

Arkadiusz Zbyrowski

**Pozorność zbliżenia warunków konkurencji
i dostępu do rynku funduszy inwestycyjnych
w związku z implementacją
Dyrektywy UCITS IV w Polsce**

STRESZCZENIE

Artykuł ma na celu przedstawienie wytycznych zawartych w Dyrektywie UCITS IV w zakresie ujednoczania krajowych porządków prawnych celem zbliżenia warunków konkurencji między przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania oraz zapewnienia swobody świadczenia usług przez spółki zarządzające. Autor przedstawia rozwój idei swobody przedsiębiorczości i swobody świadczenia usług w Unii Europejskiej i weryfikuje przyjęty model implementacji Dyrektywy UCITS IV w Polsce. Poddając go analizie, dokonuje jednocześnie oceny potencjalnego wpływu uregulowań prawnych na rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce.



Arkadiusz Zbyrowski

**Apparent Approximation of the Conditions
of Competition and Access to the Investment
Funds’ Market in Connection
with Implementation
of the UCITS IV Directive in Poland**

ABSTRACT

The article is intended to present guidelines included in the UCITS IV Directive concerning harmonizing domestic laws in order to bring closer the conditions of competition between undertakings for collective investment and to ensure the freedom to provide services by management companies. The author presents the development of the concept of freedom to establish and provide services within the European Union, as well as verifies the adopted model of implementation of the UCITS IV Directive in Poland. By making an analysis of this model, the author simultaneously analyses the potential impact of the regulations on the investment funds’ market in Poland.

1

WPROWADZENIE

Od początku istnienia Europejskiej Wspólnoty Węgla i Stali, a następnie Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej, jednym z zauważalnych priorytetów było zapewnienie mobilności gospodarczej spółek jako odpowiednika swobody przepływu (przemieszczania się) osób fizycznych¹. W tym zakresie prawnokształtującą rolę w rozwoju przedsiębiorczości odegrały zapisy przyjętego w dniu 27 marca 1957 r. Traktatu ustanawiającego Europejską Wspólnotę Gospodarczą² (dalej jako TWE), który zapewnił fundamentalne swobody spółkom: swobodę przedsiębiorczości i swobodę świadczenia usług. Zawarta w art. 43 ust. 2 TWE (obecny art. 49 akapit 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej – dalej jako TFUE) definicja swobody przedsiębiorczości, precyzowała ją jako „podejmowanie i wykonywanie działalności prowadzonej na własny rachunek, jak również zakładanie i zarządzanie przedsiębiorstwami, a zwłaszcza spółkami w rozumieniu artykułu art. 48 ust. 2 TWE (obecny art. 54 akapit drugi TFUE), na warunkach określonych przez ustawodawstwo Państwa przyjmującego dla własnych obywateli”. Z kolei w art. 50 TWE (obecny art. 57 akapit drugi TFUE) swobodę świadczenia usług, określono w ten sposób, że „świadczący usługę może, w celu spełnienia świadczenia, wykonywać przejściowo działalność w państwie świadczenia na tych samych warunkach, jakie państwo to nakłada na własnych obywateli”. Można więc stwierdzić, że swoboda świadczenia usług wykazuje pewne punkty styczności ze swobodą przedsiębiorczości. Obydwie swobody obejmują bowiem ograniczenia, które stoją na przeszkodzie ponadgranicznemu świadczeniu samodzielnej działalności³. Biorąc pod uwagę, że spółki stanowiły podstawowy sposób prowadzenia działalności gospodarczej, a zwłaszcza aktywności w większych rozmiarach, Europejska Wspólnota Gospodarcza podejmowała już w latach 60. inicjatywy ustawodawcze, które miały na celu ograniczanie przeszkód podejmowania przez spółki

¹ J. Barcz (red.), *Prawo Unii Europejskiej. Zagadnienia systemowe. Prawo materialne i polityki*, Warszawa 2006, s. II–236.

² Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, Dz. Urz. UE z 29 grudnia 2006 r., C 321.

³ E. Grabitz, M. Hilf (red.), *Swobody wspólnotowe w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską*, Warszawa 2009, s. 486–487.

pierwotnej i wtórnej działalności gospodarczej. Starając się zapewnić jak największą prężność gospodarczą spółkom, usuwano stopniowo przeszkody na tym polu wynikające z różnic prawa materialnego (np. wymogów dotyczących minimum kapitalizacji), kolizyjnego (np. konfliktu między teorią siedziby a teorią założenia spółki), niekorzystnych następstw przeniesienia siedziby do innego państwa członkowskiego, stanowionych przez państwo „emigracji” spółki oraz wskutek bezpośrednich lub pośrednich form dyskryminacji, na które natrafiają spółki podejmujące zwłaszcza wtórną działalność gospodarczą w państwie goszczącym⁴.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rozwoju paneuropejskiej idei jednolitego paszportu spółek zarządzających przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania (zwanymi dalej także funduszami inwestycyjnymi), umożliwiającej swobodne prowadzenie działalności przez te spółki w dowolnie wybranym kraju członkowskim. Analizie i ocenie w tym zakresie poddano obowiązujące przepisy prawa unijnego oraz ustawodawstwo polskie, przede wszystkim w odniesieniu do ostatniej nowelizacji przepisów regulujących działalność funduszy inwestycyjnych i podmiotów zarządzających tymi funduszami na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Dokonano także próby ustalenia wpływu przyjętych rozwiązań na polski rynek funduszy inwestycyjnych.

