

**Wojciech Krawiec**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **PASZPORT SPÓŁEK ZARZĄDZAJĄCYCH I KLUCZOWE INFORMACJE DLA INWESTORÓW – CHARAKTERYSTYKA WYBRANYCH INSTRUMENTÓW DYREKTYWY UCITS IV**

---

**Streszczenie:** Dyrektywa UCITS, która została przyjęta w 1985 r. i gruntownie znowelizowana w 2001 r. na długi czas ustanowiła ramy prawne dla funkcjonowania europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych i miała kluczowe znaczenie dla jego dynamicznego rozwoju. Z czasem okazało się, że regulacje ujęte w dyrektywie są zbyt rygorystyczne bądź niewystarczające i hamują dalszy rozwój tego sektora. W związku z tym w roku 2004 podjęto prace mające na celu zmianę ram prawnych funduszy. Ich efektem było przyjęcie znowelizowanej dyrektywy UCITS, zwanej dyrektywą UCITS IV. W artykule podjęto próbę scharakteryzowania i oceny skutków wejścia w życie przepisów dyrektywy w zakresie wprowadzenia paszportu spółki zarządzającej oraz zastąpienia uproszczonego prospektu emisyjnego przez tzw. kluczowe informacje dla inwestorów. Dodatkowo omówiono pokrótce istniejące przepisy prawa europejskiego i polskiego w wybranych obszarach.

**Słowa kluczowe:** dyrektywa UCITS IV, paszport spółek zarządzających, kluczowe informacje dla inwestorów.

### **1. Wstęp**

Dyrektywa w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe, zwana dyrektywą UCITS I (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), weszła w życie w 1985 r. i na długi czas ustanowiła ramy prawne dla sprawnego funkcjonowania wspólnego, europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, zwanych funduszami UCITS<sup>1</sup>.

Dyrektywa ta miała kluczowe znaczenie dla dynamicznego rozwoju europejskiego rynku funduszy inwestycyjnych, jak i dla zwiększenia liczby transgranicznych rejestracji funduszy. Jednakże z czasem, mimo znaczącego rozwoju sektora, okazało się, że obowiązująca dyrektywa jest zbyt restrykcyjna, a brak niektórych

---

<sup>1</sup> Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe to fundusze inwestycyjne utworzone i zatwierdzone zgodnie z dyrektywą 85/611/EWG.

regulacji prawnych, znanych z poszczególnych krajów członkowskich, hamuje dalszy rozwój sektora i przyczynia się także do jego nierównomiernego rozwoju na terenie Europy. Najlepszym tego przykładem jest rozwój tego sektora w Luksemburgu i Irlandii. Dlatego też już w 1991 r. podjęto pierwszą próbę modyfikacji dyrektywy UCITS I. Niestety, ze względu na brak wspólnego stanowiska między państwami członkowskimi projektowana dyrektywa, zwana dyrektywą UCITS II, nie została nigdy uchwalona [5, s. 1].

Jedenaście lat później, czyli w 2002 r., weszły w życie dwie nowe dyrektywy, określane łącznie mianem dyrektywy UCITS III. Były to: dyrektywa 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy (dyrektywa w sprawie spółek zarządzających<sup>2</sup>) oraz dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z 21 stycznia 2002 r. (dyrektywa produktowa<sup>3</sup>).

Ostatni proces zmian ram prawnych UCITS rozpoczęto w 2004 r. Pierwszym krokiem ku temu było opublikowanie w lipcu 2005 r. *Zielonej księgi w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych*, kolejnym zaś opublikowanie w listopadzie 2006 r. *Białej księgi w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych*.

Na podstawie wniosków zawartych w *Białej księdze* i po długim procesie konsultacji Parlament Europejski w dniu 17 stycznia 2009 r., a Rada Europy w dniu 22 czerwca 2009 r., przyjęły znowelizowaną *Dyrektywę w sprawie koordynacji ustaw, rozporządzeń i przepisów administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe*, zwaną *Dyrektywą UCITS IV*. Głównym zamierzeniem, które przyświecało autorom dyrektywy UCITS IV, była chęć konsolidacji i poprawy konkurencyjności europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych.

Wśród kluczowych zmian przyjętych w znowelizowanej dyrektywie UCITS znalazły się:

- 1) uproszczenie procedury powiadamiania (notyfikacji) funduszy w obrocie transgranicznym;
- 2) umożliwienie połączeń pomiędzy funduszami UCITS na terenie Unii Europejskiej;
- 3) dopuszczenie możliwości tworzenia modeli funduszy podstawowych i powiązanych tzw. funduszy *master-feeder*;

---

<sup>2</sup> 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, DzUrz UE nr L 41 z dnia 13 lutego 2002 r.

<sup>3</sup> Dyrektywa 2001/108/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 odniesieniu do inwestycji UCITS, DzUrz UE nr L 41 z dnia 13 lutego 2002 r.

4) wprowadzenie paszportu spółki zarządzającej;  
5) zastąpienie uproszczonego prospektu emisyjnego przez tzw. kluczowe informacje dla inwestorów;

6) ulepszenie mechanizmów współpracy między krajowymi organami nadzoru.

