenie odkupienia jednostek może być mu przekazane: (i) przy użyciu innego niż papier trwałego nośnika informacji (art. 2 pkt 41 u.f.i.) lub (ii) w innych terminach niż niezwłocznie. Potwierdzenie odkupu jednostek uczestnictwa przed fundusz po myśli art. 91 ust. 2 u.f.i. powinno zawierać co najmniej:

- 1) dane identyfikujące uczestnika funduszu;
- 2) nazwę funduszu;
- 3) datę odkupienia jednostek uczestnictwa (tj. datę wpisu do rejestru uczestników);
- 4) liczbę odkupionych jednostek uczestnictwa i ich wartość;
- 5) liczbę jednostek uczestnictwa posiadanych przez uczestnika po realizacji dyspozycji odkupu jednostek uczestnictwa.

W dalszej kolejności wskazać należy, iż w przypadku specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, posiadających z mocy ustawy możliwość istotnego zawężenia kręgu ich potencjalnych uczestników w drodze wprowadzenia odpowiednich postanowień statutowych³⁹⁴, obowiązuje szczególny tryb odkupywania jednostek uczestnictwa. Mianowicie, zgodnie z art. 113 ust. 2 u.f.i. statut takiego funduszu może określać warunki, w jakich może być zgłoszony przez uczestnika zamiar żądania odkupienia jednostek, w tym termin takiego zgłoszenia lub termin wypłaty przez fundusz kwot pieniężnych z tytułu odkupienia tych jednostek. Rozwiązanie to przypomina nieco unormowania obowiązujące fundusze zamknięte w przypadku wykupu certyfikatów inwestycyjnych (por. art. 139 ust. 3 u.f.i.), o którym mowa będzie w rozdziale V pkt 2.2.2 rozprawy.

2.1.3. Ograniczenia możliwości odkupu jednostek uczestnictwa

Jak wskazano w pkt 2.1.1 powyżej, u podstaw konstrukcji jurystycznej jednostek uczestnictwa leży spoczywający na każdym funduszu inwestycyjnym otwartym obowiązek

Fundusze powiernicze, Toruń 1994, s. 54 i n. oraz E. Mirosław, *Fundusze powiernicze w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Departament Analiz i Badań, Materiały i Studia 1999, z. 83, s. 25 i n.

³⁹⁴ Szerzej w tej kwestii: por. M. Michalski, *Pojęcie...*, s. 7.

pozostawiania w stałej gotowości do odkupienia co do zasady każdej liczby jednostek uczestnictwa na żądanie inwestorów. Zgodnie z ogólną normą czasową, określoną w art. 90³⁹⁵ ust. 1 u.f.i., statut funduszu powinien wskazywać terminy (nie dłuższe niż 7 dni), w jakich fundusz dokonuje odkupienia jednostek uczestnictwa od uczestników, którzy złożyli funduszowi odpowiednie żądanie. *Ratio legis* tej normy stanowi niewątpliwie potrzeba ochrona uczestników przed nieuzasadnionym przedłużaniem przez fundusz okresu pomiędzy wystąpieniem zdarzenia skutkującego powstaniem obowiązku odkupienia jednostek a dokonaniem tej czynności³⁹⁶. Przekroczenie określonego w statucie terminu odkupienia jednostek uczestnictwa skutkuje po stronie towarzystwa oraz dystrybutora jednostek uczestnictwa odpowiedzialnością solidarną za szkodę poniesioną przez uczestnika wskutek tego naruszenia (art. 33 ust. 3 u.f.i.)³⁹⁷. Szkodą uczestnika może w tym przypadku polegać przede wszystkim na zmniejszeniu kwoty odkupu jednostek wypłacanej uczestnikowi w następstwie spadku wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa w okresie zwłoki z realizacją dyspozycji odkupu złożonej przez uczestnika.

Prawo żądania odkupienia jednostek uczestnictwa podlega określonym w ustawie ograniczeniom, które mogą mieć charakter trwały, tzn. polegać na definitywnym zakazie odkupywania jednostek uczestnictwa wskutek rozpoczęcia likwidacji funduszu (art. 246 ust. 3 u.f.i.), bądź też charakter tymczasowy, przybierający postać zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa, które z reguły występują równocześnie z zawieszeniem zbywania jednostek uczestnictwa. Ograniczenia te w piśmiennictwie zostały podzielone na **fakultatywne** oraz **obligatoryjne**³⁹⁸.

Do pierwszej kategorii należy zaliczyć przede wszystkim przypadki uregulowane w art. 89 ust. 4 u.f.i., w których – mając na względzie konieczność zachowania niezbędnego stopnia płynności aktywów – fundusz uprawniony jest do zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa na okres 2 tygodni, a mianowicie:

- 1) gdy w okresie ostatnich 2 tygodni suma wartości odkupionych przez fundusz jednostek uczestnictwa oraz jednostek, których odkupienia zażądano, stanowi kwotę przekraczającą 10% wartości aktywów funduszu; albo

³⁹⁵ W brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. (Dz.U. z 2013 r., poz. 70), która weszła w życie z dniem 1 lutego 2013 r.

³⁹⁶ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 386.

³⁹⁷ Szerzej na temat charakteru tej odpowiedzialności - por. rozdział II pkt 2.1.4 niniejszej rozprawy.

³⁹⁸ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 357-358.

2) gdy nie jest możliwe dokonanie w pełni obiektywnej, wiarygodnej wyceny istotnej części aktywów funduszu z przyczyn niezależnych od funduszu.

W każdym z powyższych przypadków fundusz może również wystąpić do KNF z wnioskiem o wyrażenie zgody: (i) na zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa na okres dłuższy niż 2 tygodnie, nieprzekraczający jednak 2 miesięcy, lub (ii) na odkupywanie jednostek uczestnictwa w ratach w okresie nieprzekraczającym 6 miesięcy, przy zastosowaniu proporcjonalnej redukcji lub przy dokonywaniu wypłat z tytułu odkupienia jednostek uczestnictwa. Tym niemniej, ograniczenie częstotliwości odkupywania jednostek uczestnictwa przez fundusz uzależnione jest od uprzedniego uzyskania decyzji KNF wyrażającej zgodę na takie odkupywanie i określającej szczegółowe warunki realizacji tej procedury (art. 89 ust. 5 u.f.i.). Uzupełnieniem powyższego unormowania jest z kolei obowiązek spoczywający na każdym funduszu otwartym, którego jednostki uczestnictwa są zbywane lub odkupywane również na obszarze innych państw członkowskich UE, polegający na zawiadomieniu o zawieszeniu odkupywania jednostek uczestnictwa, oprócz KNF, również właściwych organów państw członkowskich UE (art. 89 ust. 6 u.f.i.). Niezależnie od powyższego KNF, po otrzymaniu takiego zawiadomienia o zawieszeniu zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa, informuje o tym właściwe organy państwa członkowskiego UE, na którego terytorium dany fundusz zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa (art. 89 ust. 7 u.f.i.). Wszystkie dopuszczalne ustawą okresy zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa nie podlegają zaliczeniu na poczet maksymalnego terminu odkupienia jednostek po zgłoszeniu żądania ich odkupienia zgodnie ze statutem funduszu (art. 90 ust. 3 u.f.i.).

Fakultatywnie może również nastąpić zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa przez fundusz otwarty będący funduszem powiązany na czas okresowego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa funduszu podstawowego (art. 169i ust. 1 u.f.i.).

Natomiast do drugiej z powyższych kategorii, tj. obligatoryjnego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa, zaliczają się przypadki, w których następuje zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa z mocy samego prawa, bądź też z mocy decyzji organu nadzoru.

W pierwszej kolejności należy tu wymienić dyspozycję art. 68 ust. 1 u.f.i., zgodnie z którą począwszy od dnia wydania decyzji o cofnięciu zezwolenia na wykonywanie

działalności przez towarzystwo lub od dnia wygaśnięcia takiego zezwolenia fundusz inwestycyjny jest reprezentowany przez depozytariusza i wówczas fundusz nie odkupuje (ani nie zbywa) jednostek uczestnictwa. Wznowienie odkupywania jednostek uczestnictwa może nastąpić w przypadku, gdy płynność aktywów funduszu na to pozwala, o czym depozytariusz ma obowiązek poinformować uczestników, zgodnie z przyjętym w statucie funduszu inwestycyjnego sposobem udostępniania informacji o funduszu do publicznej wiadomości oraz na swojej stronie internetowej (art. 68 ust. 1a³⁹⁹ u.f.i.).

Innym przypadkiem, w którym następuje z mocy samego prawa zawieszenie odkupywania jednostek uczestnictwa funduszu (lub subfunduszu), jest zwołanie zgromadzenia uczestników, kiedy to fundusz jest *ex lege* zobowiązany do wstrzymania na krótki okres czasu zarówno zbywania, jak i odkupywania jednostek uczestnictwa od dnia poprzedzającego dzień zgromadzenia do dnia odbycia zgromadzenia (art. 87b ust. 3 u.f.i.).

Pozostałe przewidziane w ustawie przypadki obligatoryjnego zawieszenia odkupywania jednostek uczestnictwa dotyczą podejmowania przez organ nadzoru (KNF) interwencji w funkcjonowanie funduszu i obejmują:

- 1) zawieszenie odkupywania jednostek na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników funduszu (art. 227b u.f.i.);
- 2) zawieszenie odkupywania jednostek przez fundusz otwarty będący funduszem powiązany na podstawie decyzji KNF podjętej ze względu na ochronę interesów uczestników tego funduszu (art. 169i ust. 2 u.f.i.).

W tym kontekście należy przytoczyć wyrażony w piśmiennictwie pogląd⁴⁰⁰, zgodnie z którym zawieszenie biegu terminów odkupienia jednostek uczestnictwa, podobnie jak w przypadku zawieszenia zbywania jednostek, może budzić pewne wątpliwości z punktu widzenia ochrony interesu prawnego uczestników, którzy podejmując określone decyzje inwestycyjne najczęściej nie posiadają wiedzy o wystąpieniu przesłanek warunkujących zawieszenie odkupywania (i analogicznie zbywania) jednostek uczestnictwa przez fundusz. W celu zapobieżenia ewentualnym naruszeniom tego interesu uczestników zgłaszany jest – jak się wydaje trafny – postulat *de lege ferenda*, iż w przypadku zawieszenia zbywania lub odkupywania jednostek

³⁹⁹ Art. 68 ust. 1a u.f.i. został dodany na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.

⁴⁰⁰ Tak: G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 387.

uczestnictwa z przyczyn innych niż wskazane w art. 87b ust. 3 u.f.i. osobie uprawnionej do złożenia stosownej dyspozycji powinno służyć uprawnienie do złożenia funduszowi oświadczenia woli unicestwiającego skutki prawne wpłaty lub złożenia żądania odkupienia jednostek uczestnictwa. Innym rozwiązaniem tej kwestii może być pozbawienie funduszu możliwości wykonania zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek po ustaniu przesłanki zawieszenia⁴⁰¹, które jednak należałoby odrzucić ze względu na możliwość powstania wątpliwości co do zgodności takiego skutku prawnego z rzeczywistą wolą inwestora.

2.2. Wykup i umorzenie certyfikatów inwestycyjnych

2.2.1. Istota i przesłanki dopuszczalności wykupu certyfikatów inwestycyjnych

W funduszach inwestycyjnych zamkniętych do pewnego stopnia odpowiednikiem procedury odkupu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych typu otwartego jest procedura **wykupu certyfikatów** inwestycyjnych. Podstawowym warunkiem możliwości jej realizacji jest istnienie odpowiedniej regulacji w statucie funduszu (art. 139 ust. 1 u.f.i.), a zatem inaczej niż w przypadku funduszy inwestycyjnych typu otwartego, w których procedura ta jest immanentną cechą konstrukcji prawnej jednostek uczestnictwa, uregulowaną przepisami o charakterze *iuris cogentis* (tj. art. 89 u.f.i. – obowiązujący również specjalistyczne fundusze otwarte na zasadzie normy odsyłającej z art. 112 ust. 1 u.f.i.). Kolejnym istotnym warunkiem, od którego spełnienia uzależnione jest wdrożenie procedury wykupu, jest uprzednie opłacenie w całości ceny emisyjnej certyfikatów inwestycyjnych podlegających wykupowi (art. 139 ust. 2 u.f.i.), co znajduje zastosowanie wyłącznie w przypadku certyfikatów imiennych, ponieważ tylko takie certyfikaty mogą być wydane uczestnikowi funduszu zamkniętego przed ich całkowitym opłaceniem (art. 137 ust. 1 u.f.i.). Powyższe unormowanie uzasadnione jest koniecznością zapobieżenia zmniejszeniu aktywów funduszu bez jednoczesnego zapewnienia funduszowi odpowiedniego ekwiwalentu, to niewątpliwie naruszałoby interes prawny pozostałych uczestników funduszu. Wykup certyfikatów inwestycyjnych stanowi jednocześnie jedyny przypadek, w którym te papiery wartościowe mogą być zbywane na rzecz samego funduszu (art. 138 u.f.i.).

⁴⁰¹ Por. G. Borowski (w:) R. Mroczkowski (red.) *Ustawa o funduszach...*, s. 387.

Podobnie, jak to ma miejsce w przypadku odkupu jednostek uczestnictwa, w chwili wykupu certyfikaty inwestycyjne podlegają umorzeniu z mocy prawa, a tym samym nie mogą być już one oferowane innym inwestorom przez funduszu (art. 139 ust. 6 u.f.i.). Wykup certyfikatów oznacza bowiem wyeliminowanie ich z obrotu prawnego, a w konsekwencji wygaśnięcie podstawy uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym⁴⁰², o ile oczywiście złożona przez uczestnika dyspozycja wykupu dotyczy całości posiadanych przez niego certyfikatów. W sytuacji, gdy operacja wykupu ma dotyczyć jedynie części przysługujących inwestorowi tytułów uczestnictwa, realizacja dyspozycji wykupu nie spowoduje wygaśnięcia stosunku uczestnictwa nawiązanego pomiędzy inwestorem a funduszu na podstawie umowy o przystąpienie do funduszu, lecz stanowić będzie odpowiednią modyfikację treści tego stosunku prawnego⁴⁰³.

Procedura wykupu certyfikatów powinna być szczegółowo uregulowana w statucie funduszu, z uwzględnieniem wskazania przesłanek, trybu i warunków wykupywania certyfikatów inwestycyjnych, a także określenia terminów i sposobu dokonywania ogłoszeń o wykupie certyfikatów (art. 139 ust. 3 zd. 1 u.f.i.). W szczególności, w statucie powinny znaleźć się zapisy normujące dopuszczalność przeprowadzenia wykupu (i) na żądanie uczestnika (wykup dobrowolny), bądź też (ii) niezależnie od zgłoszenia takiego żądania (wykup przymusowy lub automatyczny), a także sprecyzowanie przypadków wystąpienia wykupu automatycznego (art. 139 ust. 3 zd. 2 u.f.i.)⁴⁰⁴.

Cena, po której wykupywane są certyfikaty inwestycyjne, jest ustalana każdorazowo na podstawie wyceny aktywów funduszu przeprowadzonej według stanu na dzień wykupu – jako iloczyn liczby certyfikatów oraz wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (WANCI) (art. 139 ust. 4 w zw. z art. 131 u.f.i.), a zatem analogicznie, jak w sytuacji odkupu jednostek uczestnictwa (por. art. 85 pkt 1 u.f.i.). W przypadku funduszy zamkniętych z wydzielonymi subfunduszami cena wykupu certyfikatów inwestycyjnych związanych z danym subfunduszem jest równa wartości aktywów netto subfunduszu, przypadającej na certyfikat inwestycyjny związany z tymże subfunduszem, ustalonej według wyceny aktywów subfunduszu z dnia wykupu (art. 163 ust. 1 pkt 4 u.f.i., stanowiący *lex specialis* w stosunku do art. 139 ust. 4 u.f.i.).