2

GENEZA JEDNOLITEGO PASZPORTU SPÓŁEK ZARZĄDZAJĄCYCH

Już w połowie lat 80. XX w. zauważono rosnącą rolę przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania na rynkach kapitałowych państw ówczesnej Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej⁵. W celu wzmocnienia bezpieczeństwa obrotu i zwiększenia atrakcyjności tych form inwestowania konieczne

⁴ J. Barcz (red.), op. cit., s. II–236.

⁵ Prace nad stworzeniem ram prawnych dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania rozpoczęły się w połowie lat 70. ubiegłego wieku. W dniu 14 kwietnia 1976 r. przyjęto Propozycję Dyrektywy Rady w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (COM 1976, 152 FINAL, OJ C 171, s. 1), która została zaakceptowana kolejno przez Parlament Europejski i Komitet Ekonomiczno-Społeczny, a następnie przyjęta przez Komisję Europejską w dniu 2 czerwca 1977 r. (COM 1977, 227 FINAL).

okazało się zapewnienie harmonizacji przepisów odnoszących się do działalności tych podmiotów w skali ogólnowspólnotowej. W ramach pierwszego etapu dostosowawczego podstawowe wymagania w stosunku do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania zostały ustanowione dyrektywą 85/611/EWG⁶ (dalej jako Dyrektywa UCITS). Już wówczas stwierdzono, że różnice pomiędzy ustawodawstwami poszczególnych państw członkowskich dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania (dalej także jako instytucje zbiorowego inwestowania lub UCITS⁷) zniekształcają warunki konkurencji pomiędzy tymi przedsiębiorstwami⁸. Jednakże uchwalona dnia 20 grudnia 1985 r. Dyrektywa UCITS skupiała się przede wszystkim na koordynacji przepisów odnoszących się do zasad wprowadzania do obrotu tytułów uczestnictwa instytucji zbiorowego inwestowania w innych państwach członkowskich, wdrażając zasadę wzajemnego uznawania zezwoleń na działalność UCITS (tzw. paszport europejski) oraz regulując kwestie nadzoru, struktury i działalności przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz informacji, jakie muszą one publikować. Mimo że dyrektywa ta stanowiła punkt wyjścia dla rozwoju sektora funduszy inwestycyjnych w Europie, ograniczenie się wyłącznie do powyższych zagadnień nie odzwierciedlało wszystkich potrzeb rynku i hamowało ich ekspansję, w tym także ekspansję spółek zarządzających niniejszymi funduszami. Stąd też Komisja Europejska zaproponowała wprowadzenie wielu zmian⁹ do

⁶ Trwający osiem lat proces negocjacyjny pomiędzy państwami członkowskimi został zakończony przyjęciem Dyrektywy Rady 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. UE L 375 z 31 grudnia 1985, s. 3.

⁷ UCITS jest skrótem od angielskiego: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (instytucje zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe).

⁸ Preambuła do Dyrektywy UCITS, akapit pierwszy.

⁹ Zmiany te były wypadkową wielu zdarzeń, między innymi przyjęcia w dniu 7 lutego 1992 r. Traktatu o Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE C 191 z 29.07.1992), przyjęcia Dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (OJ L 141 z 11 czerwca 1993, s. 27), opublikowania w 1996 r. raportu M. Montiego (D. Buchan, *The single market and tomorrow's Europe. A progress report from the European Commission*, Kogan Page Publishers, London 1996), przyjęcia dokumentu Action Plan for the Single Market (*Action plan for the single market*, Communication of the Commission to the European Council, Bruksela, 4 czerwca 1997, CSE 1997, 1), deklaracji przyjętej po szczycie w Cardiff w dniach 15–16 czerwca 1998 r. (*Cardiff European Council 15 and 16 June 1998, Presidency Conclusions*, SN 150/1/98 REV 1) i wydaniem w jej następstwie Komunikatu Komisji Europejskiej z dnia 28 października 1998 r. (*Financial Services: Building a framework for action, Communication of the Commission*, Bruksela 1998, COM 1998, 625), a w efekcie przyjęciem w dniu 11 maja 1999 r. Financial Services Action Plan (*Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan, Communication of the Commission*, COM 1999, 232, 11.05.1999), który zakładał stworzenie do końca 2005 r. zintegrowanego rynku kapitałowego.

Dyrektywy UCITS, które miały uwolnić ją od tych słabości¹⁰. Jedną z głównych przyczyn był także fakt, że rynek instytucji wspólnego inwestowania w latach 90. XX w. był najszybciej rozwijającą się częścią rynku usług finansowych, stając się realną alternatywą dla innych sposobów przechowywania czy inwestowania środków pieniężnych¹¹. Wynikiem prac Komisji Europejskiej było przyjęcie dyrektyw 2001/108/WE¹² (zwanej także Dyrektywą UCITS II) oraz 2001/107/WE¹³ (dalej jako Dyrektywa UCITS III). Dla dalszych rozważań ważniejszą jest Dyrektywa UCITS III, która poświęcona była między innymi uregulowaniom odnoszącym się do działalności spółek, które zarządzają przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania, przede wszystkim w celu ustanowienia jednolitych zasad dotyczących dostępu do rynku i warunków ich funkcjonowania. Stwierdzono bowiem, że dyrektywa z 1985 r. nie ustanawiała przepisów dotyczących tworzenia oddziałów i swobodnego świadczenia usług przez te spółki w państwach członkowskich innych niż państwa członkowskie pochodzenia tych spółek¹⁴. W obliczu nasilonych dążeń do stworzenia jednolitego, wspólnotowego rynku usług Dyrektywa UCITS III ze swoimi regulacjami w przedmiocie wzajemnego uznawania zezwoleń na działalność spółek zarządzających (tzw. jednolity paszport dla spółek zarządzających) wpisywała się zdecydowanie w ten nurt. W tym zakresie Dyrektywa UCITS III zapoczątkowała wprowadzanie do wspólnotowego porządku prawnego zasad swobody prowadzenia przez spółki zarządzające działalności na terenie zjednoczonej Europy. Przede wszystkim zamierzano w ten sposób osiągnąć większą wydajność oraz specjalizację w zarządzaniu portfelami i administracją funduszy. Jak się okazało efekt nie był natychmiastowy. Pomiędzy państwami członkowskimi zaistniały wyraźne rozbieżności w zakresie interpretacji i wdrażania niektórych

¹⁰ J. Barcz (red.), op. cit., s. II–191.