Celem niniejszego artykułu jest scharakteryzowanie oraz próba oceny skutków wejścia w życie przepisów dyrektywy w zakresie wprowadzenia paszportu spółki zarządzającej oraz zastąpienia uproszczonego prospektu emisyjnego przez tzw. kluczowe informacje dla inwestorów. W celu dokonania tejże oceny przedstawione zostaną także obecnie istniejące przepisy prawa europejskiego i polskiego w wybranych obszarach.

## 2. Paszport spółki zarządzającej

Najbardziej kontrowersyjnym przepisem dyrektywy UCITS IV jest przepis ustanawiający paszport spółki zarządzającej<sup>4</sup> (*Management Company Passport* – MCP). Co prawda przepis ten nie jest nowością, znalazł się bowiem już w dyrektywie UCITS III z 2001 r., jednakże ze względu na niejednoznaczny tekst dyrektywy, jak i obawy dotyczące rozdzielenia odpowiedzialności za nadzór nie wszedł on w życie [5, s. 3]. Kontrowersje związane z wprowadzeniem tego rozwiązania podnoszone były także podczas prac nad nowelizacją dyrektywy UCITS IV. Świadczy o tym fakt, iż Komisja Europejska przedkładając Parlamentowi Europejskiemu pierwotny projekt zmian dyrektywy UCITS, pominęła zapisy dotyczące paszportu spółki zarządzającej. Zgłosiła natomiast do Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (Committee of European Securities Regulators – CESR) zapytanie w sprawie następstw wprowadzenia w życie tych zapisów. Dopiero po uzyskaniu odpowiedzi, propozycje te znalazły się w projekcie nowelizacji dyrektywy UCITS i w późniejszym terminie zostały przyjęte przez Parlament Europejski. Jednakże w odpowiedzi CESR znalazła się informacja, iż 5 krajów członkowskich Unii Europejskiej (Irlandia, Luksemburg, Polska, Słowacja oraz Słowenia) wyraziło sprzeciw wobec wejścia w życie europejskiego paszportu spółki zarządzającej. Organy nadzoru wymienionych krajów uznały za nierealny podział odpowiedzialności za nadzór nad funduszem i spółką zarządzającą, co, według nich, może przyczynić się do osłabienia poziomu ochrony inwestorów. Ponadto organy te uznały za konieczne wprowadzenie bardziej konkretnych przepisów wykonawczych mających na celu ochronę sektora funduszy [10, s. 2–3]. Zgodnie z ustaleniami, środki wykonawcze umożliwiające implementację przepisów dyrektywy w odniesieniu do paszportu spółki zarządzającej – przygotowane przez CESR – mają wejść w życie do końca lipca 2010 r. [13, s. 14].

Należy jednak podkreślić, iż do bardziej prawdopodobnych przyczyn sprzeciwu wobec wprowadzenia w życie paszportu spółek zarządzających może należeć próba

---

<sup>4</sup> W terminologii polskiej można użyć pojęcia „paszport towarzystwa funduszy inwestycyjnych”.

ochrony wewnętrznych rynków funduszy inwestycyjnych poszczególnych krajów członkowskich. W przypadku Polski, Słowacji czy Słowenii może być to spowodowane obawami przed odpływem części spółek zarządzających do krajów o lepiej rozbudowanych strukturach. Natomiast w przypadku Irlandii i Luksemburga mogą to być obawy przed utratą pozycji liderów na europejskim rynku funduszy, choć to zdaje się być mniej prawdopodobne.

Obecnie obowiązujące regulacje prawne, zawarte w dyrektywie UCITS III, jak i w przepisach krajowych, wymuszają na spółkach zarządzających obowiązek rejestracji spółki zarządzającej w formie oddziału lub w formie innej niż oddział w każdym kraju, w którym dana spółka chce tworzyć i zarządzać funduszami inwestycyjnymi. I tak na przykład, jeśli niemiecka spółka zarządzająca chce zarządzać funduszami na terenie Polski, musi najpierw zarejestrować swój oddział na terenie Polski i dopiero po tym fakcie może rozpocząć zarządzanie funduszami. Tym samym obowiązujące rozwiązania przyczyniły się do znacznego wzrostu liczby spółek zarządzających funduszami na terenie Unii Europejskiej, co w konsekwencji przełożyło się na znaczny wzrost kosztów ich działania. Ponadto wymusiło to także na właścicielach tych spółek obowiązek utrzymywania wysokich wymogów kapitałowych w kilku bądź kilkunastu krajach jednocześnie.