⁴⁰² Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 515.

⁴⁰³ Analogicznie w przypadku funduszy typu otwartego: por. R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, cz. I*, Prawo Spółek 2002, nr 10, s. 45.

⁴⁰⁴ Szerzej w tej kwestii: por. rozdział V pkt 2.2.2 niniejszej rozprawy.

Obowiązkiem funduszu zamkniętego dokonującego wykupu wyemitowanych certyfikatów jest realizacja wypłaty na rzecz uczestnika ceny wykupu bezzwłocznie i w sposób określony w statucie (tzn. w formie pieniężnej lub niepieniężnej – np. w postaci oznaczonych aktywów funduszu), przy uwzględnieniu ewentualnej opłaty manipulacyjnej, której maksymalną wysokość i sposób pobierania określa statut funduszu (art. 139 ust. 5 i 7 u.f.i.). Analogicznie, jak to ma miejsce w funduszach typu otwartego, potrącenie z kwoty wykupu opłaty manipulacyjnej przez fundusz zamknięty z tytułu umorzenia certyfikatów inwestycyjnych występuje wyłącznie w tzw. funduszach prowizyjnych, pobierających opłatę „na wyjściu” (ang. *back-end load*)⁴⁰⁵, w odróżnieniu od funduszy bezprowizyjnych, w których koszty pokrywające operację wykupu certyfikatów obciążają bezpośrednio aktywa funduszu, co tym samym prowadzi wprost do zmniejszenia wartości netto aktywów funduszu⁴⁰⁶.

W kontekście wyceny aktywów funduszu poprzedzającej wykup certyfikatów na aprobatę zasługuje pogląd wyrażony w piśmiennictwie, zgodnie z którym dzięki nałożonemu na fundusz obowiązkowi dokonywania wyceny aktywów netto funduszu (art. 8 u.f.i.) oraz ustalania, jaka część ich wartości przypada na pojedynczy certyfikat inwestycyjny (art. 131 u.f.i.), uczestnik zgłaszający żądanie wykupu ma odpowiedni dostęp do informacji o wysokości przysługującej mu kwoty wykupu, zaś za *ratio legis* tego unormowania uznać należy niewątpliwie dążenie prawodawcy do zapewnienia należytej ochrony interesu uczestników funduszy inwestycyjnych, w szczególności w przypadkach, w których wartość aktywów funduszu w krótkich okresach ulega znacznym wahanom⁴⁰⁷.

Umorzenie certyfikatów inwestycyjnych następuje *ex lege* z chwilą ich wykupienia i powoduje po stronie funduszu obowiązek dokonania odpowiednich czynności ewidencyjnych, na które składają się w szczególności: (i) w przypadku certyfikatów niezdematerializowanych – unieważnienie dokumentu certyfikatu polegające na jego zniszczeniu lub dokonaniu stosownej adnotacji na dokumencie, (ii) w przypadku tzw. niepublicznych certyfikatów zdematerializowanych – dokonanie właściwych wpisów w ewidencji uczestników funduszu, względnie (iii) w przypadku publicznych certyfikatów

⁴⁰⁵ Szerzej w tej kwestii: por. rozdział V pkt 2.1.2 niniejszej rozprawy.

⁴⁰⁶ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, t. 19, Warszawa 2006, s. 665 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 516.

⁴⁰⁷ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 516.

zdematerializowanych – dokonanie odpowiedniej zmiany zapisu na rachunku papierów wartościowych uczestnika albo na rachunku zbiorczym.

2.2.2. Rodzaje umorzenia certyfikatów inwestycyjnych

Stosownie do dyspozycji art. 121 ust. 5 u.f.i., umorzenie certyfikatów inwestycyjnych możliwe jest tylko w przypadkach przewidzianych w przepisach u.f.i., które niewątpliwie stwarzają podstawę do klasyfikacji rodzajów umorzenia certyfikatów inwestycyjnych według kryteriów wypracowanych w doktrynie prawa spółek handlowych, znajdujących zastosowanie w przypadku udziałów spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (por. art. 199 § 1 k.s.h.), a także akcji emitowanych przez spółki akcyjne (por. art. 359 § 1 k.s.h.) oraz spółki komandytowo-akcyjne (por. art. 359 § 1 k.s.h. w zw. z art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h.)⁴⁰⁸.

Mianowicie, na kanwie art. 139 ust. 3 u.f.i. i pozostałych przepisów u.f.i. wyróżnić można następujące rodzaje i tryby umorzenia certyfikatów inwestycyjnych: (i) umorzenie dobrowolne, (ii) umorzenie przymusowe oraz (iii) umorzenie restytucyjne.

2.2.2.1. Umorzenie dobrowolne

Jednym z uprawnień majątkowych inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych jest przyznawane uczestnikom fakultatywnie w statucie funduszu zamkniętego prawo żądania wykupu posiadanych certyfikatów (art. 139 ust. 3 zd. 2 *in principio* u.f.i.). Jak wskazano w pkt 1 niniejszego rozdziału, przyznanie powyższego uprawnienia uczestnikowi w sposób istotny poszerza możliwości realizacji jego wierzytelności wobec funduszu w porównaniu do sytuacji uczestnika funduszu zamkniętego, którego statut nie przewiduje takiej możliwości, albowiem pozwala na wycofanie środków zainwestowanych w fundusz w okresie jego funkcjonowania w sposób nie wymagający zbycia certyfikatu na rzecz osób trzecich.

Żądanie wykupu części lub całości certyfikatów wyemitowanych przez fundusz stanowi oświadczenie woli uczestnika o charakterze prawokształtującym, ponieważ

⁴⁰⁸ Por. szerzej na temat rodzajów i przesłanek umorzenia akcji: W. Popiołek, *Umorzenie udziałów i akcji w kodeksie spółek handlowych*, Rejent 2001, nr 7-8, s. 249; T. Sójka, *Umorzenie akcji*, Kraków 2004; A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, kom. do art. 359 k.s.h.; A. Opalski, (w:) S. Sołtysiński (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo spółek kapitałowych, t. 17B*, Warszawa 2010, s. 432 i n. oraz S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz, t. III*, Warszawa 2008, s. 497 i n.

wpływa w sposób bezpośredni na treść zawiązanego pomiędzy uczestnikiem a funduszem stosunku uczestnictwa. Fundusz jest związany zgłoszoną przez uczestnika dyspozycją wykupu certyfikatów, która wywołuje skutki prawne zgodnie z regułami art. 61 k.c.

2.2.2.2. Umorzenie przymusowe

Analogicznie do przypadków umorzenia praw udziałowych w spółkach handlowych (por. art. 199 § 1 i art. 359 § 1 k.s.h.), przepisy u.f.i. stwarzają podstawę prawną do uregulowania w statucie funduszu przypadków umorzenia certyfikatów inwestycyjnych niezależnie od zgłoszenia żądania ich wykupu przez uczestnika. Pierwszym z tych przypadków jest **umorzenie przymusowe**, które może nastąpić bez zgody, a nawet wbrew woli uczestnika. Mając na uwadze potrzebę ochrony interesu prawnego uczestników funduszu ustawodawca nakazał precyzyjne unormowanie w statucie dopuszczalności tego rodzaju umorzenia oraz przypadków jego wystąpienia. Niezależnie jednak od postanowień statutowych już w samych przepisach u.f.i. przewidziano sytuacje, w których umorzenie certyfikatów następuje bez zgłoszenia dyspozycji ich wykupu przez uczestnika.

Mianowicie, w pierwszym rzędzie należy tu wymienić uregulowaną w art. 137 ust. 7 u.f.i. specyficzną procedurę tzw. **sankcyjnego umorzenia** nieopłaconych certyfikatów imiennych⁴⁰⁹, będącej najdalej ingerującą w prawa uczestnika funduszu konsekwencją powstania po jego stronie zaległości co do należności głównej, odsetek lub odszkodowania, trwającej przez okres określony w statucie funduszu, nie dłuższy niż 6 miesięcy. W takim przypadku fundusz jest zobligowany umorzyć certyfikaty nieopłacone w całości oraz dokonać na rzecz uczestnika zwrotu sumy obliczonej jako różnica pomiędzy wartością aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny (WANCI) według stanu na dzień umorzenia certyfikatów pomnożoną przez liczbę umorzonych certyfikatów a sumą należności funduszu z tytułu nieopłacenia w pełni certyfikatu, odsetek lub odszkodowania. Fundusz ma obowiązek zwrócić uczestnikowi powyższą sumę w terminie określonym w statucie funduszu, nie przekraczającym 1 roku od dnia umorzenia certyfikatu. Ostatnią czynnością dokonywaną w ramach tej procedury przez fundusz jest zawiadomienie uczestnika oraz jego prawnych poprzedników

⁴⁰⁹ Por. P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 514 - Autorka określa ten etap jako „umorzenie definitywne o charakterze sanacyjnym” oraz M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, t. 19*, Warszawa 2006, s. 701. Szerzej na temat sankcyjnego umorzenia akcji: por. S. Sołtysiński (w:) S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks...*, t. III, s. 505-507.

(ujawnionych w prowadzonej przez fundusz księdze certyfikatów inwestycyjnych imiennych w okresie ostatnich 5 lat) o umorzeniu nieopłaconych certyfikatów wraz ze wskazaniem serii i numerów tych certyfikatów. Przedmiotowe zawiadomienia dokonywane są w formie listów poleconych wysyłanych na adresy uczestnika i jego poprzedników prawnych ujawnione w księdze certyfikatów.

Innym przewidzianym w ustawie przypadkiem, w którym następuje umorzenie certyfikatów niezależnie od woli uczestnika, jest procedura likwidacji funduszu zamkniętego w następstwie jego rozwiązania. W ramach czynności likwidacyjnych, po uprzednim ściągnięciu przez likwidatora należności funduszu, zaspokojeniu jego wierzycieli, następuje umorzenie certyfikatów inwestycyjnych, pociągające za sobą obowiązek wypłaty przez likwidatora funduszu tzw. świadczenia likwidacyjnego, obejmującego pozostałe w funduszu środki pieniężne lub inne aktywa na rzecz posiadaczy certyfikatów inwestycyjnych, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich certyfikatów inwestycyjnych (art. 249 ust. 1 u.f.i.). Podkreślenia wymaga fakt, iż umorzenie certyfikatów w tym trybie jest niezależne od woli uczestnika o tyle, o ile liczba certyfikatów posiadanych przez danego uczestnika jest na tyle niewielka, że nie pozwala mu na podejmowanie decyzji o dalszym istnieniu funduszu.

Szczególnym przypadkiem umorzenia przymusowego jest tzw. **umorzenie automatyczne**, polegające na wystąpieniu określonego zdarzenia, z którym statut funduszu wiąże konieczność wykupu i umorzenia certyfikatów inwestycyjnych, niezależnie od woli i aktywności ich właściciela. Przenosząc poglądy doktryny prawa spółek handlowych na grunt na grunt przepisów u.f.i., stwierdzić należy, iż – podobnie jak to ma miejsce w przypadkach umorzenia automatycznego udziałów lub akcji w spółkach handlowych – kiedy to umorzenie następuje bez podjęcia zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia (por. art. 199 § 5 i art. 359 § 6 k.s.h.), zdarzeniem uruchamiającym procedurę automatycznego umorzenia certyfikatów inwestycyjnym może być np. upływ czasu, zmniejszenie się przychodów z lokat funduszu poniżej poziomu określonego w statucie, zmiana zasad polityki inwestycyjnej funduszu, tym niemniej *lege non distinguente* zdarzenia te mogą być zarówno przyszłe niepewne (warunek), jak i pewne (termin)⁴¹⁰.

⁴¹⁰ Por. A. Kidyba, *Komentarz aktualizowany...*, kom. do art. 359 k.s.h.

2.2.2.3. Umorzenie restytucyjne

Ostatnim z wyróżnianych w doktrynie rodzajów umorzenia certyfikatów inwestycyjnych jest tzw. **umorzenie restytucyjne** (odtworzeniowe)⁴¹¹, które związane jest z przypadkami utraty dokumentów ucieleśniających certyfikaty inwestycyjne na skutek np. kradzieży, zniszczenia, zgubienia lub sfałszowania. Podobnie bowiem jak inne papiery wartościowe występujące w formie dokumentu, certyfikaty inwestycyjne emitowane w formie niezdematerializowanej co do zasady podlegają procedurze umorzenia utraconych dokumentów na podstawie art. 1 ust. 1 dekretu Rady Ministrów z dnia 10 grudnia 1946 r. o umarzaniu utraconych dokumentów.

O ile na dokumencie obejmującym jeden lub więcej certyfikatów inwestycyjnych nie umieszczono tzw. klauzuli nieumarzalności (por. art. 2 pkt 4 dekretu RM), dokument ten – jak każdy papier wartościowy, którego posiadanie jest potrzebne do rozporządzania prawem z nim związanym – co do zasady może być przedmiotem umorzenia odtworzeniowego, w razie jego utraty przez ostatniego prawnego posiadacza, przez którego należy rozumieć osobę posiadającą dokument certyfikatu inwestycyjnego, której zarazem przysługuje legitymacja materialna⁴¹². Uprawnionym do żądania umorzenia certyfikatu inwestycyjnego jest każdy, kto ma interes prawny w umorzeniu (art. 1 ust. 2 dekretu RM). Umorzeniem restytucyjnym mogą być objęte zarówno certyfikaty imienne, jak i certyfikaty emitowane na okaziciela⁴¹³.

2.3. Szczególne przypadki umorzenia tytułów uczestnictwa

W przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi odnaleźć można szereg szczególnych unormowań dotyczących przypadków zawieszenia odkupu jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Należy wymienić tu w pierwszej kolejności sytuacje, w których dochodzi do utraty przez towarzystwo lub inny podmiot zarządzający funduszem wydanych przez organ nadzoru: (i) zezwolenia na prowadzenie działalności,

⁴¹¹ Por. M. Michalski (w:) A. Szumański (red.), *System...*, t. 19, s. 664 i 684 oraz P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 517.

⁴¹² Tak: P. Zawadzka (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 517.

⁴¹³ *Ibidem*. Autorka słusznie wskazuje w tym kontekście na często występującą w praktyce kolizję pomiędzy przepisami dekretu o umarzaniu utraconych dokumentów a przepisem art. 169 § 2 k.c. zapewniającym ochronę interesów nabywcy papieru wartościowego na okaziciela w dobrej wierze.

względnie (ii) zezwolenia na zarządzanie funduszem inwestycyjnym. Innymi przykładami tego rodzaju wygaśnięcia tytułów uczestnictwa w funduszu są szczególne procedury umorzenia tytułów uczestnictwa w przypadku (i) wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego, (ii) wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu aktywów niepublicznych, a także (iii) wykupu certyfikatów inwestycyjnych w związku z przejęciem zarządzania funduszem. Wszystkie powyższe sytuacje stanowią dość zindywidualizowane procesy umorzenia tytułów uczestnictwa, a zatem utrudnione byłoby zakwalifikowanie ich do rodzajów umorzenia, o których mowa w pkt 2.2.2 powyżej.