¹¹ G. Borowski, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2011, s. 97.

¹² 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, Dz. Urz. UE L 41 z 13 lutego 2002 r., s. 302.

¹³ 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 lutego 2002 r., s. 287.

¹⁴ Preambuła do Dyrektywy UCITS III, pkt 2, s. 287.

przepisów Dyrektywy UCITS III. Państwa te dawały w ten sposób wyraz swoim obawom co do objęcia nadzoru nad funduszem i podmiotu nim zarządzającego dwoma odrębnymi jurysdykcjami, co w ich ocenie mogłoby osłabić skuteczność mechanizmów kontroli ryzyka i ochrony inwestorów. Przyczyn tego stanu upatrywano nie tylko w sposobie implementacji dyrektywy w porządkach krajowych państw członkowskich ale także w samej Dyrektywie UCITS III z powodu jej dwuznaczności i niepełnego charakteru, co uniemożliwiało wykorzystanie potencjału jaki niosła ze sobą idea „paszportu” spółek zarządzających¹⁵. Nadal więc grupy zarządzające musiały w każdym państwie, w którym zamierzały „zlokalizować” fundusz, zakładać spełniającą lokalne wymogi, w pełni operacyjną spółkę zarządzającą aktywami (towarzystwo funduszy inwestycyjnych). Z racji tego, że koszty prowadzenia takiej działalności w poszczególnych krajach były wysokie, podnosiło to koszty całego przedsięwzięcia i uniemożliwiało osiągnięcie korzyści skali i specjalizacji¹⁶.

Istotne zmiany nadeszły wraz z kolejną nowelizacją Dyrektywy UCITS w wyniku przyjęcia dyrektywy 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r.¹⁷ (dalej zwana Dyrektywą UCITS IV), która z dniem 1 lipca 2011 r. uchyliła dotychczasową Dyrektywę UCITS. Rozważając paszportowanie spółek zarządzających, Komisja Europejska zwróciła uwagę na konieczność jasnego rozdzielenia kompetencji nadzorczych państwa siedziby funduszu i państwa siedziby spółki zarządzającej, tak aby uniknąć sytuacji podwójnego nadzorowania określonych aspektów działalności albo pozostawienia obszarów, które nie podlegają nadzorowi¹⁸. Na podstawie zasady nadzoru macierzystego państwa członkowskiego spółkom zarządzającym posiadającym zezwolenie na działalność wydane w państwach członkowskich będących dla tych spółek państwami macierzystymi zezwolono na świadczenie usług na obszarze Wspólnoty Europejskiej, na które uzyskały zezwolenie, poprzez zakładanie przez te spółki oddziałów lub w ramach swobody świadczenia

¹⁵ Komisja Wspólnot Europejskich, „Zielona Księga w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych”, Bruksela, 12.07. 2005, COM(2005) 314, s. 4 i 5.

¹⁶ Komisja Wspólnot Europejskich, „Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych”, Bruksela, 15.11.2006, COM(2006) 686, s. 9.

¹⁷ 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 (UCITS), Dz. Urz. UE L 302 z 17 listopada 2009, s. 32.

¹⁸ G. Borowski, op. cit., s. 104–105.

usług¹⁹. Po stronie spodziewanych korzyści wskazano na ograniczenie kosztów ponoszonych przez spółki zarządzające, a także na korzyści wynikające ze wzrostu konkurencji w sektorze²⁰.

Jak wspomniano powyżej, w Dyrektywie UCITS IV wyraźnie zaakcentowano zasadę, zgodnie z którą dostęp do prowadzenia działalności gospodarczej przez spółkę zarządzającą podlega wyłącznie wymogowi uzyskania wcześniejszego zezwolenia wydawanego przez właściwe organy macierzystego państwa członkowskiego spółki zarządzającej. Raz otrzymane zezwolenie będzie również ważne we wszystkich państwach członkowskich²¹. Jednocześnie na państwa członkowskie nałożono wymóg zapewnienia spółce zarządzającej, która uzyskała zezwolenie na działalność wydane przez jej macierzyste państwo członkowskie, możliwości prowadzenia na terytoriach tych państw działalności (na której prowadzenie uzyskała zezwolenie) albo poprzez ustanowienie oddziału albo w ramach swobody świadczenia usług. Możliwość ta nie może być przy tym uzależniona od uzyskania zezwolenia w państwie przyjmującym lub jakichkolwiek dodatkowych wymogów kapitałowych czy zastosowania innego środka o równoważnym skutku²².

Sama procedura rozpoczęcia działalności przez spółkę zarządzającą w innym państwie członkowskim została bardzo uproszczona i sprowadza się do powiadomienia właściwych organów macierzystego państwa członkowskiego o zamiarze prowadzenia działalności i przekazania wraz z tym zawiadomieniem określonych Dyrektywą UCITS IV informacji²³. W następstwie otrzymania niniejszego powiadomienia właściwe organy macierzystego państwa członkowskiego spółki zarządzającej w terminie dwóch miesięcy – w przypadku gdy spółka zarządzająca zamierza utworzyć oddział – albo w terminie jednego miesiąca – w przypadku gdy spółka zarządzająca zamierza prowadzić działalność w ramach swobody świadczenia usług – przekazują otrzymane powiadomienie wraz z dodatkowymi informacjami właściwym organom państwa członkowskiego goszczącego spółkę zarządzającą. Po tych czynnościach spółka zarządzająca może już rozpocząć działalność w wybranym uprzednio państwie członkowskim.