Wadą obowiązujących przepisów jest także długi okres trwania procedury rejestracyjnej spółki zarządzającej na terenie państwa goszczącego. I tak, zgodnie z przepisami ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych rozpoczęcie działalności przez spółkę zarządzającą na terenie Polski może odbyć się po upływie 2 miesięcy od daty otrzymania przez Komisję Nadzoru Finansowego informacji – od macierzystego organu nadzoru spółki zarządzającej – o zamiarze rozpoczęcia działalności na terytorium Polski. Wspomniany macierzysty organ nadzoru spółki zarządzającej ma z reguły 3 miesiące na przekazanie tych informacji, co powoduje, że okres, po jakim spółka rozpocznie swoją działalność w państwie goszczącym może wynieść 5 miesięcy. Zdarza się jednak, że w wielu wypadkach okres ten jest dłuższy, jeśli któryś z organów nadzoru wystąpi o dodatkowe informacje bądź wyjaśnienia. Organem nadzoru, któremu spółka podlega po rozpoczęciu działalności w państwie goszczącym jest zawsze organ nadzoru tego państwa. Organ ten jest także organem nadzoru zarządzanego funduszu, co, według krytyków rozwiązań zaproponowanych w dyrektywie UCITS IV, ułatwia nadzór i kontrolę działalności funduszu, jak i spółki zarządzającej.

Znowelizowane przepisy dyrektywy UCITS wprowadzają dwa rozwiązania odnoszące się do prowadzenia działalności przez spółki zarządzające na terenie państw członkowskich innych niż państwa, w których znajdują się siedziby spółek zarządzających. Państwa członkowskie nie mogą jednak uzależniać decyzji o wydaniu zgody na prowadzenie działalności od formy prowadzenia na ich terenie działalności przez spółkę zarządzającą [3, art. 16 ust. 1–2].

Pierwsze rozwiązanie dopuszcza możliwość zarządzania funduszami poprzez utworzenie oddziału spółki zarządzającej w państwie, w którym zarejestrowane są

fundusze, którymi spółka chce zarządzać, ewentualnie, które chce dopiero utworzyć. To rozwiązanie w znacznym stopniu odpowiada rozwiązaniom istniejącym obecnie. Znacząco nie wpływa ono na poprawę efektywności i konkurencyjności europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych, zachowuje jednak podstawy prawne do funkcjonowania spółek zarządzających na obecnych zasadach [12, s. 6]. Różnica pomiędzy obecnymi a znowelizowanymi przepisami polega na podziale odpowiedzialności za nadzór nad funduszem i spółką zarządzającą. W tym przypadku podział odpowiedzialności za nadzór jest taki sam, jak w przypadku rozwiązania drugiego, które zostało scharakteryzowane poniżej.

Drugie rozwiązanie, przyjęte w znowelizowanej dyrektywie UCITS IV, oparte jest na swobodzie świadczenia usług. Zgodnie z przepisami dyrektywy spółka zarządzająca, zamierzająca prowadzić działalność (na którą uzyskała zezwolenie) na terytorium innego państwa członkowskiego po raz pierwszy w ramach swobody świadczenia usług, może ją rozpocząć po spełnieniu warunków określonych w dyrektywie UCITS IV. I tak, zgodnie z art. 18 tejże dyrektywy spółka zarządzająca zobowiązana jest przekazać organom nadzoru swojego macierzystego państwa członkowskiego następujące informacje:

1) nazwę państwa członkowskiego, na terytorium którego spółka zarządzająca zamierza prowadzić działalność;

2) program działań zawierający przewidywane przepisami działania i usługi prowadzone przez spółkę zgodnie z przepisami dyrektywy, który zawiera opis procesu zarządzania ryzykiem wprowadzonego przez spółkę zarządzającą;

3) opis procedur i ustaleń mających na celu zapewnić właściwe rozpatrywanie skarg inwestorów, niepodlegające żadnym ograniczeniom egzekwowania przez inwestorów swoich praw w przypadku, gdy spółka zarządzająca uzyskała zezwolenie w państwie członkowskim różnym od macierzystego państwa członkowskiego UCITS;

4) opis procedur i ustaleń mających na celu udostępnianie informacji na żądanie obywateli lub właściwych organów macierzystego państwa członkowskiego UCITS [3, art. 6 ust. 2-3, art. 15, art. 18 ust. 1].

Po otrzymaniu wymienionych informacji organy nadzoru państwa macierzystego państwa spółki zarządzającej w terminie 1 miesiąca przekazują te informacje organom nadzoru państwa goszczącego. Wraz z tymi informacjami przekazywane są także szczegóły dotyczące stosowanych systemów rekompensat, przewidzianych w celu ochrony inwestorów [3, art. 18 ust. 2]. W przypadku gdy spółka zarządzająca pragnie kontynuować działalność zarządzania zbiorowym portfelem do dokumentacji wysyłanej organom nadzoru państwa goszczącego, załącza się ponadto:

1) zaświadczenie, że spółka zarządzająca uzyskała zezwolenie zgodnie z przepisami dyrektywy UCITS;

2) opis zakresu zezwolenia spółki zarządzającej;

3) szczegóły dotyczące ewentualnych ograniczeń co do typu UCITS, na zarządzanie którymi spółka zarządzająca ma zezwolenie [3, art. 18 ust. 2].

Po otrzymaniu przez organ państwa goszczącego ww. informacji spółka zarządzająca może rozpocząć swoją działalność w państwie goszczącym [3, art. 18 ust. 2]. Jak już wspomniano powyżej, może to nastąpić w miesiąc po przekazaniu odpowiednich informacji swojemu organowi nadzoru. Jednakże nie można wykluczyć, iż może to nastąpić w okresie krótszym.