2.3.1. Utrata zezwoleń na prowadzenie działalności lub zarządzanie funduszem

W pierwszej kolejności wspomnieć należy o procedurze przewidzianej w przepisach art. 50a ust. 3-5⁴¹⁴ u.f.i., a dotyczącej sytuacji, w której spółce zarządzającej (funduszem inwestycyjnym otwartym) albo zarządzającemu z UE (zarządzającemu funduszem zamkniętym lub specjalistycznym funduszem otwartym), którym na podstawie umowy o zarządzanie funduszem (por. art. 4 ust. 1a i 1b⁴¹⁵ u.f.i.) zostanie odebrane zezwolenie na wykonywanie działalności, bądź też KNF wyda decyzję zakazującą im wykonywania działalności w zakresie zarządzania funduszem i prowadzenia jego spraw, co powoduje *ex lege* wygaśnięcie umowy o zarządzanie⁴¹⁶. W konsekwencji, po stronie towarzystwa będącego organem funduszu i stroną umowy o zarządzanie funduszem powstaje obowiązek niezwłocznego dostosowania działalności funduszu do standardowych wymogów funkcjonowania funduszy, tzn. przejęcia przez towarzystwo zadań uprzednio przekazanych spółce zarządzającej lub zarządzającemu z UE, w terminie nieprzekraczającym 3 miesięcy od dnia wystąpienia tego zdarzenia (art. 50a ust. 3 u.f.i.).

W tymże okresie przejściowym w funduszu obowiązuje reżim reprezentacji przez depozytariusza i wówczas z mocy ustawy działalność funduszu ulega istotnemu ograniczeniu, a mianowicie fundusz typu otwartego jest pozbawiony możliwości zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, zaś fundusz zamknięty nie może przeprowadzać emisji nowych certyfikatów ani dokonywać wykupu istniejących certyfikatów (art. 50a

⁴¹⁴ Art. 50a u.f.i. w brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie z dniem 4 czerwca 2016 r.

⁴¹⁵ Art. 4 ust. 1b u.f.i. dodano na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie z dniem 4 czerwca 2016 r.

⁴¹⁶ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 266.

ust. 3 u.f.i.). W tym kontekście nasuwa się postulat *de lege ferenda*, zgodnie z którym tenże okres przejściowy, w którym według założenia ustawodawcy konieczne jest dostosowanie działalności funduszu do reguł prawnych oraz zawieszenie dokonywania operacji na tytułach uczestnictwa, powinien być raczej liczony od momentu uzyskania przez towarzystwo wiedzy o wystąpieniu tego zdarzenia (*a tempore scientiae*), nie zaś od momentu samego wystąpienia (*a tempore facti*). Biorąc pod uwagę okoliczność, że towarzystwo może dowiedzieć się o utracie zezwolenia w pewien czas po tym zdarzeniu, a tym samym termin ten może okazać się zbyt krótki, aby możliwe było wdrożenie przez towarzystwo wszystkich procedur przewidzianych stosownymi przepisami prawa, zaś sankcją za niedostosowanie działalności funduszu do przedmiotowych wymogów jest obligatoryjna decyzja KNF nakazująca rozwiązanie funduszu (art. 50a ust. 5 u.f.i.), kwestia ta nabiera istotnego znaczenia praktycznego. Wprawdzie interes uczestników funduszu we wskazanym okresie przejściowym wydaje się być należycie zabezpieczony (reprezentacja funduszu przez depozytariusza), jednakże obligatoryjne wszczęcie procedury likwidacji funduszu w następstwie bezskutecznego upływu tego okresu dostosowawczego niekoniecznie musi leżeć w tym interesie⁴¹⁷.

Na mocy nowelizacji ustawy obowiązującej od dnia 4 czerwca 2016 r. wprowadzono w art. 50a u.f.i. szczególne regulacje (ust. 4a i 4b), które pozwalają na wznowienie przez fundusz procesu odkupywania jednostek uczestnictwa albo wykupu certyfikatów inwestycyjnych jeszcze przed upływem okresu dostosowawczego, pod warunkiem istnienia w funduszu odpowiedniego stopnia płynności aktywów. Każdorazowo o wznowieniu tego procesu decyzję podejmuje depozytariusz, ogłaszając ją w sposób przewidziany w statucie funduszu dla udostępniania informacji o funduszu do publicznej wiadomości oraz na stronie internetowej funduszu. Przedmiotowe unormowanie – interpretowane *a contrario* – nie stwarza jednak podstaw do zbywania jednostek uczestnictwa ani emitowania nowych certyfikatów inwestycyjnych, co przecież nie zawsze musi pozostawać w interesie uczestników funduszu.

Drugim przykładem zastosowania procedury tymczasowej reprezentacji funduszu przez depozytariusza oraz zawieszenia dokonywania operacji na tytułach uczestnictwa są przypadki (i) cofnięcia lub wygaśnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo, względnie (ii) cofnięcia zezwolenia na zarządzanie alternatywnymi

⁴¹⁷ Por. również R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 267.

funduszami inwestycyjnymi (art. 68 ust. 1 i 1c⁴¹⁸ u.f.i.). Analogicznie, jak w procedurze odebrania spółce zarządzającej albo zarządzającemu z UE zezwolenia na wykonywanie przez nie działalności albo zakazania im wykonywania działalności w zakresie zarządzania funduszem inwestycyjnym i prowadzenia jego spraw (por. art. 50a ust. 3-5 u.f.i.), fundusz w okresie przejściowym (w tym przypadku do czasu przejścia zarządzania funduszem przez inne towarzystwo) jest reprezentowany przez depozytariusza, a jego działalność doznaje istotnych ograniczeń, polegających na zawieszeniu możliwości zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa (w przypadku funduszy typu otwartego), względnie emitowania nowych certyfikatów i wykupywania istniejących certyfikatów (w przypadku funduszy zamkniętych). Również i w tym przypadku ustawodawca przewidział możliwość złagodzenia zakazu dokonywania jakichkolwiek operacji na tytułach uczestnictwa funduszu w postaci wznowienia możliwości odkupywania jednostek albo wykupu certyfikatów w okresie reprezentacji funduszu przez depozytariusza, jednakże pod warunkiem, że aktywa funduszu odznaczają się takim stopniem płynności, że w profesjonalnej ocenie depozytariusza wznowienie tychże operacji nie będzie miało wpływu na zdolność funduszu do wypełniania swoich zobowiązań (art. 68 ust. 1a i 1b⁴¹⁹ u.f.i.), przy czym – wnioskując *a contrario* – wznowienie to nie może dotyczyć zbywania jednostek uczestnictwa ani emitowania nowych certyfikatów inwestycyjnych. W ramach tej procedury depozytariusz również ma obowiązek opublikować informację o wznowieniu operacji w sposób przewidziany w statucie funduszu dla udostępniania informacji o funduszu do publicznej wiadomości oraz na stronie internetowej funduszu.

Na depozytariuszu reprezentującym fundusz inwestycyjny w przypadkach wymienionych w art. 68 ust. 1 i 1c u.f.i. spoczywa ustawowy obowiązek wykonywania tych czynności z zachowaniem należytej staranności oraz z uwzględnieniem interesu uczestników funduszu. Celem realizacji tej dyrektywy postępowania ustawodawca sprecyzował następujące szczególne obowiązki depozytariusza:

⁴¹⁸ Art. 68 u.f.i. w brzmieniu ustalonym nowelizacją ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie z dniem 4 czerwca 2016 r.

⁴¹⁹ Art. 68 ust. 1a-1c u.f.i. dodano na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.

- 1) niezwłoczne przejęcie dokumentów oraz innych nośników informacji dotyczących funduszu od towarzystwa lub innych podmiotów posiadających takie dokumenty lub nośniki informacji;
- 2) niezwłoczne podejmowanie wszelkich niezbędnych czynności w celu ściągnięcia należności funduszu i zaspokojenia jego zobowiązań wobec uczestników funduszu lub innego funduszu inwestycyjnego;
- 3) zapewnienie, aby fundusz reprezentowany przez depozytariusza realizował w terminie zlecenia odkupienia jednostek uczestnictwa albo wykupu certyfikatów inwestycyjnych, o ile nastąpiło wznowienie odkupywania jednostek uczestnictwa funduszu lub została podjęta decyzja o wykupie certyfikatów inwestycyjnych (art. 68 ust. 6⁴²⁰ u.f.i.).

Depozytariuszowi w okresie przejściowym, poprzedzającym przejęcie zarządzania funduszem przez inne towarzystwo, w piśmiennictwie słusznie przypisuje się *de facto* rolę podmiotu zarządzającego funduszem, do czego predestynuje depozytariusza przede wszystkim wynikające z nadzoru sprawowanego nad funduszem należyte przygotowanie zarówno organizacyjne, jak i merytoryczne do szybkiego przejścia – przynajmniej na pewien czas – funkcji zarządczych w funduszu⁴²¹. W tym kontekście podkreśla się również, iż wyznaczenie depozytariusza do pełnienia funkcji „zastępczego organu” funduszu stanowi naturalną konsekwencję jego roli w okresie funkcjonowania funduszu⁴²².

2.3.2. Wykup certyfikatów inwestycyjnych funduszu portfelowego

W funduszach zamkniętych portfelowych, z uwagi na specyfikę ich działalności, oprócz szczególnego trybu emisji nowych certyfikatów (por. art. 179 ust. 3-5 i art. 180 ust. 2 u.f.i.), zastosowano również szczególny tryb wykupu certyfikatów, dopuszczający również możliwość rozliczenia *in natura*, tj. w drodze przeniesienia na rzecz uczestnika własności odpowiadającego posiadanym przez niego certyfikatom pakietu papierów wartościowych lub pakietu tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania mających siedzibę za granicą oraz środków pieniężnych w proporcji określonej w statucie (art. 180 ust. 3 u.f.i.). Statut funduszu musi przewidywać taką możliwość oraz zasady

⁴²⁰ Art. 68 ust. 6 u.f.i. dodano na mocy nowelizacji ustawy z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 2016 r., poz. 615), która weszła w życie 4 czerwca 2016 r.

⁴²¹ Por. R. Mroczkowski (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 329, a także W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003, s. 127.

⁴²² Tak: W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestnika...*, s. 127.

przeprowadzania wykupu, z tym zastrzeżeniem, że wykup certyfikatów w tym trybie może nastąpić wyłącznie na żądanie uczestnika (tj. w drodze umorzenia dobrowolnego).

Z powyższego unormowania *prima facie* można wyprowadzić wniosek, iż w przypadku, gdy emisja certyfikatów następowała w oparciu o pakiet papierów wartościowych, wykupienie także powinno dotyczyć pakietu papierów wartościowych i analogiczny mechanizm powinien mieć zastosowanie w przypadku tytułów uczestnictwa oraz środków pieniężnych⁴²³. Powyższy wniosek jednak nie wydaje się być uprawniony, ponieważ ustawa *expressis verbis* nie wprowadza takiego ograniczenia co do zasad wykupu certyfikatów, pozostawiając pewien margines swobody regulacyjnej autorom statutu funduszu portfelowego. Z punktu widzenia funkcjonalnego możliwe jest zatem takie unormowanie w statucie, które dopuszcza rozliczenie ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych również w postaci innych aktywów aniżeli te, które zostały pierwotnie wniesione do funduszu na poczet wykupywanych certyfikatów.

2.3.3. Wykup certyfikatów inwestycyjnych funduszu aktywów niepublicznych

Istotnym odstępstwem od zasady określania ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych na podstawie wyceny wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (WANCI) z dnia wykupu (art. 139 ust. 4 u.f.i.) jest regulacja przewidziana art. 199 ust. 1 u.f.i., odnosząca się do funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych (FIZAN), która zezwala na statutowe określenie innej daty wyceny aniżeli dzień wykupu certyfikatów, pod warunkiem jednoczesnego zamieszczenia w statucie funduszu szczegółowych zapisów zabezpieczających interesy wierzycieli funduszu na wypadek powstania nowych zobowiązań funduszu przed dniem wykupu certyfikatów inwestycyjnych oraz uczestników, którzy nie zażądali wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, z tym zastrzeżeniem, że ogólna suma zobowiązań funduszu, za które odpowiedzialność ponosi towarzystwo, nie może przekraczać 5% ogólnej wartości zobowiązań funduszu powstałych między dniem wyceny aktywów funduszu wskazanym w statucie funduszu a dniem wykupu certyfikatów (art. 199 ust. 2 u.f.i.).

W piśmiennictwie zaproponowano również nieco inną interpretację powyższych szczególnych zapisów ustawy, wyrażając pogląd, zgodnie z którym z treści przepisów u.f.i.

⁴²³ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 615.

można wyprowadzić aż trzy możliwości określenia ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez FIZAN: (i) gdy statut funduszu w ogóle nie zawiera postanowień co do ceny wykupu – wtedy określenie ceny wykupu certyfikatów jest wypadkową popytu i podaży, tj. wartości ustalonej przez rynek oraz jego uczestników; (ii) gdy statut funduszu zawiera unormowanie w tej materii – wówczas podstawę określenia ceny wykupu stanowią rozwiązania wynikające z art. 199 u.f.i., a także (iii) gdy w statucie funduszu w sposób całkowicie autonomiczny i niezależny od treści art. 199 u.f.i. uregulowano kwestie związane z określeniem ceny wykupu certyfikatów – w takim przypadku art. 199 u.f.i. nie znajdowałby zastosowania, ponieważ nie ma normatywnych ograniczeń ani zakazów co do tego, aby w statucie funduszu wskazać inny sposób określenia wyceny certyfikatów inwestycyjnych⁴²⁴.

Trudno zgodzić się z powyższym stanowiskiem interpretacyjnym, przede wszystkim z uwagi na wykładnię literalną i funkcjonalną powołanych przepisów ustawy. Mianowicie, po pierwsze – przepis art. 139 ust. 4 u.f.i. statuuje generalną zasadę określania ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych według wyceny na dzień wykupu, obowiązującą wszystkie fundusze zamknięte, w których statutach przewidziano możliwość wykupu certyfikatów. Hipotezą normy wynikającej z art. 199 ust. 1 u.f.i. objęte są zaś wyłącznie fundusze inwestycyjne aktywów niepublicznych, a zatem przepis ten stanowi *lex specialis* w stosunku do art. 139 ust. 4 u.f.i. Po drugie, dyspozycja normy wynikającej z art. 199 ust. 1 u.f.i. różni się od tej z art. 139 ust. 4 u.f.i. wyłącznie dopuszczeniem możliwości określenia w statucie funduszu daty wyceny aktywów miarodajnej dla ustalenia ceny wykupu certyfikatu pod warunkiem zamieszczenia w tymże statucie określonych zapisów zabezpieczających wierzycieli i innych uczestników funduszu.

Powyższe ustalenia prowadzą zatem do wniosku, iż *ratio legis* art. 199 ust. 1 u.f.i. polega na wprowadzeniu w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych aktywów niepublicznych jedynie pewnego udogodnienia w procedurze ustalenia ceny wykupu, zakładającego zwolnienie funduszu z obowiązku ustalenia wartości aktywów netto na dzień wykupu i dopuszczającego możliwość określenia w statucie innej daty wyceny miarodajnej dla określenia ceny wykupu (np. wycena na koniec ostatniego kwartału).

⁴²⁴ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 665. Autor wskazuje, iż ustawa koncentruje się na wariantcie, w którym statut funduszu będzie zawierał w swojej treści postanowienia odnoszące się do sposobu określenia ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych, w którym to wariantcie cenę wykupu powiązano z wartością netto aktywów funduszu na dzień określony w statucie.