¹⁹ Preambuła do Dyrektywy UCITS IV, pkt 11, s. 33.

²⁰ G. Borowski, op. cit., s. 105.

²¹ Art. 6 ust. 1 Dyrektywy UCITS IV.

²² Art. 16 ust. 1 i 2 Dyrektywy UCITS IV.

²³ Zakres informacji określa art. 17 ust. 1 i 2 oraz art. 18 ust. 1 Dyrektywy UCITS IV.

Dyrektywa UCITS IV wprowadziła także inną istotną modyfikację dotychczasowych zasad zarządzania funduszami typu UCITS, co ma swój wpływ na sposób prowadzenia przez spółki zarządzające działalności na zintegrowanym rynku Unii Europejskiej. Na podstawie art. 16 ust. 3 Dyrektywy UCITS IV, fundusz UCITS został uprawniony do swobodnego wyznaczenia spółki zarządzającej, która uzyskała zezwolenie w innym państwie członkowskim niż macierzyste państwo członkowskie funduszu lub do bycia przez taką spółkę zarządzanym. Analogicznie jak w powyższych przypadkach państwa członkowskie zostały zobligowane niniejszą dyrektywą do zapewnienia, żeby żadna spółka zarządzająca, która uzyskała zezwolenie w państwie członkowskim, nie podlegała dodatkowym wymogom ustanowionym w macierzystym państwie członkowskim UCITS²⁴.

Wprowadzenie swobody w wyborze lokalizacji dla firm zarządzających może w sposób zasadniczy wpłynąć na dotychczasowy sposób funkcjonowania wspólnotowego rynku zarządzania aktywami UCITS. Instytucje zbiorowego inwestowania zarejestrowane w różnych krajach będą mogły być zarządzane przez jedną spółkę, której siedziba będzie znajdować się w państwie członkowskim, gdzie panują najkorzystniejsze warunki do prowadzenia tego rodzaju działalności – zarówno pod względem organizacyjnym, instytucjonalnym, podatkowym, jak i regulacyjnym²⁵.

3

IMPLEMENTACJA DYREKTYWY UCITS IV W POLSCE

Wdrożenie Dyrektywy UCITS IV do krajowego porządku prawnego nie obyło się bez znacznych opóźnień. W wyniku przedłużających się prac legislacyjnych polskiemu ustawodawcy nie udało się dotrzymać określonej Dyrektywą UCITS IV daty implementacji przepisów, czyli terminu do dnia 1 lipca 2011 r. Prawodawstwo krajowe zostało dostosowane do nowych regulacji unijnych dopiero w dniu 1 lutego 2013 r.²⁶.

²⁴ Art. 19 ust. 8 Dyrektywy UCITS IV.

²⁵ T. Miziołek, *Zmiany regulacyjne na rynku instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej i ich potencjalny wpływ na funkcjonowanie rynku finansowego*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica 2010, nr 238, s. 150.

²⁶ W tym dniu weszła w życie ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2013 r., poz. 70).

W zakresie możliwości prowadzenia przez spółkę zarządzającą działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zarówno w formie oddziału, jak i w ramach swobody świadczenia usług²⁷, znowelizowana ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych²⁸ (zwana dalej Ustawą), odzwierciedla postanowienia Dyrektywy UCITS IV. Spółka zarządzająca może więc utworzyć na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oddział lub prowadzić na jej terytorium działalność w formie innej niż oddział pod warunkiem otrzymania przez Komisję Nadzoru Finansowego od właściwego organu państwa macierzystego tej spółki określonych w Dyrektywie UCITS IV dokumentów i informacji²⁹.

O ile powyższy tryb nie odbiega od wytycznych określonych w Dyrektywie UCITS IV, o tyle jednak zasadniczym zmianom poddano unijny wzorzec „swobody wyznaczenia spółki zarządzającej” przez fundusz inwestycyjny otwarty. Przejęcie zarządzania istniejącym funduszem inwestycyjnym otwartym³⁰ i prowadzenia jego spraw przez spółkę zarządzającą utworzoną w innym państwie Unii Europejskiej wymaga, zgodnie z art. 272b Ustawy, zawarcia przez tę spółkę z polskim towarzystwem funduszy inwestycyjnych umowy, na podstawie której nastąpi niniejsze przejęcie. Dodatkowo niezbędne jest uzyskanie zgody zgromadzenia uczestników funduszu na to przejęcie³¹, zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego i dokonania zmiany statutu funduszu w zakresie wskazania w nim firmy, siedziby i adresu spółki zarządzającej (która wchodzi w życie w terminie 30 dni od dnia ogłoszenia). W odniesieniu do możliwości utworzenia funduszu inwestycyjnego otwartego zarządzanego przez spółkę zarządzającą procedura jest bardzo zbliżona. Wymagane jest również zawarcie stosownej umowy z towarzystwem funduszy inwestycyjnych, które następnie złoży wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego o wydanie zezwolenia na utworzenie

²⁷ Polski ustawodawca nie posługuje się jednakże terminem „w ramach swobody świadczenia usług”, stosując zamiast tego mniej jednoznaczny zwrot „w formie innej niż oddział”.