Zgodnie z przepisami dyrektywy UCITS IV spółka zarządzająca prowadząca działalność w zakresie transgranicznego zarządzania portfelem stosuje się do przepisów prawa obowiązujących w jej macierzystym państwie. Tym samym odpowiedzialność za nadzór nad działalnością spółki zarządzającej spoczywa na macierzystym organie nadzoru spółki zarządzającej. Organ ten odpowiada za nadzorowanie zgodności w zakresie:

- 1) przepisów dotyczących organizacji spółki zarządzającej, w tym ustaleń dotyczących nadawania upoważnień;
- 2) ustanowionych procedur zarządzania ryzykiem;
- 3) ustanowionych zasad ostrożnościowych i zasad nadzoru, w tym zasad kontroli wewnętrznej, ochrony przetwarzanych danych, procedur księgowych i administracyjnych, zasad unikania konfliktu interesów;
- 4) wymogów sprawozdawczości spółki zarządzającej [3, 19 ust. 1–2; 10, s. 2; 8, s. 21–22].

Należy podkreślić, iż wymienione obszary nadzoru powinny być dostosowane do charakteru zarządzanych przez spółkę funduszy, a ponadto nie powinny być w żadnym stopniu bardziej rygorystyczne niż wymogi wobec spółek zarządzających działających tylko i wyłącznie na macierzystym rynku.

Nadzór nad transgranicznie zarządzanymi funduszami spoczywa natomiast na organie nadzoru macierzystego państwa, w którym zarejestrowane są owe fundusze. Organ ten dokonuje nadzoru zgodności działalności funduszu, a tym samym spółki zarządzającej funduszem w zakresie:

- 1) wydawania zezwoleń na tworzenie funduszy, tworzenia, funkcjonowania, likwidacji, łączenia funduszy;
- 2) emisji i umarzania tytułów uczestnictwa funduszy;
- 3) polityki inwestycyjnej funduszy, jak i ograniczeń z tym związanych;
- 4) procedur wyceny tytułów uczestnictwa, reinwestycji zysków;
- 5) wymogów dotyczących sprawozdawczości funduszy oraz ujawniania informacji w prospektach emisyjnych czy kluczowych informacjach dla inwestorów;
- 6) zasad wprowadzania do obrotu tytułów uczestnictwa oraz relacji z inwestorami;
- 7) wypełniania przez spółkę obowiązków określonych w regulaminie funduszu lub w dokumentach założycielskich oraz prospekcie emisyjnym [3, 19 ust. 3–4; 10, s. 2; 8, s. 21–22].

Organy nadzoru państwa goszczącego nie mogą nakładać na spółki zarządzające, które uzyskały zezwolenie na działanie na ich obszarze, żadnych dodatkowych wymogów, z wyjątkiem przypadków, o których wyraźnie wspomniano w dyrektywie.

Przepisy dyrektywy nakładają na spółkę, transgranicznie zarządzającą funduszami, obowiązek dostarczania organowi nadzoru macierzystego państwa funduszu pisemnej umowy z depozytariuszem [3, art. 20 ust. 1 lit. a]. Umowa ta ma celu uregulowanie przepływu informacji uznawanych za niezbędne do umożliwienia depozytariuszowi przestrzegania nałożonych na niego obowiązków, jak i uzyskania informacji, które są przydatne dla depozytariuszy w macierzystym państwie członkowskim funduszu. Dyrektywa jasno określa, iż depozytariusz musi mieć swoją statutową siedzibę albo musi prowadzić przedsiębiorstwo w macierzystym państwie funduszu. W przypadku gdy fundusz prowadzony jest w formie spółki inwestycyjnej, jego siedziba bądź przedsiębiorstwo także muszą znajdować się w macierzystym państwie spółki inwestycyjnej [3, art. 23 ust. 1; art. 33 ust. 1].

Oprócz umowy między spółką zarządzającą a depozytariuszem funduszu spółka zarządzająca zobowiązana jest także dostarczyć organowi nadzoru macierzystego państwa funduszu informacje dotyczące wydanych przez siebie upoważnień do zadań zarządzania inwestycjami i administracją funduszem [3, art. 20 ust. 1 lit. b]. Należy jednakże podkreślić, iż dyrektywa nie określa obowiązków co do miejsca rejestracji innych podmiotów biorących udział w procesie administrowania funduszem. Tym samym można się spodziewać, iż część usług związanych z administrowaniem funduszem może zostać zlecona podmiotom z różnych krajów. Należy jednak pamiętać, iż podmioty te – w odniesieniu do administrowania funduszem – muszą stosować przepisy rachunkowe i podatkowe obowiązujące w kraju, w którym dany fundusz jest zarejestrowany [9, s. 11].

Zgodnie z przepisami dyrektywy organ nadzoru państwa goszczącego spółkę zarządzającą ma prawo odrzucić wnioski spółki o zarządzanie funduszem zarejestrowanym na jego terenie. Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku niespełnienia przez spółkę obowiązków określonych w dyrektywie. Jednakże odrzucenie wniosku może nastąpić dopiero po konsultacji organu nadzoru państwa goszczącego z macierzystym organem nadzoru spółki zarządzającej.