Należy bowiem mieć na względzie okoliczność, iż fundusze inwestycyjne aktywów niepublicznych są w założeniu przeznaczone dla węższego kręgu uczestników, zainteresowanych głównie inwestycjami w aktywa o potencjalnie większej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, ale jednocześnie obciążone mniejszym stopniem transparentności aniżeli np. papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, czy też instrumenty rynku pieniężnego (por. art. 196 ust. 1 u.f.i.). Wprawdzie w aspekcie funkcjonalnym, analogicznie do innych przepisów regulujących funkcjonowanie FIZAN, przepis art. 199 u.f.i. można interpretować jako swoiste uproszczenie i liberalizację wymogów ustawowych, jednakże nie oznacza to, że treść art. 199 ust. 1 u.f.i. pozwala na całkowicie swobodne ustalanie ceny wykupu certyfikatów inwestycyjnych w oparciu o bliżej nieokreślone reguły gry rynkowej lub pominięcie regulacji tego przepisu przy formułowaniu treści postanowień statutu funduszu normujących ustalenie ceny wykupu. W świetle przedmiotowej argumentacji zaprezentowany powyżej pogląd stanowiłby wykładnię *contra legem* w relacji do treści powołanego przepisu ustawy.

W literaturze postuluje się jednocześnie, aby w powyższym zakresie postanowienia statutu funduszu były możliwie szczegółowe, w tym znaczeniu, iż powinny one przede wszystkim wskazywać sposób, terminy i kolejność zaspokojenia wierzycieli oraz osoby odpowiedzialne za ich zaspokojenie, jak również terminy i sposób rozdysponowania aktywów, które nie zostały wykorzystane w trybie wskazanym w art. 199 ust. 1 *in fine* u.f.i., chociaż w tym celu zostały wyodrębnione, z uwzględnieniem zastosowania *per analogiam* rozwiązań zawartych w art. 199 ust. 2 u.f.i. Mając na względzie generalną dyrektywę ochrony interesu uczestników funduszu, należy przychylić się do trafnego spostrzeżenia, iż wykluczone powinny być w tym zakresie wszelkie rozwiązania warunkowe, czy też uzależniające wykup od innego zdarzenia, uniemożliwiające precyzyjne ustalenie warunków wykupu certyfikatów, a także realizację w praktyce gwarancyjnego charakteru tych unormowań⁴²⁵.

Wspomniana powyżej regulacja art. 199 ust. 2 u.f.i. przewiduje natomiast zabezpieczenie interesu prawnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego FIZAN, polegające na tym, że nie może być ono obowiązane do spłaty więcej niż 5% ogólnej wartości zobowiązań funduszu powstałych między dniem wyceny aktywów

⁴²⁵ Tak: P. Stanisławiszyn (w:) R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 666-667.

funduszu wskazanym w statucie funduszu a dniem wykupu certyfikatów. Z powyższej normy wynika *a contrario* wniosek, że po dniu wykupienia certyfikatów inwestycyjnych funduszu towarzystwo odpowiada w sposób gwarancyjny za całość ogólnej sumy zobowiązań powstałych po tej dacie. W tym kontekście nasuwa się postulat *de lege ferenda*, aby termin końcowy odpowiedzialności gwarancyjnej towarzystwa nie mógł być ograniczony w statucie funduszu, ponieważ mogłoby to potencjalnie naruszyć interes uczestników funduszu.

2.3.4. Wykup certyfikatów inwestycyjnych w związku z przejęciem zarządzania funduszem

Przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych przewidują również inne, szczególne przypadki, w których uczestnicy funduszu zamkniętego posiadają uprawnienie do żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych bez ponoszenia opłat manipulacyjnych, do których należy zaliczyć:

- 1) przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym **przez inne towarzystwo**, które to przejęcie następuje na podstawie zawartej umowy o przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym, prowadzenia jego spraw oraz reprezentowania funduszu w stosunkach z osobami trzecimi (art. 238a ust. 1 u.f.i.);
- 2) przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym **przez zarządzającego z UE**, prowadzącego działalność na terytorium RP, które to przejęcie następuje na podstawie zawartej umowy o przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym, prowadzenia jego spraw oraz reprezentowania funduszu w stosunkach z osobami trzecimi (art. 276d ust. 1⁴²⁶ u.f.i.).

Procedura wykupu certyfikatów inwestycyjnych w obu powyższych sytuacjach przewiduje, że uczestnicy funduszu zamkniętego mają prawo żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu w pierwszym dniu wykupu po dniu ogłoszenia zmiany statutu funduszu, dokonanej w związku z przejęciem jego zarządzania, bez ponoszenia opłat manipulacyjnych, jednakże pod warunkiem, że statut funduszu w ogóle przewiduje możliwość wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Ponadto w przypadku, gdy pierwszy dzień wykupu przypadałby w terminie 30 dni od dnia ogłoszenia zmiany statutu,

⁴²⁶ Nadmienić w tym miejscu należy, iż w tym trybie może również dojść do przejęcia zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym.

uczestnikom przysługuje prawo żądania wykupu certyfikatów inwestycyjnych bez ponoszenia opłat manipulacyjnych również w pierwszym dniu wykupu po upływie tego terminu (art. 238a ust. 6a u.f.i. oraz art. 276d ust. 10 u.f.i.).

Powyższe unormowania należy ocenić jako korzystne dla uczestników funduszy przejmowanych przez inne podmioty zarządzające i niewątpliwie sprzyjające dokonywaniu transakcji przejść na rynku funduszy inwestycyjnych.

2.4. Wygaśnięcie tytułów uczestnictwa w przypadku likwidacji funduszu

W ramach procesu likwidacji funduszu inwestycyjnego następuje umorzenie tytułów uczestnictwa w funduszu *ex lege* w związku z wypłatą świadczeń likwidacyjnych (pieniężnego lub w formie aktywów *in natura*) przez fundusz na rzecz posiadaczy jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Likwidator funduszu ma wówczas obowiązek ściągnąć wszelkie należności funduszu, zaspokoić jego bezspornych wierzycieli, złożyć odpowiednie sumy do depozytu sądowego na zabezpieczenie wierzytelności spornych oraz wypłacić uczestnikom środki finansowe pozostałe jeszcze w majątku funduszu po zaspokojeniu długów funduszu, proporcjonalnie do liczby posiadanych przez nich tytułów uczestnictwa (por. art. 249 ust. 1 i 3 u.f.i.). Likwidacja funduszu inwestycyjnego stanowi bezpośrednie następstwo rozwiązania funduszu na skutek przyczyn wyszczególnionych w art. 246 ust. 1 u.f.i. Jednocześnie, likwidacja funduszu jest przesłanką wymagalności wierzytelności pieniężnych wynikających z *lege non distinguente* każdego rodzaju tytułu uczestnictwa w funduszu, tj. zarówno jednostek uczestnictwa, jak i certyfikatów inwestycyjnych.

Powstałe na skutek wygaśnięcia tytułów uczestnictwa roszczenia uczestników funduszu z tytułu wypłaty świadczeń likwidacyjnych w przypadku jego likwidacji, podobnie jak to ma miejsce np. w przypadku spółek handlowych (por. art. 82 § 2 k.s.h., art. 286 § 1 k.s.h., art. 474 § 1 k.s.h.), podlega zaspokojeniu dopiero z majątku funduszu pozostałego po zaspokojeniu osób trzecich będących wierzycielami funduszu, co wynika z kolejności czynności likwidatora opisanych w art. 249 ust. 1 u.f.i. oraz § 9 ust. 6 rozporządzenia Rady Ministrów z 21 czerwca 2005 r. w sprawie trybu likwidacji funduszy inwestycyjnych⁴²⁷. W powołanym akcie wykonawczym podzielono wszystkich wierzycieli funduszu według kryterium łączącego ich z funduszem stosunku prawnego – na dwie

⁴²⁷ Dz.U. z 2005 r., Nr 114, poz. 963 ze zm.

grupy: (i) wszyscy wierzyciele, których roszczenie opiera się na innym tytule prawnym, aniżeli tytuł uczestnictwa w funduszu⁴²⁸ oraz (ii) uczestnicy funduszu.

Zważywszy na okoliczność, że roszczenia uczestników funduszu podlegają zaspokojeniu dopiero po wykonaniu zobowiązań innych wierzycieli, warunkiem uzyskania przez nich należnych świadczeń jest pozostawanie w dyspozycji likwidatora środków finansowych wynikających ze spieniężenia majątku funduszu pozostałego po spłaceniu wierzycieli z pierwszej grupy. W tym kontekście należy podzielić wyrażony w literaturze pogląd, zgodnie z którym w przypadku zbiegu tytułów uczestnictwa w funduszu z innym tytułem prawnym wierzytelności, uczestnik powinien zostać zaspokojony wcześniej, tzn. na etapie zaspokajania należności funduszu względem wierzycieli z pierwszej kategorii⁴²⁹.

Natomiast w przypadku, gdy środki pozostałe po zaspokojeniu wierzycieli z pierwszej grupy nie wystarczą na spłacenie wszystkich należności uczestników funduszu, wówczas zastosowanie znajdzie zasada proporcjonalnego zaspokojenia uczestników w stosunku do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa w funduszu, z uwzględnieniem ewentualnego ich uprzywilejowania dopuszczalnego jednak tylko w przypadku certyfikatów imiennych w funduszach zamkniętych (por. art. 121 ust. 4 u.f.i.). Wartość tytułów uczestnictwa w funduszu ustalana jest na zasadach ogólnych, tj. w oparciu o wartość aktywów netto tego funduszu, a więc po pomniejszeniu wartości aktywów o zobowiązania funduszu (art. 8 ust. 2 u.f.i.).

Jeżeli jednak już po upłynięciu aktywów i zaspokojeniu wierzycieli pierwszej grupy w funduszu nie będzie już środków pieniężnych pozwalających na zaspokojenie wierzytelności uczestników funduszu, wówczas nie otrzymają oni żadnej kwoty należnej z tytułu umorzenia posiadanych tytułów uczestnictwa. Mechanizm ten materializuje zatem ryzyko inwestycyjne uczestników związane z potencjalną niewypłacalnością funduszu, które powinno być zawsze uwzględniane przy podejmowaniu decyzji o udziale w jakimkolwiek przedsięwzięciu gospodarczym przez każdego rozsądnego inwestora, który przystępując do takiego przedsięwzięcia, w sposób wyraźny lub dorozumiany akceptuje wszelkie możliwe do identyfikacji ryzyka związane z tym przedsięwzięciem.

⁴²⁸ W § 5 ust. 3 pkt 5) powołanego rozporządzenia użyto określenia „wierzycieli, których roszczenia nie wynikają z tytułu uczestnictwa w funduszu”.

⁴²⁹ Tak: M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 471.

Tym niemniej, ze względu na potrzebę ograniczenia systemowego tego rodzaju ryzyka oraz potrzebę ochrony interesów inwestorów, przepis art. 249 ust. 2 u.f.i. ustanawia swoistą dyrektywę postępowania dla likwidatora, wedle której „zbywanie aktywów funduszu powinno być dokonywane z należyтым uwzględnieniem interesów uczestników funduszu inwestycyjnego”, rozumianą w doktrynie w ten sposób, że głównym priorytetem działań likwidatora podczas zbywania aktywów winien być interes uczestników funduszu, skoro wielkość uzyskanych w wyniku tych czynności środków determinuje to, w jakim zakresie zostaną pokryte tytuły uczestnictwa w likwidowanym funduszu⁴³⁰.

Po zakończeniu postępowania likwidacyjnego, z chwilą wykreślenia funduszu z rejestru funduszy inwestycyjnych traci on swój byt prawny, a tym samym przestaje być podmiotem praw i obowiązków, jednakże zgodnie z ogólną zasadą wyrażoną w art. 6 ust. 3 u.f.i. za wcześniej nieujawnione lub niewykonane zobowiązania zlikwidowanego funduszu jego uczestnicy nie będą ponosić odpowiedzialności⁴³¹.

3. Uwagi podsumowujące

Wynikające z tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych prawa i obowiązki uczestnika podlegają wygaśnięciu w ramach znacząco różniących się od siebie procedur odkupienia jednostek uczestnictwa oraz wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Pomimo istnienia odrębności proceduralnych, istotnym podobieństwem w przypadku obu rodzajów tytułów uczestnictwa jest mechanizm ich umorzenia następującego *ex lege* z chwilą ich odkupienia lub wykupu od inwestora.

Główne różnice pomiędzy trybami umorzenia tytułów uczestnictwa wynikają przede wszystkim z odmienności ich konstrukcji prawnych. Mianowicie, w przypadku jednostek uczestnictwa ich odkupienie przez fundusz stanowi dla inwestora w zasadzie jedyną możliwość wycofania środków ulokowanych w funduszu typu otwartego (pominąwszy tryb likwidacji funduszu), a to ze względu na obowiązującą zasadę niezbywalności jednostek na rzecz osób trzecich. Natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych, z uwagi na przypisany im w ustawie charakter przenaszalnych papierów wartościowych, mogą być one zbywane na rzecz osób trzecich, z uwzględnieniem ewentualnych ograniczeń statutowych, dopuszczalnych jedynie w odniesieniu

⁴³⁰ Por. M. Michalski (w:) M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 472.

⁴³¹ *Ibidem*, s. 474.

do certyfikatów imiennych. Z kolei, na rzecz funduszu certyfikaty mogą być zbywane wyłącznie w celu ich wykupu, o ile statut funduszu przewiduje taką możliwość.

W następstwie stwierdzonych odmienności, w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, od momentu ujawnienia inwestora w rejestrze uczestników funduszu staje się on wierzycielem funduszu, który co do zasady zawsze (tzn. z uwzględnieniem statutowo określonych terminów) może skutecznie domagać się od funduszu, aby tenże odkupił posiadane przez niego jednostki uczestnictwa, w zamian za kwotę wynikającą z podzielenia wartości aktywów netto przez liczbę wszystkich jednostek uczestnictwa, ustaloną na podstawie rejestru uczestników w dniu wyceny, po potrąceniu ewentualnych opłat manipulacyjnych. W ustawie przewidziano dopuszczalność wprowadzenia pewnych ograniczeń czasowych w odkupywaniu jednostek uczestnictwa (podobnie jak ma to miejsce w przypadku zbywania jednostek), służących zachowaniu przez fundusz niezbędnego stopnia płynności aktywów, pozwalającego na bieżące regulowanie jego zobowiązań.

Z kolei w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w kontekście trybu wygaśnięcia praw i obowiązków inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych można wyróżnić dwie grupy funduszy: (i) fundusze zamknięte, w których statutach przewidziano możliwość wykupu certyfikatów przez fundusz oraz (ii) fundusze zamknięte, których statuty nie przewidują takiej możliwości. W przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze z pierwszej grupy, uczestnikom przysługuje prawo wystąpienia z funduszu w inny sposób aniżeli poprzez likwidację samego funduszu, względnie zbycie certyfikatów na rzecz osób trzecich, a mianowicie – w drodze umorzenia certyfikatów *ex lege* z chwilą ich wykupu przez emitenta na żądanie uprawnionego, w trybie i na warunkach unormowanych w statucie funduszu. Inaczej się przedstawia sytuacja w przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze drugiej z powyższych grup, ponieważ wówczas żądanie zaspokojenia wierzytelności inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych może być skierowane do funduszu wyłącznie w ramach jego likwidacji. Powyższe rozróżnienie pozwala na sformułowanie wniosku, iż uczestnik funduszu zamkniętego, którego certyfikaty mogą być wykupywane przez fundusz na żądanie inwestora, ma znacznie szersze możliwości realizacji swojej wierzytelności wobec funduszu aniżeli uczestnik funduszu zamkniętego, którego statut nie przewiduje takiej możliwości, skoro wówczas w okresie funkcjonowania funduszu możliwe jest wycofanie

środków finansowych ulokowanych w funduszu wyłącznie w drodze zbycia certyfikatów na rzecz osób trzecich.

W odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych wyszczególnia się w literaturze kilka trybów umorzenia tych certyfikatów, jak np. umorzenie dobrowolne, przymusowe lub restytucyjne. Ponadto, ustawodawca przewidział pewne odmienności w procedurze wykupu certyfikatów inwestycyjnych w szczególnych konstrukcjach funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jakimi są fundusz portfelowy oraz fundusz aktywów niepublicznych.

Obu odmian tytułów uczestnictwa dotyczy szereg sytuacji, w których uczestnik może bez ponoszenia kosztów opłat manipulacyjnych wycofać środki zainwestowane w fundusz, np. w drodze odkupienia jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu związku z przejęciem zarządzania funduszem inwestycyjnym (w ramach którego przepisy u.f.i. rozróżniają odrębnie: tryb przejęcia zarządzania przez inne towarzystwo oraz tryb przejęcia zarządzania przez zarządzającego z UE) albo cofnięciem towarzystwu (lub innemu podmiotowi zarządzającemu funduszem na podstawie umowy o zarządzanie) zezwolenia na prowadzenie działalności lub zarządzanie funduszem.

Wspólną cechą obu ustawowych typów funduszy inwestycyjnych jest niewątpliwie procedura wygaśnięcia tytułów uczestnictwa w ramach likwidacji funduszu inwestycyjnego, kiedy to następuje umorzenie tytułów uczestnictwa w funduszu *ex lege* w związku z wypłatą świadczeń likwidacyjnych (w formie pieniężnej lub niepieniężnej – np. poprzez przeniesienie na uczestnika aktywów funduszu *in natura*) na rzecz posiadaczy obu rodzajów tytułów uczestnictwa. W odniesieniu do uczestników każdego rodzaju funduszu inwestycyjnego ich roszczenia ulegają zaspokojeniu dopiero po wykonaniu zobowiązań innych wierzycieli, a zatem warunkiem uzyskania przez nich świadczeń likwidacyjnych jest pozostawanie w dyspozycji likwidatora środków finansowych wynikających ze spieniężenia majątku funduszu pozostałego po spłaceniu wierzycieli z pierwszej grupy. Natomiast w przypadku, gdy środki pozostałe po zaspokojeniu wierzycieli z pierwszej grupy nie wystarczą na spłacenie wszystkich należności uczestników funduszu, zastosowanie znajdzie zasada proporcjonalnego zaspokojenia uczestników w stosunku do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa w funduszu, z uwzględnieniem ewentualnego ich uprzywilejowania, dopuszczalnego wyłącznie w przypadku certyfikatów imiennych funduszy zamkniętych, które to rozwiązanie

jest niewątpliwie wzorowane na mechanizmach uprzywilejowania akcji unormowanych na gruncie prawa spółek handlowych.

Wartość tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym znajdującym się w stanie likwidacji ustalana jest na zasadach ogólnych, tj. w oparciu o wartość aktywów netto tego funduszu, a zatem po pomniejszeniu wartości aktywów o zobowiązania funduszu. Jeżeli po spieniężeniu aktywów i zaspokojeniu wierzycieli zewnętrznych fundusz nie będzie już posiadał środków pieniężnych pozwalających na zaspokojenie wierzytelności swoich uczestników, wówczas nie otrzymają oni żadnej kwoty należnej z tytułu umorzenia posiadanych tytułów uczestnictwa. W powyższym rozwiązaniu odzwierciedlone jest zatem ryzyko inwestycyjne uczestników wszystkich rodzajów funduszy, będące bezpośrednią konsekwencją ewentualnej niewypłacalności funduszu, które to ryzyko powinno być zawsze uwzględniane przez inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Zakończenie

KONKLUZJE I REKOMENDACJE

1. Uwagi ogólne

W ramach niniejszej rozprawy doktorskiej przedstawiono ogólną koncepcję tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym jako odrębnej kategorii instytucji prawnych, która odznacza się wśród innych typów instrumentów finansowych niejednością konstrukcji prawnej, różnorodnością trybów nabywania i rozporządzania, jak również istotnym zróżnicowaniem pod względem sposobów wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa. Mając na względzie tak znaczące różnice konstrukcyjne dzielące jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne, zaprezentowane w poszczególnych rozdziałach niniejszej pracy, będące naturalnym następstwem przyjętej przez polskiego ustawodawcę dualistycznej koncepcji prawnej funduszu inwestycyjnego typu otwartego i zamkniętego, wyróżniającej się oryginalnością na tle innych modeli funkcjonujących na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w sposób naturalny i nieunikniony nasuwa się pytanie o podobieństwo i wewnętrzną spójność jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych, będącą warunkiem *sine qua non* ich wspólnej kwalifikacji jako odrębnej instytucji prawnej w polskim systemie prawa.

Nadmienić w tym kontekście należy, iż z punktu widzenia szeregu doktrynalnych ujęć i teorii dotyczących instrumentów finansowych i papierów wartościowych, jak również zasady *numerus clausus* papierów wartościowych, tytuły uczestnictwa niewątpliwie cechuje niejednorodny, dualistyczny charakter prawny, chociażby z tego powodu, że spośród obu rodzajów tytułów uczestnictwa jedynie certyfikaty inwestycyjne

zaliczane są do kategorii papierów wartościowych. Jednakże z drugiej strony, oba rodzaje tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych łączy przede wszystkim reprezentowanie całokształtu praw i obowiązków uczestnika funduszu inwestycyjnego, a nadto przynależność do wspólnej ogólnej kategorii prawnej instrumentów finansowych. Podobieństwa te niewątpliwie pozwalają na przyporządkowanie zarówno jednostek uczestnictwa, jak i certyfikatów inwestycyjnych do wspólnej kategorii tytułów uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania.

2. Wnioski z dokonanych badań i analiz

Reasumując przebieg przeprowadzonych w ramach niniejszej dysertacji szczegółowych rozważań i analiz, w pierwszej kolejności stwierdzić należy, iż instytucja prawna tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych została unormowana w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w drodze wyodrębnienia dwóch kategorii prawnych: jednostek uczestnictwa oraz certyfikatów inwestycyjnych, różniących się między sobą przede wszystkim sposobem reprezentowania praw uczestnika wobec funduszu, skoro certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi, które ucieleśniają przysługujące uczestnikowi prawa majątkowe i niemajątkowe, podczas gdy jednostki uczestnictwa nie posiadają przymiotu papieru wartościowego i służą przede wszystkim ustaleniu wartości tych praw.

Tym niemniej nie ulega wątpliwości, że każdy tytuł uczestnictwa wyraża nie tylko uprawnienia uczestnika względem funduszu inwestycyjnego, lecz stanowi *sui generis* podstawę prawną stosunku prawnego uczestnictwa nawiązującego się pomiędzy inwestorem a funduszem poprzez akt przystąpienia do funduszu. Mianowicie, stosunek prawny pomiędzy funduszem a osobą nabywającą tytuły uczestnictwa nawiązuje się w drodze zawarcia **umowy o przystąpienie do funduszu**, stanowiącej emanację szeregu czynności prawnych i faktycznych prowadzących do uzyskania statusu uczestnika, na które składają się w szczególności: (i) złożenie odpowiedniej treści zapisu na tytuły uczestnictwa, (ii) opłacenie tego zapisu przez subskrybenta, a następnie (iii) dokonanie przydziału i wydanie tytułów uczestnictwa. W konsekwencji, na podstawie takiej umowy inwestor otrzymuje – w zależności od typu funduszu – jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne, reprezentujące ogół jego praw i obowiązków w stosunku do funduszu, które to tytuły uczestnictwa z jednej strony wyznaczają zakres jego

partycypacji w aktywach funduszu, a z drugiej strony umożliwiają obliczenie wartości praw majątkowych przysługujących uczestnikowi względem funduszu, jak również potwierdzają przyznanie mu określonych praw niemajątkowych (korporacyjnych) w ramach funduszu. Zabezpieczeniem realizacji wierzytelności uczestnika są aktywa funduszu, które obejmują przede wszystkim wpłaty uczestników do funduszu dokonywane w formie pieniężnej lub niepieniężnej, obejmujące np. przenoszone na rzecz funduszu instrumenty finansowe, udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, prawa rzeczowe (własność lub prawo użytkowania wieczystego) do nieruchomości gruntowych, budynkowych i lokalowych, jak również aktywa nabywane przez fundusz w trakcie jego działalności.

W następstwie zawartej umowy o przystąpienie do funduszu zostaje nawiązany pomiędzy uprawnionym a funduszem **stosunek uczestnictwa w funduszu** jako stosunek prawny, na którego treść składają się zarówno prawa majątkowe i niemajątkowe, przysługujące uczestnikowi względem funduszu, jak i obowiązki spoczywające na tym funduszu, a jednocześnie skorelowane z nimi odpowiednie obowiązki uczestnika i uprawnienia funduszu. Z perspektywy historycznej i prawnoporównawczej, stosunek uczestnictwa we współczesnym funduszu inwestycyjnym składa się z szeregu elementów zbliżonych do instytucji powiernictwa (model trustu), elementów wykazujących cechy podobne do konstrukcji spółek handlowych (model statutowy), względnie elementów opartych na innych umownych stosunkach prawnych (model umowny).

Do wspólnych cech wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych należą: (i) przedmiot i cel działania (tj. inwestowanie powierzonych przez uczestników funduszu środków finansowych w określone w ustawie i statucie instrumenty finansowe i inne prawa majątkowe), (ii) sformalizowana struktura organizacyjna, zakładająca istnienie organu reprezentującego fundusz (tj. towarzystwa lub spółki zarządzającej), (iii) majątek funduszu odrębny od majątku uczestników i majątku podmiotu zarządzającego funduszem, (iv) przyznanie uczestnikom tytułów uczestnictwa, reprezentujących przewidziane w ustawie i statucie prawa i obowiązki uczestników funduszu. Tym niemniej, poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych wykazują również istotne odrębności przede wszystkim pod względem dostępności tytułów uczestnictwa i kręgu uczestników.

W szczególności, fundusz inwestycyjny otwarty charakteryzuje się możliwością dokonywania nieustannych zmian liczby zbywanych tytułów uczestnictwa i wielkości zaangażowanego kapitału. W tej właściwości funduszu otwartego znajduje

odzwierciedlenie zasady nieograniczonego dostępu do funduszu. Tytuły uczestnictwa w tego rodzaju funduszu są bowiem każdorazowo przydzielane przy wpłacie środków do funduszu, stąd też przystąpienie do takiego funduszu jest możliwe w zasadzie w każdej chwili. Jednostki uczestnictwa funduszy otwartych są niezbywalne na rzecz osób trzecich w drodze czynności prawnych *inter vivos*, a zatem nie mogą być przedmiotem wtórnego obrotu. Wartość i cenę odkupu tych tytułów uczestnictwa ustala się w oparciu o wartość aktywów netto funduszu w danej chwili. Wycofanie zainwestowanych w fundusz środków finansowych następuje w drodze odkupienia przez fundusz na żądanie inwestora jednostek uczestnictwa, które z tą chwilą są umarzone i nie mogą być zbywane innym potencjalnym inwestorom.

Zasada nieograniczonego dostępu do funduszu została w istotny sposób ograniczona już w przypadku pierwszego z rodzajów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, a mianowicie w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, w którym może nastąpić statutowe ograniczenie kręgu uczestników funduszu poprzez wskazanie np. kategorii podmiotów mogących uzyskać status uczestnika (ograniczenie podmiotowe), bądź też poprzez wskazanie w statucie kryteriów, od których spełnienia uzależnione jest nabycie tytułów uczestnictwa (ograniczenie przedmiotowe), z tym zastrzeżeniem, że kryteria te nie powinny odnosić się wyłącznie do wielkości inwestycji w funduszu, a raczej do określonych cech potencjalnego uczestnika funduszu, ponieważ z mocy samej ustawy znajduje zastosowanie możliwość określenia minimalnej wpłaty do funduszu.

Natomiast drugi rodzaj alternatywnego funduszu inwestycyjnego, tj. fundusz inwestycyjny zamknięty, z uwagi na jego specyficzną konstrukcję prawną, w samym założeniu determinuje w istotnym stopniu ograniczony dostęp potencjalnych inwestorów. Wprawdzie w przypadku publicznego funduszu zamkniętego emisja certyfikatów inwestycyjnych kierowana jest każdorazowo do nieoznaczonego kręgu adresatów, tym niemniej bardzo często warunki emisji publicznej są określone w sposób wymagający wiedzy profesjonalnej, oczekiwanej od regularnych inwestorów giełdowych, a zatem w praktyce krąg adresatów oferty tych funduszy z istoty rzeczy będzie węższy aniżeli w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych. Najbardziej ograniczony krąg adresatów oferty istnieje natomiast w przypadku funduszu zamkniętego emitującego wyłącznie tzw. niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, których subskrypcja jest proponowana z reguły osobom zaliczającym się do bardzo wąskiego grona inwestorów. W statucie takiego funduszu niejednokrotnie znajdują się różnorodne postanowienia

zabezpieczające przed ryzykiem przejęcia kontroli nad funduszem przez podmioty z zewnątrz, co w praktyce obrotu jest cechą charakterystyczną nieuregulowanych w przepisach ustawy funduszy prywatnych (np. fundusze typu *venture capital* lub *private equity*). Uczestnikami funduszu inwestycyjnego zamkniętego w takiej postaci są zatem przeważnie mniejsze i średnie przedsiębiorstwa, często o charakterze rodzinnym, dążące do rozpoczęcia nowego rodzaju działalności lub wprowadzenia na rynek nowego produktu (*start-up enterprise*), przy jednoczesnym braku odpowiedniego kapitału oraz zmniejszonej możliwości pozyskania finansowania bankowego ze względu na podwyższone ryzyko planowanego przedsięwzięcia gospodarczego.

Konstrukcja prawna funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest oparta na względnie stałej liczbie certyfikatów inwestycyjnych oraz związanej z nią względnie stałej wysokości kapitału wniesionego do funduszu, co w dużym stopniu przybliża ten typ funduszu do spółki akcyjnej, a także przypomina model statutowy funduszu, powszechny w niektórych systemach prawnych na rynkach rozwiniętych (np. USA, Wielka Brytania, Francja). Cechą wyróżniającą fundusz inwestycyjny zamknięty spośród innych typów funduszy jest to, że nie dokonuje on emisji tytułów uczestnictwa na każde żądanie swoich uczestników, lecz wyłącznie w terminach określonych w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych, bądź też w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym. Każda emisja certyfikatów inwestycyjnych zasadniczo wymaga również dokonania zmiany statutu funduszu oraz podjęcia uchwały zgromadzenia inwestorów.

Bezpośrednim następstwem takiego rozwiązania konstrukcyjnego była konieczność przypisania przez ustawodawcę certyfikatom inwestycyjnym funduszy zamkniętych charakteru prawnego papierów wartościowych oraz dopuszczenia ich do obrotu wtórnego, który to obrót co do zasady może być ograniczony jedynie w przypadku certyfikatów inwestycyjnych imiennych. Generalnie rzecz ujmując, wartość rynkową certyfikatów inwestycyjnych determinują prawa rynku (tj. popyt i podaż), na skutek czego może ona nawet w sposób istotny odbiegać od rzeczywistej wartości aktywów netto funduszu przypadającej na certyfikat inwestycyjny (WANCI). Dodatkowym czynnikiem wpływającym na wartość rynkową certyfikatów może być również wyłączenie w statucie funduszu możliwości ich wykupu i umorzenia, co w znaczący sposób może wpływać stabilizująco na portfel inwestycyjny funduszu, wskutek czego określone w statucie funduszu zasady polityki inwestycyjnej mogą być bardziej liberalne, a tym samym rozwiązanie to umożliwia lokowanie zgromadzonych środków finansowych w aktywa

o znacznie niższym stopniu płynności, obarczone wyższym stopniem ryzyka, jak np. wierzytelności, nieruchomości, waluty obce, akcje, obligacje niezabezpieczone oraz udziały spółek niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego.