²⁸ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

²⁹ Szczegółowy zakres tych dokumentów i informacji określają odpowiednio art. 264 ust. 3, 4 i 5b oraz art. 265 ust. 2 i ust. 3 pkt 2 Ustawy.

³⁰ Zgodnie z obowiązującym stanem prawnym, funduszami inwestycyjnymi działającymi w Polsce, spełniającymi wymagania dyrektywy UCITS (fundusze zharmonizowane z prawem wspólnotowym) są wyłącznie fundusze inwestycyjne otwarte, niebędące jednocześnie funduszami inwestycyjnymi podstawowymi i powiązаныmi – z: Uzasadnienia rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (druk sejmowy nr 729), www.sejm.gov.pl.

³¹ Jest to nowa instytucja, wprowadzona wraz z implementacją Dyrektywy UCITS IV do Ustawy.

funduszu i zatwierdzenia wyboru spółki zarządzającej. Z powyższego wynika, że umowa z lokalnym towarzystwem funduszy inwestycyjnych jest elementem niezbędnym do rozpoczęcia zarządzania przez spółkę zarządzającą funduszami UCITS w Polsce. Zawarcie przedmiotowej umowy i uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego nie powoduje jednakże przyznania spółce zarządzającej statusu organu funduszu inwestycyjnego. Nie powoduje także, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych przestaje nim być ani nie powoduje, że przestaje pełnić jakiegokolwiek funkcje w tym funduszu. Polski ustawodawca utrzymał dotychczasowe zasady funkcjonowania funduszu inwestycyjnego, zgodnie z którymi wyłącznie towarzystwo funduszy inwestycyjnych utworzone zgodnie z przepisami Ustawy jest organem funduszu inwestycyjnego otwartego, a siedziba i adres tego towarzystwa jest jednocześnie siedzibą i adresem funduszu inwestycyjnego³². Ponadto ustawodawca ograniczył wyraźnie zakres umowy o zarządzanie i prowadzenie spraw funduszu inwestycyjnego otwartego oraz dopuszczalny katalog czynności, które spółka zarządzająca może wykonywać w procesie zarządzania polskim UCITS. Zgodnie z art. 272c Ustawy spółka zarządzająca zarządza funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzi jego sprawy, z wyjątkiem wykonywania uprawnień do:

- 1) utworzenia funduszu lub subfunduszu – co oznacza, że w każdym przypadku wymagane jest złożenie wniosku o udzielenie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego otwartego lub nowego subfunduszu w ramach istniejącego funduszu (w przypadku gdy fundusz inwestycyjny jest zorganizowany jako fundusz inwestycyjny z wydzielonymi subfunduszami³³) przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych;
- 2) reprezentowania funduszu w stosunkach z osobami trzecimi – tym samym bez stosownego upoważnienia wydanego przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych spółka zarządzająca została pozbawiona samodzielności w zawieraniu umów z podmiotami trzecimi (odnosi się to zarówno do umów o charakterze *stricte* inwestycyjnym jak i do umów, na podstawie których podmiot trzeci świadczyłby na rzecz funduszu określone usługi);

³² Zgodnie z art. 4 ust. 2 i art. 5 Ustawy.

³³ Ta szczególna konstrukcja funduszu inwestycyjnego została unormowana w Rozdziale 2 Ustawy.

- 3) zmiany statutu funduszu – w praktyce więc spółka zarządzająca za każdym razem musi występować do towarzystwa funduszy inwestycyjnych o przeprowadzenie między innymi tak istotnych dla procesu zarządzania funduszem inwestycyjnym zmian jak zmiany w zakresie celu i polityki inwestycyjnej, sposobów zbywania jednostek uczestnictwa, opłat manipulacyjnych czy kosztów ponoszonych z aktywów funduszu, w tym wynagrodzenia podmiotu zarządzającego;
- 4) wyboru i zmiany depozytariusza, podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych funduszu – z czego wynika, że spółka zarządzająca nie może bezpośrednio wpływać na dobór kluczowych dla funkcjonowania funduszu inwestycyjnego podmiotów: podmiotu prowadzącego rejestr aktywów funduszu inwestycyjnego i podmiotu badającego sprawozdania finansowe funduszu inwestycyjnego;
- 5) sporządzania prospektu informacyjnego funduszu i kluczowych informacji dla inwestorów oraz zmiany ich treści – co oznacza, że na ostateczną treść i każdą zmianę najistotniejszych dokumentów informacyjnych funduszu inwestycyjnego, z którymi mają styczność inwestorzy decydujący o wyborze danego funduszu inwestycyjnego jako lokaty dla swojego kapitału, będzie mieć wpływ nie spółka zarządzająca (zainteresowana przecież jak najwyższym poziomem sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszu, którym zarządza) lecz towarzystwo funduszy inwestycyjnych (którego interes może nie być zbieżny z interesem spółki zarządzającej).

Zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym przez spółkę zarządzającą i prowadzenie jego spraw ograniczone jest także do treści pełnomocnictw, których towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest obowiązane udzielić w zakresie wyłącznie niezbędnym do wykonywania przez spółkę niniejszych czynności³⁴. Poziom uzależnienia prowadzenia przez spółkę zarządzającą działalności w zakresie zarządzania i prowadzenia spraw polskiego UCITS od lokalnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych został dodatkowo zwiększony z uwagi na brak jakichkolwiek ustawowych kryteriów ograniczających uprawnienie towarzystwa funduszy inwestycyjnych

³⁴ Art. 272c ust. 2 Ustawy.

do rozwiązania umowy ze spółką zarządzającą, poza ustanowieniem nie krótszego niż trzymiesięczny okresu wypowiedzenia umowy³⁵. Ponadto zagraniczna spółka zarządzająca może utracić możliwość zarządzania krajową instytucją wspólnego inwestowania w przypadku ogłoszenia upadłości towarzystwa lub otwarcia jego likwidacji³⁶. W wyniku zaistnienia któregośkolwiek z owych przypadków, zgodnie z art. 68 ust. 1 Ustawy, fundusz inwestycyjny jest reprezentowany przez depozytariusza i wstrzymana zostaje dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszu (ale tylko w zakresie ich zbywania, nie odkupywania). Jeżeli w terminie 3 miesięcy nie uda się znaleźć innego towarzystwa funduszy inwestycyjnych zainteresowanego przejęciem zarządzania funduszem inwestycyjnym i wstąpieniem do umowy ze spółką zarządzającą, fundusz ten, zgodnie z art. 68 ust. 2 Ustawy, ulega rozwiązaniu³⁷.

Dyskusyjne jest więc, czy powyższe wymagania i ograniczenia stanowią dopuszczalny zakres uregulowań, jakie mogą zostać ustanowione w ramach ustawodawstwa krajowego, czy przypadkiem nie wypełniają przesłanek pozwalających na uznanie, że doszło do naruszenia zakazu nieustanawiania dodatkowych wymogów dla spółki zarządzającej określonych art. 19 ust. 8 Dyrektywy UCITS IV.

4

PRZYCZYNY PRZYJĘCIA PRZEZ USTAWODAWCĘ MODELU ZARZĄDZANIA POLSKIM UCITS PRZEZ ZAGRANICZNĄ SPÓŁKĘ ZARZĄDZAJĄCĄ – PRÓBA POLEMIKI

Decyzja o przyjęciu przez ustawodawcę powyższego sposobu implementacji paszportu dla spółek zarządzających wyrażonego w Dyrektywie

³⁵ Treść art. 272c Ustawy wskazuje na pozostawienie tych kwestii wyłącznie w gestii stron, co z uwagi na zdecydowaną przewagę negocjacyjną towarzystwa funduszy inwestycyjnych może przyczynić się do wymuszania postanowień jednostronnie korzystnych.

³⁶ Zgodnie z art. 67 ust. 1 pkt 1 Ustawy ogłoszenie upadłości przez towarzystwo lub otwarcie likwidacji towarzystwa skutkuje wygaśnięciem zezwolenia na wykonywanie działalności przez polskie towarzystwo funduszy inwestycyjnych.

³⁷ Biorąc pod uwagę, że zgodnie z art. 24 ust. 8 pkt 1b Ustawy zmiany statutu funduszu inwestycyjnego w zakresie wskazania danych towarzystwa przejmującego wchodzi w życie w terminie 30 dni od dnia ogłoszenia, a bez tej zmiany nie jest możliwym, zgodnie z art. 68 ust. 3 Ustawy, rozpoczęcie zarządzania funduszem przez towarzystwo przejmujące, realny okres na „poszukiwanie” towarzystwa dla rzeczonoego funduszu ogranicza się do zaledwie 2 miesięcy.

UCITS IV była umotywowana specyficzną konstrukcją prawną polskich funduszy inwestycyjnych. Zgodnie z Ustawą fundusz inwestycyjny otwarty jest osobą prawną, której organem jest inna osoba prawna (towarzystwo funduszy inwestycyjnych) tworząca fundusz, zarządzająca nim i reprezentująca go w stosunkach z osobami trzecimi³⁸. W ocenie prawodawcy bezpośrednio zastosowanie tej konstrukcji w odniesieniu do zagranicznej spółki zarządzającej spowodowałoby, że siedzibą funduszu UCITS, utworzonego zgodnie z prawem polskim, byłaby siedziba spółki zarządzającej. Powyższe, zdaniem legislatora, wynika z przepisów Ustawy, która stanowi, że siedzibą funduszu inwestycyjnego jest siedziba zarządzającego nim towarzystwa funduszy inwestycyjnych, co jest zgodne z ogólnie przyjętą na gruncie polskiego systemu prawa koncepcją siedziby podmiotów wynikającą z art. 41 Kodeksu cywilnego³⁹. Dodatkowo w uznaniu projektodawcy⁴⁰, biorąc pod uwagę normę art. 33 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którą osobami prawnymi są jednostki organizacyjne, którym przepisy szczególne przyznają osobowość prawną, oraz art. 38 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym osoba prawna działa przez swoje organy w sposób przewidziany w ustawie i w opartym na niej statucie, materia związana z kreacją jednostki organizacyjnej jako osoby prawnej jest materia ustawową. Wyklucza to, zdaniem ustawodawcy, tworzenie osób prawnych, których organy (element konstrukcji jednostki organizacyjnej, który składa się na istotę konstrukcji określonej osoby prawnej) mogą zostać zmienione w drodze umowy, gdyż nie zostaną spełnione kryteria ustawowe⁴¹.

W ocenie projektodawcy przedstawiony model wprowadzenia do krajowego porządku prawnego paszportu spółki zarządzającej jako bazujący na dotychczas obowiązującej konstrukcji funduszu inwestycyjnego w najmniejszym możliwym stopniu ingerował w dotychczas przyjęte regulacje prawne. Pozwoliło to uniknąć konieczności modyfikacji katalogu „samodzielnych” organów funduszu, odrębnych od towarzystwa. Stwierdzono przy tym, że celem Dyrektywy UCITS IV nie było wymuszanie dokonania

³⁸ Art. 4 ust. 1 i 3 Ustawy.

³⁹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.

⁴⁰ Projektodawcą zmian do Ustawy, które miały na celu wdrożenie Dyrektywy UCITS IV, była Rada Ministrów.