Organ nadzoru państwa goszczącego spółkę zarządzającą ma także prawo wymagać od spółki zarządzającej przedstawienia mu informacji niezbędnych dla monitorowania przestrzegania przez nią obowiązujących ją przepisów, za których kontrolowanie jest odpowiedzialny [3, art. 21 ust. 2]. W przypadku niestosowania się do zasad i wymogów obowiązujących spółkę zarządzającą na terenie państwa goszczącego, które podlegają nadzorowi organu państwa goszczącego, organ ten ma prawo wnioskować o zaniechanie niezgodnych z prawem działań. W określonych przypadkach organ ten ma także prawo nakładać na spółkę określone sankcje, jak i powiadać o zaistniałych sytuacjach macierzysty organ nadzoru spółki zarządzającej.

Według danych Rady Europy oraz badań przeprowadzanych wśród zarządzających funduszami, wejście w życie przepisów umożliwiających skuteczne wykorzystanie paszportu spółek zarządzających powinno przyczynić się do:

- 1) oszczędności rzędu 700 mln euro rocznie tytułem wykorzystania efektu skali poprzez zmniejszenie liczby spółek zarządzających, a pośrednio także zwiększenie średniej wartości aktywów zarządzanych funduszy;

- 2) zmniejszenia kosztów zarządzania funduszami poprzez lokalizację spółek w krajach o korzystnych przepisach podatkowych;
- 3) poprawy efektywności zarządzania poprzez lokalizację spółek zarządzających w krajach dysponujących lepiej wykwalifikowaną kadram;
- 4) zapewnienia większej przejrzystości w odniesieniu do lokalizacji spółek zarządzających funduszami poprzez centralizację procesów zarządzania funduszami;
- 5) promocji bardziej urozmaiconej oferty produktów oferowanych przez powierników [5, 3–4; 13, s. 15].

W tym miejscu należy jednak podkreślić, iż wprowadzenie w życie instrumentu, jakim jest europejski paszport spółek zarządzających, oprócz wielu możliwości, niesie za sobą także wiele zagrożeń dla poszczególnych rynków funduszy inwestycyjnych krajów członkowskich Unii Europejskiej. Co prawda główną przesłanką nowelizacji dyrektywy UCITS jest chęć konsolidacji i poprawy konkurencyjności europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych, ale nie można przejść obojętnie obok zagrożeń, jakie niesie za sobą implementacja przepisów tejże dyrektywy. Po pierwsze, istnieje ryzyko, że zaproponowane mechanizmy nadzoru na funduszami i spółkami zarządzającymi rzeczywiście osłabią poziom ochrony inwestorów. Po drugie, dyrektywa nie reguluje kwestii opodatkowania usług zarządzania aktywami ani nie usuwa istniejących różnic w opodatkowaniu tych usług w krajach Unii Europejskiej. Może to przyczynić się do odpływu spółek zarządzających do krajów o korzystniejszych przepisach podatkowych. Po trzecie, przepisy dyrektywy mogą przyczynić się do przenoszenia spółek zarządzających do krajów o lepiej rozwiniętej infrastrukturze, co może spowodować zahamowanie rozwoju rynków funduszy w krajach, w których ten sektor dopiero się rozwija.

### 3. Kluczowe informacje dla inwestorów

Zgodnie z opiniami ekspertów, wyrażonymi w *Białej księdze*, stosowany obecnie uproszczony prospekt emisyjny UCITS nie spełnia swojej roli jako użyteczne narzędzie informacji. Dokument ten jest zbyt skomplikowany, długi, często pisany niezrozumiałym dla potencjalnego inwestora technicznym językiem. Informacje zawarte w uproszczonym prospekcie nie ułatwiają porównywania różnych funduszy UCITS w różnych krajach członkowskich, a dla spółek zarządzających bądź samych funduszy stały się kolejnym elementem generowania kosztów [5, s. 4].

W zależności od regulacji prawnych poszczególnych państw członkowskich wartość uproszczonego prospektu emisyjnego może się od siebie różnić. Takie rozwiązanie wymaga dostosowywania prospektów emisyjnych do regulacji prawnych poszczególnych krajów, w których tytuły uczestnictwa funduszy mają być dystrybuowane. Jednocześnie uproszczone prospekty emisyjne funduszy notyfikowanych w innych krajach członkowskich podlegają zatwierdzeniu przez organ nadzoru państwa goszczącego, mimo że wcześniej zostały zatwierdzone przez macierzysty organ nadzoru notyfikowanego funduszu. Ponadto uproszczony prospekt emisyjny,



zgodnie z wymogami dyrektywy UCITS III, musi być sporządzany w języku obowiązującym w kraju goszczącym fundusz i musi być sporządzony w formie papierowej. Generuje to dodatkowe koszty dla spółek zarządzających, a inwestorom jeszcze bardziej utrudnia transgraniczne porównywanie funduszy [8, s. 8–9; 9, s. 10].

Dlatego też w znowelizowanej dyrektywie znalazły się zapisy pozwalające zastąpić uproszczony prospekt emisyjny innym dokumentem określanym jako „kluczowe informacje dla inwestorów” (*Key Investment Information – KII*).