Istotnymi cechami wspólnymi wszystkich instytucji zbiorowego inwestowania, w tym również funduszy inwestycyjnych, wedle trafnego poglądu doktryny są: (i) stosunkowo długi horyzont czasowy ich działalności, a także (ii) przestrzeganie w ramach tejże działalności określonych zasad polityki inwestycyjnej (w szczególności zasad dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego) oraz zasady ochrony interesu prawnego uczestników funduszu. Fundusz inwestycyjny ma bowiem obowiązek prowadzenia działalności ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, skoro wyłącznym przedmiotem jego działalności jest wspólne inwestowanie środków uczestników w celu inwestycyjnym określonym w statucie, zakładającym z reguły wzrost wartości aktywów funduszu. Obowiązek ten spoczywa również na podmiocie zarządzającym funduszem (tj. towarzystwie lub spółce zarządzającej), a także na podmiocie gwarantującym bezpieczeństwo aktywów funduszu (tj. depozytariuszu). Do głównych zalet instytucji zbiorowego inwestowania zalicza się w literaturze ograniczanie ryzyka błędnych decyzji, jakie mogłoby wystąpić w przypadku bezpośredniego inwestowania na rynku kapitałowym, przede wszystkim w drodze profesjonalnego zarządzania aktywami oraz dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, umożliwiającej utrzymanie trendu wzrostowego w sytuacji częstych zmian koniunkturalnych na rynku kapitałowym i finansowym.

Model uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym przyjęty przez polskiego ustawodawcę co do zasady mieści się w ramach modeli instytucji zbiorowego inwestowania i alternatywnych funduszy inwestycyjnych, przyjętych w aktach normatywnych Unii Europejskiej (UCITS i ZAFI), aczkolwiek odznacza się on dużym stopniem oryginalności, wykazując jednocześnie szereg cech łączących modelowe rozwiązania przyjęte w prawie wspólnotowym i występujące w praktyce na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Mianowicie, z jednej strony model ten wykazuje pewne cechy charakterystyczne dla modelu umownego (występującego np. w Niemczech), odznaczającego się przede wszystkim oddzieleniem majątku inwestorów od majątku spółki zarządzającej funduszem. Z drugiej zaś strony wskazać w nim można pewne istotne elementy typowe dla modelu statutowego (występującego np. w USA, Wielkiej Brytanii i we Francji), jak np. konstrukcja osoby prawnej o zmiennym kapitale, z przyznanymi uczestnikom pewnymi prawami korporacyjnymi (np. prawo udziału i wykonywania prawa

głosu w zgromadzeniu uczestników funduszu otwartego lub radach inwestorów specjalistycznego funduszu otwartego i funduszu zamkniętego). Powyższa konstrukcja prawna umożliwia inwestorom w pewnym zakresie współdecydowanie o kierunkach zarządzania funduszem i kształtowaniu jego polityki inwestycyjnej, jednakże z drugiej strony, zwłaszcza w przypadku funduszy zamkniętych, pociąga za sobą również potencjalnie niekorzystne dla nich konsekwencje, związane z ryzykiem utraty środków zainwestowanych w przypadku braku dostatecznej ochrony ze strony organu nadzoru.

Cechą specyficzną konstrukcji prawnej funduszu inwestycyjnego otwartego jest przede wszystkim – jak nadmieniono powyżej – zdolność do dokonywania nieustannych zmian liczby zbywanych tytułów uczestnictwa i wielkości kapitału zainwestowanego przez uczestników. Jednostki uczestnictwa funduszu otwartego są bowiem przydzielane uczestnikom każdorazowo przy wpłacie środków do funduszu, a zatem przystąpienie do takiego funduszu jest w zasadzie możliwe w każdej chwili. Równocześnie, tytuły uczestnictwa funduszy otwartych są niezbywalne na rzecz osób trzecich w drodze czynności prawnych *inter vivos*, co wyklucza możliwość obrotu wtórnego tymi instrumentami finansowymi. W trakcie funkcjonowania funduszu jedyną możliwością wycofania przez inwestora środków finansowych z funduszu jest zgłoszenie mu dyspozycji odkupu jednostek uczestnictwa, które z chwilą odkupienia są umarzone i nie mogą być zbywane innym potencjalnym inwestorom. Cenę odkupu jednostek uczestnictwa ustala się w oparciu o wartość aktywów netto funduszu istniejącą w dniu realizacji żądania odkupu.

Jednostka uczestnictwa jako prawny tytuł uczestnictwa w funduszu otwartym oraz w specjalistycznym funduszu otwartym jest przede wszystkim prawem majątkowym reprezentującym wierzytelność uczestnika względem funduszu, a jej główną funkcję stanowi określenie wartości świadczenia pieniężnego, do którego spełnienia na rzecz uczestnika zobowiązany jest fundusz inwestycyjny. Ten rodzaj tytułu uczestnictwa stanowi zatem podstawę obliczenia zakresu uczestnictwa inwestora w aktywach netto funduszu, w czym ujawnia się jej funkcja partycypacyjna. Tym niemniej, w aktualnym stanie prawnym jednostki uczestnictwa reprezentują również pewne prawa niemajątkowe (korporacyjne) wobec funduszu, jak np. prawo udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników lub w radzie inwestorów (w przypadku specjalistycznego funduszu otwartego). W przeciwieństwie do będących papierami wartościowymi certyfikatów inwestycyjnych, jednostki uczestnictwa nie ucieleśniają bezpośrednio żadnych praw podmiotowych uczestnika, lecz jedynie ułatwiają ustalenie jego wartości.

Jednakże jednostkom uczestnictwa nie sposób przypisać wyłącznie znaczenia dowodowego, ponieważ rolę tę spełnia pisemne potwierdzenie zbycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa, doręczane uczestnikowi niezwłocznie po dokonaniu zbycia lub odkupienia tych tytułów uczestnictwa. W konsekwencji, zarówno w doktrynie, jak i w praktyce obrotu, przypisuje się jednostkom uczestnictwa znaczenie ewidencyjno-rozrachunkowe. Do charakterystycznych cech jednostek uczestnictwa zaliczyć należy przede wszystkim: (i) równość uprawnień przysługujących inwestorom w funduszu w ramach tej samej kategorii jednostek, (ii) niezbywalność na rzecz osób trzecich w drodze czynności *inter vivos*, a także (iii) możliwość zgłoszenia przez uczestnika żądania ich odkupienia przez fundusz w zasadzie w każdym momencie, czemu towarzyszyć musi stała gotowość funduszu do ciągłego odkupywania jednostek na każdym etapie funkcjonowania funduszu. Ta ostatnia cecha konsekwentnie pociąga za sobą konieczność permanentnego utrzymywania przez fundusz odpowiedniego poziomu płynności aktywów, umożliwiającego dokonywanie na bieżąco odkupywania tytułów uczestnictwa. Jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane przez fundusz wyłącznie na żądanie uczestnika funduszu, które z ujęciem cywilistycznym, w zależności od sytuacji może mieć charakter: (i) oświadczenia woli o przyjęciu oferty nabycia jednostek uczestnictwa złożonej przez fundusz – w przypadku zbycia jednostek uczestnictwa przez fundusz, a tym samym przy nawiązaniu stosunku uczestnictwa w funduszu, (ii) oświadczenia woli o odstąpieniu od umowy o przystąpieniu do funduszu – w przypadku odkupienia wszystkich jednostek należących do uczestnika, względnie (iii) oświadczenia woli o zmianie treści umowy o przystąpieniu do funduszu – w związku z modyfikacją stosunku prawnego łączącego uczestnika z funduszem na podstawie tej umowy. Ponieważ z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa ulegają umorzeniu *ex lege*, nie jest możliwe ich dalsze zbywanie przez fundusz na rzecz innych potencjalnych inwestorów.

Certyfikat inwestycyjny jako tytuł prawny uczestnictwa w funduszu zamkniętym jest natomiast emitowanym w serii, niepodzielnym papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, ucieleśniającym prawa majątkowe i niemajątkowe uczestnika funduszu zamkniętego, przybierające postać określonych wierzytelności pieniężnych oraz określonych praw niemajątkowych (korporacyjnych) względem tego funduszu, jak również obejmującym ściśle określone obowiązki związane z uczestnictwem funduszu. Certyfikaty inwestycyjne wyróżnia względnie stała liczba, co w sposób istotny odróżnia te instrumenty finansowe od jednostek uczestnictwa. Celem pozyskania środków

na realizację dalszych celów inwestycyjnych fundusz musi bowiem przeprowadzać kolejne emisje certyfikatów w trakcie swojej działalności. Certyfikaty inwestycyjne pełnią szereg funkcji w obrocie instrumentami finansowymi, wśród których rozróżnia się przede wszystkim funkcje: partycypacyjną, legitymacyjną, wymienną, obiegową, lokacyjną, a także w przypadku niektórych szczególnych typów funduszy zamkniętych – również funkcję sekurytyzacyjną. Certyfikaty inwestycyjne dzieli się według różnych kryteriów na: certyfikaty zdematerializowane i niezdematerializowane (w formie dokumentu), certyfikaty imienne i na okaziciela, a także na certyfikaty publiczne i niepubliczne.

Podstawowe typy ustawowe funduszy inwestycyjnych (tj. otwarte, specjalistyczne otwarte i zamknięte), niezależnie od wspomnianej dostępności tytułów uczestnictwa, różnią się między sobą treścią i zakresem przyznanych uczestnikom uprawnień i nałożonych obowiązków, aczkolwiek ich wspólną cechą pozostaje ustanowienie – w formie przyznawanych uczestnikom tytułów uczestnictwa – swego ogółu praw i obowiązków uczestnika wobec funduszu wynikającego ze stosunku uczestnictwa nawiązanego w drodze zawarcia umowy o przystąpienie do funduszu. Wobec powyższego, na gruncie aktualnie obowiązującego stanu prawnego istnieją podstawy do sformułowania określonych wspólnych cech klasyfikacyjnych zespołu praw i obowiązków uczestnika wszystkich ustawowych typów funduszy inwestycyjnych, z uwzględnieniem specyficznych cech występujących w poszczególnych ustawowych typach funduszy.

Uprawnienia uczestnika funduszu inwestycyjnego zostały skategoryzowane w ramach niniejszej dysertacji jako: (1) prawa majątkowe – obejmujące: (i) prawo do żądania zbycia jednostek uczestnictwa albo wydania certyfikatów inwestycyjnych, (ii) prawo do otrzymywania dochodów lub przychodów ze zbycia lokat, (iii) prawo rozporządzania tytułami uczestnictwa, (iv) prawo do żądania odkupu albo wykupu tytułów uczestnictwa, (v) prawo do otrzymania potwierdzenia nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa, (vi) prawo pierwszeństwa objęcia tytułów uczestnictwa, a także (vii) prawo udziału w podziale majątku funduszu w przypadku jego likwidacji, jak również: (2) prawa niemajątkowe (korporacyjne) – obejmujące (i) prawo do udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu uczestników (w przypadku funduszy otwartych) albo (ii) prawo do udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu inwestorów (w przypadku funduszy zamkniętych), (iii) prawo zaskarżania uchwał zgromadzenia uczestników, (iv) prawo uczestnictwa w radzie inwestorów, jak również (v) prawo do informacji

o sytuacji funduszu, z którym to uprawnieniem skorelowane są liczne obowiązki informacyjne po stronie funduszu i towarzystwa.

Obowiązki uczestnika funduszu obejmują natomiast: (i) obowiązek dokonania wpłaty na poczet objętych tytułów uczestnictwa (z różnieniem formy pieniężnej i niepieniężnej realizacji tego obowiązku), (ii) obowiązek ponoszenia kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszu, obejmujących koszty w postaci opłat manipulacyjnych, opłat za zarządzanie funduszem, a także opłat dodatkowych i innych kosztów. W przypadku każdego rodzaju funduszu inwestycyjnego, rodzaje i wysokość opłat ponoszonych przez uczestników powinny być uregulowane wprost w statucie funduszu.

Moment nabycia statusu uczestnika z istoty rzeczy podlega zróżnicowaniu w zależności od rodzaju tytułów uczestnictwa wydawanych przez fundusz inwestycyjny. Tym niemniej, cechą charakterystyczną wszystkich rodzajów funduszy inwestycyjnych w każdym trybie nabywania tytułów uczestnictwa jest to, że warunkiem koniecznym nabycia statusu uczestnika funduszu inwestycyjnego jest dokonanie przydziału i wydanie osobie uprawnionej co najmniej jednego tytułu uczestnictwa (lub jego ułamkowej części – w przypadku jednostek uczestnictwa) w drodze rejestracji tego tytułu w odpowiednim dla danego typu funduszu rejestrze (tj. w rejestrze uczestników funduszu lub ewidencji uczestników funduszu, bądź też na jego rachunku papierów wartościowych lub rachunku zbiorczym), względnie poprzez fizyczne wręczenie dokumentu (papieru wartościowego) inkorporującego jeden lub więcej tytułów uczestnictwa (w przypadku certyfikatów inwestycyjnych). Obie ustawowe odmiany tytułów uczestnictwa łączy bardzo podobny mechanizm nabycia statusu uczestnika, polegający w pierwszej kolejności – na złożeniu zapisów na tytuły uczestnictwa, następnie – dokonaniu wpłat celem ich pokrycia, a w końcu – na dokonaniu przydziału i wydaniu tytułów uczestnictwa osobie uprawnionej. W obydwu przypadkach podobny jest również mechanizm konwersji na tytuły uczestnictwa innego typu w ramach danego rodzaju funduszu. Natomiast w sposób istotny jednostki uczestnictwa odróżniają od certyfikatów inwestycyjnych tryby nabywania tytułów uczestnictwa, jak również dopuszczalność i zakres ograniczeń możliwości ich nabywania, a w szczególności dopuszczalność czasowego zawieszania przez fundusz transakcji zbywania i odkupywania tytułów uczestnictwa.

W dalszej kolejności, fundamentalne różnice w konstrukcji prawnej pomiędzy jednostkami uczestnictwa a certyfikatami inwestycyjnymi ujawniają się w kwestii dopuszczalności rozporządzania tytułami uczestnictwa w funduszu oraz w kwestii

ustawowo przewidzianych sposobów tego rozporządzenia. Jak nadmieniono powyżej, cechą charakterystyczną jednostek uczestnictwa jest możliwość ich zbycia i odkupienia jedynie w relacji pomiędzy funduszem a uczestnikiem, a tym samym co do zasady wykluczona jest możliwość zbywania jednostek uczestnictwa przez samych uczestników na rzecz osób trzecich. Wyjątek w tym względzie stanowią wyłącznie czynności prawne *mortis causa*, ponieważ w odniesieniu do jednostek uczestnictwa ustawodawca w sposób wyraźny przewidział możliwość wstąpienia w prawa uczestnika funduszu otwartego przez jego spadkobierców na skutek dziedziczenia. Z drugiej strony, prawa i obowiązki majątkowe inkorporowane w certyfikatach inwestycyjnych podlegają spadkobranu na zasadach ogólnych znajdujących zastosowanie w przypadkach wszystkich rodzajów przenaszalnych papierów wartościowych.