⁴¹ Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, druk sejmowy nr 729 cz. I z dnia 12 września 2012 r., s. 15–16, www.sejm.gov.pl

zmian konstrukcji prawnych istniejących UCITS, a formuła dyrektywy pozwalała zaimplementować prawo unijne przy wyborze środków do tego najbardziej odpowiednich na gruncie prawa krajowego, co upoważniało do przyjęcia powyższego rozwiązania⁴².

Argumentacja ta w ocenie autora nie jest wystarczająca dla zaakceptowania przyjętego przez polskiego ustawodawcę rozwiązania polegającego na pozostawieniu towarzystwa funduszy inwestycyjnych jako organu funduszu i zarezerwowaniu dla niego szeregu istotnych kompetencji. W tym miejscu warto przynajmniej zaprezentować stanowisko doktryny odnoszące się do art. 38 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym osoby powołujące do życia określony typ osoby prawnej, mogą dowolnie kształtować treść statutu, nie naruszając jednak przepisów o charakterze *iuris cogentis*. Regulacja statutowa (umowna) nie musi mieć charakteru wyczerpującego. W takim przypadku znajdują zastosowanie przepisy dyspozytywne regulujące określony typ osoby prawnej⁴³. Nie wyklucza to więc dokonania przez ustawodawcę odgórnej regulacji w przedmiocie określenia siedziby funduszu inwestycyjnego. Warto także podkreślić, że norma art. 41 Kodeksu cywilnego określa, że siedzibą osoby prawnej jest miejscowość, w której ma siedzibę jej organ zarządzający, jeżeli ustawa lub oparty na niej statut nie stanowi inaczej. Daje to potencjalną możliwość ustawowego zdeterminowania obowiązku rejestracji funduszu w Polsce. Dopuszcza też możliwość wyznaczenia siedziby funduszu inwestycyjnego na terytorium naszego państwa, jako że siedziba osoby prawnej zarejestrowanej w Polsce powinna być usytuowana na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej⁴⁴. Jeżeli nawet Ustawa nie zawierałaby takich jednoznacznych postanowień, to konieczność posiadania siedziby w granicach Rzeczypospolitej, wynikać mogłaby również pośrednio z przepisów dotyczących obowiązku wpisu do rejestru lub przepisów o nadzorze nad funduszem inwestycyjnym⁴⁵. Nie jest bowiem wykluczone, aby ustawa lub oparty na niej statut wskazały jako siedzibę osoby prawnej inną miejscowość, niż miejscowość organu zarządzającego⁴⁶. Stąd też tylko przykładowo:

⁴² Ibidem, s. 17.

⁴³ A. Kawałko, H. Witczak, *Prawo cywilne. Zarys prawa*, Warszawa 2008, s. 102.

⁴⁴ Tak P. Nazaruk w komentarzu do art. 41 (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, LexPolonica Maxima.

⁴⁵ M. Safjan (red.), *Prawo cywilne. Część ogólna. System Prawa Prywatnego*, t. 1, Warszawa 2012, s. 1164.

⁴⁶ Ibidem, s. 1163.

- a) w odniesieniu do spółek zarządzających prowadzących działalność w formie oddziału siedzibą i adresem siedziby funduszu mógłby być adres oddziału;
- b) w odniesieniu do spółek zarządzających prowadzących działalność w ramach swobody świadczenia usług siedzibą i adresem siedziby funduszu mógłby być adres pełnomocnika do doręczeń, którego obowiązek ustanowienia przez spółkę zarządzającą wprowadzono w art. 272a ust. 7 Ustawy.

5

WNIOSKI

Rynek funduszy inwestycyjnych jest jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego w Europie⁴⁷. Na koniec czwartego kwartału 2005 r. aktywa funduszy UCITS w strefie euro wynosiły 4,53 biliona euro, co stanowiło ponad 78% aktywów całego rynku funduszy⁴⁸. Na koniec roku 2012 aktywa te wzrosły do około 6,3 biliona euro⁴⁹, co pokazuje jaką dynamiką dysponuje ten sektor. Wartość aktywów netto funduszy UCITS w Polsce jest stosunkowo niewielka w porównaniu do większości krajów Starej Europy i wynosi niespełna 20 mld euro⁵⁰. Rozwój rynku funduszy inwestycyjnych otwartych w Polsce uwarunkowany jest w szczególności funkcjonalnością przyjętych rozwiązań w obszarze działalności tych funduszy jak i podmiotów zarządzających UCITS. Podstawowa przyczyna działań transgranicznych w kontekście zarządzania funduszami inwestycyjnymi wiąże się z oczekiwaną wysoką efektywnością kosztową takich rozwiązań⁵¹.

⁴⁷ D. Żebrowska-Suchodolska, A. Karpio, *Polski rynek otwartych funduszy inwestycyjnych na tle rynku europejskiego*, Zeszyty Naukowe SGGW. Polityki europejskie, finanse i marketing, Nr 4(53), Warszawa 2010, s. 323.

⁴⁸ W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Warszawa 2007, s. 154.

⁴⁹ EFAMA, Quarterly Statistical Release, Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2012 and Results for the Full Year 2012, March 2013, N° 52, s. 2, www.efama.org.

⁵⁰ Ibidem, s. 9.

⁵¹ M. Popielas, *Harmonizacja rynku usług inwestycyjnych w Unii Europejskiej na przykładzie funduszy inwestycyjnych*, Oeconomia Copernicana 2012, 1, s. 85.