Regulacje dotyczące kluczowych informacji dla inwestorów zawarte są w art. 78–82 znowelizowanej dyrektywy UCITS. Koncepcja KII opiera się na przedstawieniu zestawu uczciwych, jasnych i niewprowadzających w błąd informacji [12, s. 6]. Zgodnie z zapisami dyrektywy UCITS IV, KII powinny dostarczać informacji na temat podstawowych cech proponowanych inwestycji w sposób umożliwiający potencjalnym inwestorom zrozumienie natury, jak i ryzyka proponowanych produktów, a w konsekwencji podjęcie decyzji inwestycyjnej na podstawie przedstawionych informacji [3, art. 78 ust. 2].

KII powinny dostarczać inwestorom następujących informacji:

- 1) identyfikację UCITS;
- 2) krótki opis polityki inwestycyjnej i celów inwestycyjnych UCITS;
- 3) informacje na temat przeszłych wyników UCITS oraz, jeśli to możliwe, przyszłe scenariusze odnośnie wyników;
- 4) informacje na temat kosztów i opłat;
- 5) profil ryzyka/zysku inwestycji, w tym stosowne wskazówki dotyczące ryzyka związanego z inwestycjami w danym UCITS oraz odpowiednie ostrzeżenie [3, art. 78 ust. 3].

Zapisy dyrektywy wskazują, iż wymienione powyżej informacje powinny być podane w formie zrozumiałej bez potrzeby odnoszenia się do innych dokumentów, w tym statutów bądź prospektów emisyjnych.

Jednocześnie kluczowe informacje dla inwestorów powinny jasno wskazywać, gdzie i w jaki sposób można uzyskać dodatkowe informacje na temat oferowanych inwestycji, w tym m.in. gdzie i w jaki sposób można w każdej chwili bezpłatnie otrzymać prospekt emisyjny oraz sprawozdania finansowe, a także język, w jakim takie informacje są dostępne dla inwestorów. Kluczowe informacje dla inwestorów powinny być napisane zwięźle, bez sformułowań z języka specjalistycznego. Powinny być także przedstawiane w jednolitej formie umożliwiającej porównanie oraz w sposób, który pozwala na ich zrozumienie przez inwestorów prywatnych [3, art. 78 ust. 4–5]. Wprowadzenie jednolitej formy tego dokumentu wyeliminuje obowiązek każdorazowego dostosowywania KII do wymogów stawianych przez poszczególne państwa członkowskie.

Kluczowe informacje dla inwestorów są wykorzystywane bez wprowadzania do nich zmian, z wyjątkiem tłumaczenia, we wszystkich państwach członkowskich, w których powiadomiono o wprowadzaniu do obrotu jednostek uczestnictwa UCITS [3, art. 78. ust. 6]. Językiem, w jakim powinny być sporządzane kluczowe informa-

cje dla inwestorów powinien być język urzędowy lub jeden z języków urzędowych państwa członkowskiego goszczącego UCITS lub też język zatwierdzony przez właściwe organy tego państwa członkowskiego [3, art. 94 ust. 1 lit. b]. Warto podkreślić, że zgodnie z zapisami dyrektywy UCITS IV, pozostałe dokumenty funduszu, w tym statut (regulamin) oraz prospekt emisyjny, mogą być sporządzone w języku urzędowym lub w jednym z języków urzędowych macierzystego państwa funduszu. Dotychczas wszystkie dokumenty musiały być sporządzane w języku urzędowym lub w jednym z języków urzędowych państwa goszczącego fundusz.

Kluczowe inwestycje dla inwestorów, jak i wszelkie zmiany w tym dokumencie powinny być zatwierdzane tylko i wyłącznie przez macierzyste organy nadzoru poszczególnych UCITS i w odróżnieniu do uproszczonego prospektu emisyjnego, tylko zasadnicze elementy KII powinny podlegać aktualizacji [3, art. 82 ust. 1–2].

Podobnie jak uproszczony prospekt emisyjny, również kluczowe informacje dla inwestorów powinny być dostarczane potencjalnym inwestorom przed podjęciem przez nich decyzji inwestycyjnej. Jednocześnie kluczowe informacje dla inwestorów, jak i ich tłumaczenia, nie mogą być wyłączną podstawą ponoszenia odpowiedzialności cywilnej, chyba że wprowadzają one w błąd, są nieprawdziwe lub niezgodne z odpowiednimi częściami prospektu emisyjnego [3, art. 79 ust. 1–2].

Nośnikiem danych, na którym dostarczane są kluczowe informacje dla inwestorów może być każdy trwały nośnik danych bądź strona internetowa danego UCITS. Jednakże na każde żądanie inwestora powinien mu być bezpłatnie dostarczony egzemplarz drukowany.