Certyfikaty inwestycyjne, z uwagi na przypisany im normą ustawową przymiot papierów wartościowych, stanowią rodzaj instrumentów finansowych w pełni zbywalnych na rzecz osób trzecich, z zastrzeżeniem ograniczeń statutowych dopuszczalnych jedynie w przypadku certyfikatów imiennych, co stanowi rozwiązanie analogiczne do unormowań dotyczących akcji imiennych, przyjętych w prawie spółek handlowych. Rozporządzanie certyfikatami inwestycyjnymi podlega trybom uzależnionym przede wszystkim od formy prawnej certyfikatów (zdematerializowane, niezdematerializowane) oraz od trybu ich emisji (publiczna, prywatna). Jedną ze specyficznych cech certyfikatów inwestycyjnych, wyróżniających je na tle innych udziałowych papierów wartościowych, jest przewidziana dla nich fakultatywnie procedura wykupu dobrowolnego, która może być zainicjowana przez samego właściciela certyfikatu inwestycyjnego, bez konieczności podejmowania w tej sprawie uchwał organów emitenta. W tym zakresie istotne podobieństwo do jednostek uczestnictwa stanowi wyłącznie skutek prawny w postaci umorzenia tytułów uczestnictwa, następujący z mocy prawa z chwilą ich wykupu (w przypadku jednostek uczestnictwa – z chwilą odkupienia) przez fundusz.

Natomiast w odniesieniu do kwestii dopuszczalności obciążenia tytułów uczestnictwa ograniczonymi prawami rzeczowymi występuje pewna analogia normatywna pomiędzy obiema ustawowymi odmianami tytułów uczestnictwa pod względem możliwości ustanowienia zastawu cywilnego, rejestrowego, skarbowego lub finansowego. Jednakże, co do kwestii szczegółowych – jednostki uczestnictwa odróżnia od certyfikatów inwestycyjnych sposób zaspokojenia zastawnika z tytułu uczestnictwa, ponieważ z uwagi na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa realizacja prawa zastawu może nastąpić

co do zasady wyłącznie w wyniku odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa na żądanie wierzyciela zgłoszone w postępowaniu egzekucyjnym (z pewnym odstępstwem dla zastawu finansowego), a zatem z istoty rzeczy *ex lege* wyłączone są w tym przypadku wszelkie przewidziane ustawami szczególnymi pozaegzekucyjne formy zaspokojenia zastawnika, w tym przejęcie przedmiotu zastawu na własność oraz sprzedaż w drodze przetargu. Pewne wątpliwości interpretacyjne budzi też sposób uregulowania zasad egzekucji z jednostek uczestnictwa i w tym zakresie zgłaszane są w piśmiennictwie trafne postulaty *de lege ferenda* dotyczące jasnego i precyzyjnego uregulowania tej kwestii przez ustawodawcę. Powyższych ograniczeń sposobów realizacji prawa zastawu nie stosuje się jednak do certyfikatów inwestycyjnych, które jako zbywalne papiery wartościowe podlegają wprost przepisom ustaw szczególnych dotyczących ustanawiania zastawów na papierach wartościowych.

Prawa i obowiązki wynikające z tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych podlegają wygaśnięciu w ramach różniących się w istotny sposób od siebie procedur odkupienia jednostek uczestnictwa i wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Jednakże, pomimo istniejących odrębności formalnych, jak wspomniano powyżej, istotnym podobieństwem w przypadku obu rodzajów tytułów uczestnictwa jest mechanizm umorzenia tytułów uczestnictwa, następującego *ex lege* z chwilą ich odkupienia lub wykupu przez fundusz od uczestnika. Zasadnicze różnice pomiędzy trybami umorzenia tytułów uczestnictwa wynikają przede wszystkim z odmienności konstrukcji prawnych obu rodzajów tytułów uczestnictwa. Mianowicie, w przypadku jednostek uczestnictwa ich odkupienie przez fundusz stanowi dla inwestora w zasadzie jedyną możliwość wycofania środków ulokowanych w funduszu typu otwartego (wyjąwszy tryb likwidacji funduszu), a to ze względu na fundamentalną zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa na rzecz osób trzecich. Natomiast w przypadku certyfikatów inwestycyjnych, z uwagi na przypisany im w ustawie charakter przenaszalnych papierów wartościowych, mogą być one zbywane na rzecz osób trzecich, z uwzględnieniem jedynie dopuszczalnych ograniczeń statutowych w odniesieniu do certyfikatów imiennych, zaś na rzecz funduszu certyfikaty mogą być zbywane wyłącznie w celu ich wykupu, jeżeli statut funduszu przewiduje taką możliwość i określa tryb wykupu certyfikatów.

W konsekwencji powyższych odmienności, w przypadku funduszy inwestycyjnych typu otwartego, od momentu ujawnienia inwestora w rejestrze uczestników funduszu staje się on wierzycielem funduszu, który co do zasady zawsze może skutecznie domagać się

od funduszu, aby tenże odkupił posiadane przez niego jednostki uczestnictwa, w statutowo określonych terminach, za kwotę wynikającą z podzielenia wartości aktywów netto przez liczbę wszystkich jednostek uczestnictwa, ustaloną na podstawie rejestru uczestników w dniu wyceny, z uwzględnieniem ewentualnego obowiązku uiszczenia opłat manipulacyjnych. Ustawa przewiduje dopuszczalność wprowadzenia pewnych ograniczeń czasowych w odkupywaniu jednostek uczestnictwa (podobnie jak ma to miejsce w przypadku zbywania jednostek), służących zachowaniu przez fundusz niezbędnego stopnia płynności aktywów, pozwalającego na bieżące regulowanie jego zobowiązań.

Natomiast w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, w kontekście trybu wygaśnięcia praw i obowiązków inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych rozróżnić należy dwie grupy funduszy: (i) fundusze zamknięte, w których statutach przewidziano możliwość wykupu certyfikatów przez fundusz oraz (ii) fundusze zamknięte, których statuty nie przewidują takiej możliwości. W przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze z pierwszej grupy, uczestnikom przysługuje prawo wystąpienia z funduszu w inny sposób aniżeli przez likwidację samego funduszu lub przez zbycie certyfikatów na rzecz osób trzecich, a mianowicie – w drodze umorzenia certyfikatów *ex lege* z chwilą ich wykupu przez emitenta na żądanie uprawnionego, w trybie i na warunkach unormowanych w statucie funduszu. Odmiennie przedstawia się sytuacja w przypadku certyfikatów emitowanych przez fundusze drugiej z powyższych grup, kiedy to żądanie zaspokojenia wierzytelności inkorporowanych w certyfikatach inwestycyjnych może być skierowane do funduszu wyłącznie w ramach jego likwidacji. Przedmiotowe rozróżnienie prowadzi wprost do konstatacji, iż uczestnik funduszu zamkniętego, którego certyfikaty mogą być wykupywane przez fundusz na żądanie inwestora, ma znacznie szersze możliwości realizacji swojej wierzytelności wobec funduszu aniżeli uczestnik funduszu zamkniętego, którego statut nie przewiduje takiej możliwości, skoro w okresie funkcjonowania funduszu możliwe jest wówczas wycofanie środków finansowych ulokowanych w funduszu wyłącznie w drodze zbycia certyfikatów na rzecz osób trzecich. W przypadku funduszy zamkniętych możliwe są również różne tryby umorzenia certyfikatów inwestycyjnych, jak np. umorzenie dobrowolne, przymusowe lub restytucyjne. Ponadto, ustawodawca przewidział pewne specyficzne odmienności w procedurze wykupu certyfikatów inwestycyjnych w szczególnych konstrukcjach funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jakimi są fundusz portfelowy oraz fundusz aktywów niepublicznych.

Ustawa przewiduje również w przypadku obu odmian tytułów uczestnictwa szereg sytuacji, w których uczestnik może bez ponoszenia kosztów opłat manipulacyjnych wycofać środki zainwestowane w fundusz, np. w drodze odkupienia jednostek uczestnictwa lub wykupu certyfikatów inwestycyjnych funduszu związku z przejęciem zarządzania funduszem inwestycyjnym albo cofnięciem towarzystwu (lub podmiotowi zarządzającemu funduszem na podstawie umowy o zarządzanie) zezwolenia na prowadzenie działalności lub zarządzanie funduszem.

Cechą wspólną obu podstawowych typów funduszy inwestycyjnych jest natomiast procedura wygaśnięcia tytułów uczestnictwa w ramach likwidacji funduszu inwestycyjnego, kiedy to następuje umorzenie tytułów uczestnictwa w funduszu *ex lege* w związku z wypłatą świadczeń likwidacyjnych (w formie pieniężnej lub niepieniężnej – np. poprzez przeniesienie na uczestnika aktywów funduszu *in natura*) na rzecz posiadaczy obu rodzajów tytułów uczestnictwa. Roszczenia uczestników każdego rodzaju funduszu inwestycyjnego ulegają zaspokojeniu dopiero po wykonaniu zobowiązań wobec innych wierzycieli, a zatem warunkiem uzyskania przez nich świadczeń likwidacyjnych jest pozostawanie nadal w dyspozycji likwidatora środków finansowych wynikających ze spieniężenia majątku funduszu pozostałego po spłaceniu wierzycieli z pierwszej grupy. Natomiast w przypadku, gdy środki pozostałe po zaspokojeniu wierzycieli z pierwszej grupy nie wystarczą na spłcenie wszystkich należności uczestników funduszu, wówczas zastosowanie znajdzie zasada proporcjonalnego zaspokojenia uczestników w stosunku do liczby posiadanych tytułów uczestnictwa w funduszu, z uwzględnieniem ewentualnego ich uprzywilejowania, dopuszczalnego jednak wyłącznie w przypadku certyfikatów imiennych funduszy zamkniętych. Wartość tytułów uczestnictwa w każdym funduszu inwestycyjnym znajdującym się w stanie likwidacji ustalana jest na zasadach ogólnych, tj. w oparciu o wartość aktywów netto funduszu, a więc po pomniejszeniu wartości aktywów o zobowiązania funduszu. W ostatecznym rozrachunku, jeżeli po spieniężeniu aktywów i zaspokojeniu wierzycieli zewnętrznych w funduszu nie będzie już środków pieniężnych pozwalających na zaspokojenie wierzytelności uczestników funduszu, wówczas nie otrzymają oni żadnej kwoty należnej z tytułu umorzenia posiadanych tytułów uczestnictwa. Mechanizm ten implikuje zatem ryzyko inwestycyjne uczestników wszystkich rodzajów funduszy, będące bezpośrednią konsekwencją ewentualnej niewypłacalności funduszu, które to ryzyko powinno być zawsze uwzględniane przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.

Reasumując, przeprowadzona w ramach niniejszej rozprawy szczegółowa analiza obu stypizowanych ustawowo odmian tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w relacji do innych typów instrumentów finansowych typu udziałowego pozwala na sformułowanie generalnej tezy, iż pomimo szeregu znaczących odmierności konstrukcyjnych, występujących pomiędzy jednostkami uczestnictwa a certyfikatami inwestycyjnymi, jak również istniejących różnic w procesie tworzenia, nabywania, rozporządzania oraz wygaśnięcia praw i obowiązków uczestnika funduszu, przynależą one jednak do **kategorii prawnej tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym**, której zasadniczymi cechami wspólnymi są:

- 1) istnienie *sui generis* wiązki praw i obowiązków uczestnika funduszu inwestycyjnego, której korelatem jest zespół obowiązków i praw funduszu jako odrębnej osoby prawnej, kształtujących stosunek prawny uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym;
- 2) istnienie grupy praw majątkowych i niemajątkowych (korporacyjnych) o charakterze specyficznym dla każdego z ustawowych typów funduszy inwestycyjnych;
- 3) istnienie wierzytelności pieniężnej po stronie uczestnika funduszu, której aktualną wartość odzwierciedla każdorazowo wartość aktywów netto funduszu przypadająca na jednostkę uczestnictwa albo certyfikat inwestycyjny;
- 4) mechanizm nabycia statusu uczestnika obejmujący złożenie zapisów na poczet tytułów uczestnictwa, dokonanie wpłat do funduszu oraz wydanie tytułów uczestnictwa;
- 5) dopuszczalność konwersji tytułów uczestnictwa w ramach ustawowo określonych kategorii tytułów uczestnictwa;
- 6) dopuszczalność ograniczenia nabywania i zbywania tytułów uczestnictwa w relacjach pomiędzy funduszem a uczestnikiem w przypadkach określonych w statucie funduszu;
- 7) dopuszczalność wygaśnięcia stosunku uczestnictwa pomiędzy uczestnikiem a funduszem w drodze realizacji roszczenia uczestnika o odkupienie lub wykup tytułów uczestnictwa, skutkującej ich umorzeniem z mocy prawa;
- 8) procedura wygaśnięcia praw i obowiązków wynikających z tytułów uczestnictwa w ramach likwidacji funduszu inwestycyjnego.

3. Rekomendacje i postulaty *de lege ferenda*

W kwestii szczegółowych rekomendacji i propozycji dotyczącym ewentualnych zmian obowiązujących unormowań prawnych dotyczących funduszy inwestycyjnych, po przeprowadzeniu szeregu badań i analiz normatywnych w ramach niniejszej rozprawy sformułowano podsumowane poniżej postulaty *de lege ferenda*.

- 1) W odniesieniu do kwestii zapewnienia należytej ochrony interesu prawnego uczestników funduszu inwestycyjnego otwartego, należy wskazać przypadki zawieszenia zbywania lub odkupywania jednostek uczestnictwa z przyczyn innych niż wskazane w art. 87b ust. 3 u.f.i., np. gdy w statucie funduszu określono wielkość aktywów, po przekroczeniu której fundusz może zawiesić zbywanie jednostek uczestnictwa, z zastrzeżeniem jednoczesnego określenia w statucie funduszu warunków wznowienia zbywania jednostek (por. art. 84 ust. 2 u.f.i.). Wówczas uczestnikowi (lub innej osobie uprawnionej) *de lege ferenda* powinno służyć uprawnienie do złożenia funduszowi oświadczenia woli unicestwiającego skutki prawne wpłaty lub złożenia żądania odkupienia jednostek uczestnictwa, z zastrzeżeniem ewentualnego wygaśnięcia *ex lege* dyspozycji zlecenia nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa niezrealizowanej przez funduszu w momencie ustania przesłanki zawieszenia. Rozwiązanie to umożliwiłoby uczestnikom funduszu otwartego, a także potencjalnym inwestorom, świadome i bezpieczne podejmowanie określonych decyzji inwestycyjnych w sytuacji, gdy nie posiadają oni wiedzy o wystąpieniu przesłanek warunkujących zawieszenie zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa przez fundusz.
- 2) W okresie przejściowym, w którym zgodnie z ustawą fundusz jest reprezentowany przez depozytariusza, działalność funduszu inwestycyjnego ulega *ex lege* istotnemu ograniczeniu, ponieważ fundusz typu otwartego jest pozbawiony możliwości zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa, zaś fundusz zamknięty nie może przeprowadzać emisji nowych certyfikatów ani dokonywać wykupu istniejących certyfikatów (art. 50a ust. 3 u.f.i.). W tym kontekście nasuwa się postulat *de lege ferenda*, iż tenże okres przejściowy, w którym zgodnie z założeniami ustawodawcy konieczne jest dostosowanie działalności funduszu do obowiązujących norm prawnych oraz zawieszenie dokonywania operacji na tytułach uczestnictwa, powinien być raczej liczony od momentu uzyskania przez towarzystwo wiedzy o wystąpieniu

tego zdarzenia (*a tempore scientiae*), nie zaś od momentu wystąpienia zdarzenia (*a tempore facti*). Towarzystwo może dowiedzieć się o utracie zezwolenia w pewien czas po tym zdarzeniu, a tym samym termin ten może okazać się zbyt krótki, aby możliwe było wdrożenie przez towarzystwo wszystkich procedur przewidzianych stosownymi przepisami prawa, zaś sankcją za niedostosowanie działalności funduszu do przedmiotowych wymogów jest obligatoryjna decyzja Komisji nakazująca rozwiązanie funduszu (art. 50a ust. 5 u.f.i.), kwestia ta nabiera istotnego znaczenia praktycznego. Interes uczestników funduszu w przedmiotowym okresie przejściowym wydaje się być wprawdzie należycie zabezpieczony, jednakże obligatoryjne wszczęcie procedury likwidacji funduszu w następstwie bezskutecznego upływu tegoż okresu dostosowawczego nie zawsze musi leżeć w interesie uczestników funduszu.