Wydawać by się mogło, że Ustawa gwarantuje spółce zarządzającej swobodę podejmowania i wykonywania działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i w odpowiedni sposób odzwierciedla ideę swobody przedsiębiorczości. Jednakże po uwzględnieniu zasad świadczenia przez spółkę zarządzającą usług w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi i prowadzenia ich spraw obraz tych swobód okazuje się zgoła odmienny. Nie sposób także oprzeć się wrażeniu, że implementując Dyrektywę UCITS IV, ustawodawca nie kierował się wyłącznie zamiarem dokonania najistotniejszych zmian w obowiązującym stanie prawnym. W efekcie stworzone rozwiązania mogą nie zachęcać spółek zarządzających z innych państw członkowskich do prowadzenia działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Wiele w tej materii zależy również od skłonności do zawierania przez polskie towarzystwa funduszy inwestycyjnych umów ze spółkami zarządzającymi w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi i prowadzenia ich spraw (zarówno w odniesieniu do istniejących, jak i nowo tworzonych funduszy UCITS). Nie trudno przewidzieć, że polskie spółki nie będą zbyt zainteresowane umożliwianiem spółkom zagranicznym prowadzenia działalności na terytorium Polski. Działalności, która będzie przecież działalnością konkurencyjną dla krajowych podmiotów. Jednakże bez udostępnienia spółkom zarządzającym polskiego rynku funduszy inwestycyjnych nie uzyska się pozytywnych efektów dla najważniejszej grupy podmiotów obecnych na tym rynku – inwestorów (uczestników funduszy). Nie uzyska się również zakładanego w Dyrektywie UCITS IV zbliżenia warunków konkurencji między przedsiębiorstwami zbiorowego inwestowania. Ograniczony dostęp do rynku to także powolniejsze wdrażanie nowych technik inwestycyjnych, różnicowania i dostosowywania produktów do zmieniających się warunków rynkowych, ograniczona możliwość skorzystania z doświadczeń państw silnie rozwiniętych w zakresie zarządzania ryzykiem czy standardów obsługi klientów⁵². Brak konkurencji ze strony podmiotów zagranicznych to także brak pozytywnych bodźców na rynek zmierzających do obniżania kosztów uczestnictwa w funduszach UCITS (opłat manipulacyjnych czy opłat za zarządzanie aktywami), co ma bezpośrednie odniesienie do otrzymywanej stopy zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa UCITS.

⁵² Ibidem, s. 84.

BIBLIOGRAFIA

- Action plan for the single market*, Communication of the Commission to the European Council, CSE 1, Bruksela 04.06.1997.
- Barcz J. (red.), *Prawo Unii Europejskiej. Zagadnienia systemowe. Prawo materialne i polityki*, Warszawa 2006.
- Biała Księga w sprawie ulepszenia ram prawnych wspólnego rynku dla funduszy inwestycyjnych*, COM 686, Bruksela 15.11.2006.
- Borowski G., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2011.
- Buchan D., *The single market and tomorrow's Europe. A progress report from the European Commission*, London 1996.
- Cardiff European Council 15 and 16 June 1998, Presidency Conclusions*, SN 150/1/98 REV 1.
- 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, 13.02.2002, s. 287.
- 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 dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w odniesieniu do inwestycji UCITS, Dz. Urz. UE L 41, 13.02.2002, s. 302.
- 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), Dz. Urz. UE L 302, 17.11.2009, s. 32.
- Dyrektywa Rady 1993/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dz. Urz. UE L 141, 11.06.1993, s. 27.
- Dyrektywa Rady 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. UE L 375, 31.12.1985.

- Financial Services: Building a framework for action*, Communication of the Commission, COM 625, Bruksela 1998.
- Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan*, Communication of the Commission, COM 232, Bruksela 11.05.1999.
- Grabitz E., Hilf M. (red.), *Swobody wspólnotowe w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską*, Warszawa 2009.
- Kawałko A., Witczak H., *Prawo cywilne. Zarys prawa*, Warszawa 2008.
- Miziołek T., *Zmiany regulacyjne na rynku instytucji wspólnego inwestowania w Unii Europejskiej i ich potencjalny wpływ na funkcjonowanie rynku finansowego*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica 2010, nr 238.
- Nazaruk P., *Komentarz do art. 41 (w:), Kodeks cywilny. Komentarz*, LexPolonica Maxima.
- Popielas M., *Harmonizacja rynku usług inwestycyjnych w Unii Europejskiej na przykładzie funduszy inwestycyjnych*, Oeconomia Copernicana 2012, nr 1.
- Proposal for a Council Directive for the coordination of laws, regulations and administrative provisions regarding collective investment undertakings for transferable securities, Official Journal of the European Communities, Vol. 19, No C 171, 26.07.1976.
- Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Warszawa 2007.
- Quarterly Statistical Release, Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2012 and Results for the Full Year 2012*, EFAMA, March 2013, No. 52, p. 2, www.efama.org.
- Safjan M. (red.), *Prawo cywilne. Część ogólna. System Prawa Prywatnego*, t. 1, Warszawa 2012.
- Traktat o Unii Europejskiej, Dz. Urz. UE C 191, 29.07.1992.
- Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, Dz. Urz. UE C 321, 29.12.2006.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U. z 2013 r., poz. 70.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.
- Uzasadnienie rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (druk sejmowy nr 729), www.sejm.gov.pl.

Zielona Księga w sprawie usprawnienia ram prawnych UE dla funduszy inwestycyjnych, COM 314, Bruksela 12.07.2005.

Żebrowska-Suchodolska D., Karpio A., Polski rynek otwartych funduszy inwestycyjnych na tle rynku europejskiego, Zeszyty Naukowe SGGW, Polityki europejskie, finanse i marketing, 2010, nr 4(53).