Należy podkreślić, iż regulacje prawne odnoszące się do kluczowych informacji dla inwestora, podobnie zresztą jak wiele innych przepisów dyrektywy UCITS IV, zbieżne są z zapisami zawartymi w dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych, zwanej dyrektywą MIFID<sup>5</sup>. Wśród wspólnych cech tych dyrektyw, odnośnie informacji przekazywanych inwestorom, należy wymienić:

1) obowiązek przekazywania inwestorom informacji rzetelnych, niebudzących wątpliwości i niewprowadzających w błąd, skonstruowanych w taki sposób, aby inwestorzy mogli zrozumieć charakter oraz ryzyko związane z usługą inwestycyjną oraz określonym rodzajem oferowanego instrumentu finansowego, a co za tym idzie, mogli podjąć świadome decyzje inwestycyjne;

2) obowiązek przekazywania inwestorom informacji w ujednoczonym formacie.

Zgodnie z przepisami dyrektywy, zastąpienie wykorzystywanego obecnie uproszczonego prospektu emisyjnego przez kluczowe informacje dla inwestorów powinno nastąpić najpóźniej do 1 lipca 2012 r. W międzyczasie CESR powinien przygotować odpowiednie wytyczne na poziomie 2 i 3, które mają ułatwić implementację tych przepisów dyrektywy do regulacji krajowych.

---

<sup>5</sup> 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.

Należy spodziewać się, iż zastąpienie uproszczonego prospektu emisyjnego przez kluczowe informacje dla inwestorów przyniesie zamierzone skutki i będzie to instrument, który wpłynie na obniżenie kosztów działania samych funduszy, co przyczyni się do poprawy ich efektywności. Obniżka kosztów działania funduszy będzie bezpośrednim następstwem obniżenia kosztów związanych z przygotowaniem, tłumaczeniem, jak i aktualizacją kluczowych informacji dla inwestorów.

Ponadto kluczowe informacje dla inwestorów powinny stać się użytecznym narzędziem, ułatwiającym porównywanie funduszy, w tym funduszy dystrybuowanych transgranicznie, co powinno wpłynąć na poprawę konkurencyjności całego europejskiego sektora funduszy.

#### 4. Podsumowanie

Scharakteryzowane w opracowaniu instrumenty, takie jak paszport spółki zarządzającej oraz kluczowe informacje dla inwestorów, przyniosą zapewne zamierzone skutki w postaci konsolidacji i poprawy konkurencyjności europejskiego sektora funduszy, co jest jednym z głównych zamierzeń autorów dyrektywy. Tym bardziej, że instrumenty te są długo oczekiwaną odpowiedzią na wnioski stawiane przez wszystkich uczestników europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych.

Dzięki wprowadzeniu w życie europejskiego paszportu spółki zarządzającej powinno dojść do znacznego zmniejszenia liczby spółek zarządzających, co podkreślają zarówno autorzy nowelizacji dyrektywy, jak i zarządzający funduszami. Znaczne zmniejszenie liczby spółek zarządzających powinno przełożyć się na obniżkę kosztów funkcjonowania sektora, jak i lepsze wykorzystanie efektu skali.

Ponadto wprowadzenie w życie paszportu spółki zarządzającej może przyczynić się do zmniejszenia kosztów zarządzania funduszami poprzez lokalizację spółek zarządzających w krajach o korzystnych przepisach podatkowych oraz poprawy efektywności zarządzania poprzez lokalizację spółek zarządzających w krajach dysponujących lepiej wykwalifikowaną kadrą i lepszą infrastrukturą. Niewątpliwie przyczyni się to też do znacznej centralizacji procesów zarządzania funduszami i przyspieszy proces konsolidacji całego – rozdrobnionego – europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych.

Warto także podkreślić, iż wprowadzanie paszportu spółek zarządzających wraz z wprowadzaniem procedury łączenia funduszy, jak i łączenia aktywów funduszy powinno przeciwdziałać dalszemu wzrostowi liczby funduszy, zarządzających aktywami o niskiej wartości, które nie mogą korzystać z efektu skali.

Zastąpienie uproszczonego prospektu emisyjnego przez kluczowe informacje dla inwestorów powinno również przynieść skutki w postaci poprawy efektywności i konkurencyjności europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych. Dzięki wprowadzeniu kluczowych informacji dla inwestorów, inwestorzy funduszy otrzymają dokument, który będzie czytelny, zrozumiały i ujednolicony. Dokument, który ułatwi porównywanie funduszy i wymusi większą konkurencyjność całego sektora. Na-

tomiast fundusze i spółki zarządzające funduszami uzyskają oszczędności dzięki znacznej obniżce kosztów związanych z przygotowaniem wyżej wymienionych dokumentów.

Nowe przepisy dotyczące rejestracji spółek zarządzających, a także przepisy dotyczące kluczowych informacji dla inwestorów powinny przyczynić się do skrócenia czasu procedur rejestracyjnych oraz procedur związanych z publikacją kluczowych informacji.

Podsumowując, warto podkreślić, iż pozostałe instrumenty prawne przyjęte w dyrektywie UCITS IV, a niebędące przedmiotem niniejszego opracowania, takie jak: uproszczenie procedury notyfikacji funduszy, umożliwienie procedury transgranicznego łączenia funduszy oraz transgranicznego łączenia aktywów funduszy poprzez tworzenie struktur *master/feeder* powinny spełnić wymogi stawiane przed nimi przez autorów dyrektywy.