- 3) Przepis art. 199 ust. 2 u.f.i. przewiduje zabezpieczenie interesu prawnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego funduszem inwestycyjnym zamkniętym aktywów niepublicznych, polegające na tym, że nie może być ono obowiązane do spłaty więcej niż 5% ogólnej wartości zobowiązań funduszu powstałych między dniem wyceny aktywów funduszu wskazanym w statucie funduszu a dniem wykupu certyfikatów. Z powyższego unormowania wynika *a contrario* wniosek, że po dniu wykupienia certyfikatów inwestycyjnych funduszu towarzystwo odpowiada w sposób gwarancyjny za całość ogólnej sumy zobowiązań powstałych po tej dacie. W tym kontekście zasadny wydaje się być postulat *de lege ferenda*, aby termin końcowy odpowiedzialności gwarancyjnej towarzystwa nie mógł być ograniczony w statucie, ponieważ mogłoby to potencjalnie naruszyć interes uczestników funduszu.
- 4) Przepis art. 136 ust. 2 pkt 2 u.f.i., zgodnie z którym wydanie certyfikatu inwestycyjnego przydzielonego przez fundusz w ramach drugiej i kolejnych emisji następuje poprzez wręczenie dokumentu, *de lege ferenda* powinien być sformułowany w ten sposób, że wydanie certyfikatu może nastąpić również w inny sposób aniżeli fizyczne wręczenie dokumentu, np. poprzez dyspozycję odbioru dokumentu z depozytu bankowego lub notarialnego (tj. w trybie art. 348 zd. 2, art. 349 lub art. 351 k.c.). W przypadku obrotu wtórnego certyfikatami decydujące znaczenie powinna mieć bowiem potrzeba zapewnienia stronom transakcji bezpieczeństwa obrotu, a zatem proponowane rozwiązanie niewątpliwie bardziej odpowiada wymogom praktyki obrotu certyfikatami inwestycyjnymi w formie niezdematerializowanej.

5) W odniesieniu do kwestii właściwego trybu prowadzenia egzekucji sądowej z jednostek uczestnictwa, a w szczególności co do kwestii dopuszczalności stosowania trybu egzekucji z instrumentów finansowych (art. 911⁸ k.p.c.) pojawiły się w doktrynie rozbieżne poglądy – według pierwszego z nich, tryb ten winien znajdować odpowiednie zastosowanie również przy egzekucji z jednostek uczestnictwa, zaś według drugiego, właściwą podstawę prawną zajęcia egzekucyjnego jednostek uczestnictwa stanowi art. 910 § 1 k.p.c., a zaspokojenie wierzyciela w rozumieniu art. 911⁶ k.p.c. następuje wskutek realizacji przez niego prawa uczestnika do żądania odkupienia jednostek uczestnictwa (tj. roszczenia, o którym mowa w art. 911⁴ k.p.c.). Z uwagi na istotne wątpliwości co do możliwości zakwalifikowania rejestru uczestników funduszu jako „innego rachunku” w rozumieniu art. 911⁸ k.p.c., jak również wykluczenie możliwości zastosowania uregulowanego w tym przepisie trybu sprzedaży zajętych instrumentów finansowych do jednostek uczestnictwa ze względu na zasadę niezbywalności jednostek uczestnictwa należy podzielić drugi z powołanych poglądów. Tym niemniej, w tym kontekście uzasadniona jest rekomendacja *de lege ferenda* dotycząca konieczności bezpośredniej regulacji normatywnej tej kwestii przez ustawodawcę, przede wszystkim z uwagi na potrzebę ochrony interesów uczestników funduszu inwestycyjnego.

BIBLIOGRAFIA

- Antoszek P., *Cywilnoprawny charakter uchwał wspólników spółek kapitałowych*, Warszawa 2009
- Barczak M., *Wpłata na certyfikaty inwestycyjne za pomocą udziałów w spółce z o.o.*, Prawo Spółek 2006, nr 10
- Bączyk M., Koziński M. H., Michalski M., Pyziół W., Szumański A., Weiss I., *Papiery wartościowe*, Kraków 2000
- Bieniek G. (red.), *Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga trzecia. Zobowiązania. Tom I-II*, Warszawa 2009 i 2011
- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 1999
- Blicharz R., *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2002, nr 3
- Blicharz R., *Pozycja prawna uczestnika funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Sosnowiec 2006
- Blicharz R., *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych, cz. I i II*, Prawo Spółek 2002, nr 10 i 11
- Blicharz R., *Tworzenie funduszy inwestycyjnych – wybrane zagadnienia*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 2003, nr 5
- Borowski G., *„Nieruchomościowe” fundusze inwestycyjne, cz. I i II*, Nieruchomości 2014, nr 11-12

- Borowski G., *Prawne uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych lokujących w nieruchomości*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, Poznań 2002, rok LXIV, z. 4
- Borowski G., *Wpływ nowelizacji Dyrektywy Unii Europejskiej o instytucjach wspólnego inwestowania na polskie regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, rok XV, 2003, z. 1
- Chłopecki A., *Fundusze inwestycyjne*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 4
- Chłopecki A., *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, Przegląd Prawa Handlowego 2004, nr 7
- Chłopecki A., *Jednostki uczestnictwa*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 9
- Chłopecki A., *Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, cz. I i II*, Przegląd Prawa Handlowego 1995, nr 8-9
- Chłopecki A., *Podstawowe typy funduszy inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z dnia 28 lipca 1995 r.
- Chłopecki A., *Prawa i obowiązki uczestników*, Przegląd Podatkowy 1992, nr 6
- Chłopecki A., *Publiczny obrót i instrumenty finansowe – redefiniowanie podstawowych pojęć prawa rynku kapitałowego*, Przegląd Prawa Handlowego 2005, nr 11
- Chłopecki A., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2014
- Chłopecki A., *Współwłasność czy powiernictwo?*, Przegląd Podatkowy 1993, nr 3
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003
- Choryło D., *Wybrane praktyczne aspekty realizacji funkcji banku-powiernika*, Monitor Podatkowy 1994, nr 9
- Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne i emerytalne. Komentarz do ustawy o funduszach inwestycyjnych i ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych*, Warszawa 1998
- Cylkowski P., Borowski K., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Niemczech*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 47, Warszawa 2004
- Czerniawski R., Wierzbowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz*, Warszawa 1996

- Ćwiek W., *Fundusze inwestycyjne*, Rzeczpospolita z dnia 5 lutego 1997 r.
- Doliwa A., *Prawo cywilne - część ogólna*, Warszawa 2004
- Dyl M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Warszawa 2001
- Dyl. M., *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, Prawo Papierów Wartościowych 2001, nr 8
- Dyl M., *Status banku-powiernika a pozycja depozytariusza*, Glosa 1998, nr 2
- Dyl M., *Typy jednostek uczestnictwa*, Glosa 1998, nr 8
- Dziawgo D., Dziawgo L., *Fundusze powiernicze*, Toruń 1994
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne – rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Kraków 2006
- Głowacka J., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawno-porównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*, Kwartalnik Prawa Prywatnego 1999, nr 2
- Gniewek E., *Komentarz do Kodeksu cywilnego*, Warszawa 2008
- Gudowski J. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Księga pierwsza. Część ogólna*, Warszawa 2014
- Haładyj K., *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009
- Heropolitańska I., *Prawne zabezpieczenia zapłaty wierzytelności*, Warszawa 2014
- Ignatowicz J., Stefaniuk K., Wolter A., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2001
- Jakubecki A. (red.), *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, Warszawa 2012
- Jakubek M., *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lublin 1998
- Janiak A., *Ustanowienie zastawu na papierach wartościowych zdeponowanych na rachunku papierów wartościowych*, Przegląd Prawa Handlowego 1996, nr 1
- Jastrzębski J., *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009
- Kędzierska-Cieślak A., *Powiernictwo. Próba określenia konstrukcji prawnej*, Państwo i Prawo 1977, z. 8-9
- Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom I. Część ogólna*, Warszawa 2012
- Kidyba A. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz. Tom III. Zobowiązania - część szczególna*, Warszawa 2014

Kidyba A., *Komentarz aktualizowany do art. 1-300 Kodeksu spółek handlowych*, Warszawa 2016

Komisja Nadzoru Finansowego, *Dyrektywa 2009/65/WE UCITS IV – wyzwania dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, źródło: www.knf.gov.pl

Kostrz-Kostecka A., *Fundusze inwestycyjne i prywatyzacja banków*, Rzeczpospolita z dnia 1 października 1996 r.

Kostrz-Kostecka A., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Rzeczpospolita z dnia 27 sierpnia 1996 r.

Kościelniak G., *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998

Krawiec W., *Znaczenie dyrektywy UCITS IV dla polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, *Annales UMCS*, t. XLVI, z. 1, Lublin 2012

Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Warszawa 2008

Kwaśnicki R.L., Letolc P., *Dopuszczalność i ograniczenia dokonywania zamiany akcji w spółce akcyjnej*, *Monitor Prawniczy* 2011, nr 1

Lachowski M., *Projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych*, *Prawo Spółek* 1997, nr 4

Lavine A., *Wszystko o funduszach powierniczych*, Warszawa 1996

Lewandowska I., *Fundusze inwestycyjne*, Rzeczpospolita z dnia 21 lutego 1998 r.

Lewandowska I., *Nowe możliwości oszczędzania*, Rzeczpospolita z dnia 16 października 2000 r.

Lichosik A., Blicharz R., „Podwójna osobowość” funduszy inwestycyjnych (w:) *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, Bielska-Brodziak A. (red.), Katowice 2015

Litwińska M., *Glosa do wyroku SN z dnia 17 października 2000 r.*, III CKN 864/98, *Przegląd Prawa Handlowego* 2001, nr 3

Łętowska E., *Podstawy prawa cywilnego*, Warszawa 1994

Mazur M., Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne w Polsce i na świecie*, Rzeczpospolita z dnia 1 października 1996 r.

Mazur M., Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne według przyszłych przepisów*, Rzeczpospolita z dnia 2 października 1996 r.

Mazurek R., *Zastaw na jednostkach uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, *Transformacje Prawa Prywatnego* 2006, nr 1

- Michalski M., *Charakter świadectw udziałowych jako quasi-certyfikatów inwestycyjnych*, cz. 1, Glosa 1997, nr 6
- Michalski M., *Instytucjonalne uczestnictwo na rynku kapitałowym w aspekcie działalności funduszy inwestycyjnych*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1995, nr 5
- Michalski M., *Pojęcie i charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1998, nr 4
- Michalski M., Sobolewski L., *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999
- Mirosław E., *Fundusze powiernicze w Polsce*, Narodowy Bank Polski, Departament Analiz i Badań, Materiały i Studia 1999, z. 83
- Mojak J., Widło J., *Zastaw rejestrowy i rejestr zastawów. Komentarz*, Warszawa 2015
- Mroczkowski R. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 2014
- Pietrzykowski K. (red.) *Kodeks cywilny. Komentarz, t. I*, Warszawa 2008
- Pilarczyk P., *Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako spółka akcyjna*, Kraków 1999
- Pochmara W., Zapała A., *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2003
- Popiołek W., *Prawo właściwe dla przeniesienia akcji poza obrotem regulowanym*, Przegląd Prawa Handlowego 2002, nr 11
- Popiołek W., *Umorzenie udziałów i akcji w kodeksie spółek handlowych*, Rejent 2001, nr 7-8
- Powierża A., *Fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne jako osoby prawne*, Przegląd Prawa Handlowego 2000, nr 5
- Radwański Z., *Prawo cywilne - część ogólna*, Warszawa 2005
- Radwański Z. (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – Część ogólna, t. 2*, Warszawa 2008
- Rodzinkiewicz M., *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych*, Warszawa 2014
- Rośniak-Marczuk M., *Egzekucja sądowa z jednostek uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym otwartym*, Monitor Prawniczy 2009, nr 22
- Rykowski R., *Pojęcie powiernictwa – konstrukcja prawna zarządu powierniczego*, Warszawa 2005

- Safjan M. (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo cywilne – Część ogólna, t.1*, Warszawa 2007
- Skowrońska E., *Komentarz do Kodeksu cywilnego. Księga IV – Spadki*, Warszawa 1995
- Skowrońska-Bocian E., *Prawo cywilne - część ogólna. Zarys wykładu*, Warszawa 2005
- Sołtysiński S., *Czy „istnieją” uchwały „nieistniejące” zgromadzeń spółek kapitałowych i spółdzielni*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2006, nr 2
- Sołtysiński S., *Przeniesienie akcji imiennych i świadectw tymczasowych*, *Kwartalnik Prawa Prywatnego* 2002, z. 1
- Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., *Komentarz do Kodeksu spółek handlowych, t. I-IV*, Warszawa 2004–2008
- Sójka T. (red.), Fedorowicz M., Mataczyński M., Michór A., Nieborak T., Skoczylas A., Zawłocki R., *Komentarz do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015
- Stec M. (red.), Bączyk M., Chłopecki A., Czepelak M., Dybiński J., Glicz M., Gorzelak K., Janiak A., Karasek-Wojciechowicz I., Oplustil K., Popiołek W., Sójka T., Spyra M., Tereszkiwicz P., Zacharzewski K., Zoll F., *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego, t. 4*, Warszawa 2016
- Stec P., *Powiernictwo w prawie polskim na tle porównawczym*, Kraków 2005
- Szczurowski T., *Wadliwość czynności prawnych spółek kapitałowych na tle sankcji kodeksu cywilnego*, Warszawa 2012
- Szpunar A., *O powierniczych czynnościach prawnych*, *Rejent* 1993, nr 11
- Szumański A. (red.), *System Prawa Prywatnego, t. 18. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2010
- Szumański A. (red.), *System Prawa Prywatnego, t. 19. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2006
- Tracz G., Zoll F., *Przydatność pojęcia powiernictwa dla prawa prywatnego*, *Przegląd Prawa Handlowego* 1998, nr 4
- Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012
- Włodyka S. (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Prawo papierów wartościowych, t. 4*, Warszawa 2004

Wyszyński P., *Zmiany w regulacjach prawnych w związku z wejściem w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Prawo Spółek 1999, nr 2

Zacharzewski K., *Prawo giełdowe*, Warszawa 2012

Zagajewska A., *Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, Warszawa 2012

Zawadzka P., *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, Gdańskie Studia Prawnicze, t. XVI, 2007

Zawadzka P., *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009

Żukowski W., *Projektowane wprowadzenie zapisu windykacyjnego do polskiego prawa spadkowego*, KPP 2010, z. 4