## Literatura

- [1] *Cross-border distribution of UCITS*, CACEIS Investor Services, November 2008, [www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference\\_papers\\_en/cross-border-distribution-ucits.pdf](http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_papers_en/cross-border-distribution-ucits.pdf).
- [2] *Building of an integrated European Fund Management: Cross border merger of funds, a quick win?*, [www.agii.gr/repository/upload/Invesco%20Study%20on%20Fund%20Mergers.pdf](http://www.agii.gr/repository/upload/Invesco%20Study%20on%20Fund%20Mergers.pdf).
- [3] Dyrektywa 2009/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (wersja przekształcona), [register.consilium.europa.eu/pdf/pl/09/st03/st03605-re02.pl09.pdf](http://register.consilium.europa.eu/pdf/pl/09/st03/st03605-re02.pl09.pdf).
- [4] *Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, COM(2005) 314, Brussels, 12 July 2005, [ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/consultations/greenpaper-background\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/consultations/greenpaper-background_en.pdf).
- [5] Paglia A., *UCITS IV – The Beginning of a New Era for European Mutual Funds*, K&L Gates, October 2009, [www.klgates.com/newsstand/detail.aspx?publication=5959](http://www.klgates.com/newsstand/detail.aspx?publication=5959).
- [6] Proft De P., *UCITS IV A further milestone on the way towards a Single Market*, EFAMA, Luxembourg, March 2009, [www.kpmg.lu/Download/Handouts/2009/Presentation\\_Mr.DeProft.pdf](http://www.kpmg.lu/Download/Handouts/2009/Presentation_Mr.DeProft.pdf).
- [7] *The New UCITS IV Directive: Risks and Opportunities*, [www.paulhastings.com/assets/publications/1355.pdf?wt.mc\\_ID=1355.pdf](http://www.paulhastings.com/assets/publications/1355.pdf?wt.mc_ID=1355.pdf).
- [8] *Towards the next generation: moving from UCITS III to UCITS IV*, RBC DEXIA Investor Services, May 2009, [www.rbcdexia.com/documents/en/UCITS/From\\_UCITS\\_III\\_to\\_IV.pdf](http://www.rbcdexia.com/documents/en/UCITS/From_UCITS_III_to_IV.pdf).
- [9] *UCITS IV Being well prepared for the changes*, CACEIS Investor Services, October 2009, [www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference\\_presentations\\_en/ucits4\\_EN.pdf](http://www.caceis.com/fileadmin/pdf/reference_presentations_en/ucits4_EN.pdf).
- [10] *UCITS IV: Reforms to the UCITS Directive Approved by the European Parliament*, March 2009, Issue 6, [www.dechert.com/library/FS\\_03-09\\_6\\_UCITS\\_IV.pdf](http://www.dechert.com/library/FS_03-09_6_UCITS_IV.pdf).
- [11] *UCITS IV: The Next Phase in the Evolution of UCITS*, DILLON & EUSTACE, September 2008, [www.dilloneustace.ie/download/1/UCITS\\_IV\\_The\\_Next\\_Phase\\_in\\_the\\_Evolution\\_of\\_UCITS\\_\\_September\\_2008.pdf](http://www.dilloneustace.ie/download/1/UCITS_IV_The_Next_Phase_in_the_Evolution_of_UCITS__September_2008.pdf).
- [12] *UCITS IV Transforming the European investment fund industry*, Ernst & Young, June 2009, [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ucits4-transforming-european-industry-0609/\\$FILE/ucits4-transforming-european-investment-fund-industry0609-secured.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ucits4-transforming-european-industry-0609/$FILE/ucits4-transforming-european-investment-fund-industry0609-secured.pdf).

- [13] *UCITS IV Which business model for tomorrow*, RBC DEXIA Investor Services, [www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report.pdf](http://www.rbcdexia.com/documents/EN/Misc/UCITS%20IV%20report.pdf)
- [14] *White paper on the enhancement of the EU framework for investment funds*, KOM(2006) 686, Brussels, 15 November 2006, [ec.europa.eu/internal\\_market/investment/asset\\_management\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/asset_management_en.htm).
- [15] Wniosek z dnia 16 lipca 2008 r. w sprawie Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (przedstawiony przez Komisję), 2008/0153 (COD), Bruksela, 17 czerwca 2008, [ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/legal\\_texts/framework/recast\\_pl.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/legal_texts/framework/recast_pl.pdf).

## **MANAGEMENT COMPANIES PASSPORT AND KEY INFORMATION FOR INVESTORS – CHARACTERIZATION OF CHOSEN INSTRUMENTS OF UCITS IV DIRECTIVE**

**Summary:** UCITS Directive, which was adopted in 1985 and later thoroughly amended in 2001, set up for a long time a legal framework for the European investment funds market functioning and developing. Later it became evident that the regulations included in UCITS's directive were too strict or insufficient and they hampered further development of this sector. For that reason in 2004 a lot of effort was put to change a legal framework of the funds. As a result a new directive called UCITS IV was amended and accepted in 2009.

In the present paper the attempt was made to characterize and assess the results of Directive's regulations coming into force within the scope of including management company passport and replacing the simplified prospectus by the Key Investor Information. In addition European and Polish legal norms in selected areas are discussed.