

SZYMON BALCAREK

ORCID: 0000-0001-9947-828X

Uniwersytet Jagielloński

## NADZÓR KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO NAD DZIAŁALNOŚCIĄ ZARZĄDZAJĄCYCH ALTERNATYWNYMI SPÓŁKAMI INWESTYCYJNYMI

Abstrakt: Celem artykułu jest przedstawienie zagadnienia nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad działalnością zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi (ZASI). Nadzór sprawowany jest na podstawie kryterium legalności, a jego nadrzędnym celem jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego. Autor dokonał klasyfikacji środków nadzoru, dzieląc je na środki nadzoru prewencyjnego oraz środki nadzoru bieżącego. Spośród środków nadzoru bieżącego wyróżnił informacyjne oraz represyjne środki nadzoru. Środki represyjne podzielił na środki *ad rem* oraz środki *in personam*. Zdaniem autora należy co do zasady w pierwszej kolejności stosować środki nadzoru możliwie najmniej dolegliwe, a dopiero gdy okażą się one nieskuteczne można skorzystać ze środków bardziej uciążliwych.

Słowa kluczowe: nadzór, alternatywna spółka inwestycyjna, rynek kapitałowy, Komisja Nadzoru Finansowego, kontrola

### 1. WPROWADZENIE — POJĘCIE NADZORU

Pojęcie nadzoru jest rozwijane w nauce prawa publicznego, zwłaszcza prawa administracyjnego, a także w naukach o organizacji i zarządzaniu. Nauka prawa administracyjnego uczyniła z nadzoru jedno z kluczowych pojęć określających relację pomiędzy podmiotami stosunków administracyjnoprawnych. Jak wskazuje Paweł Chmielnicki „wspólnym mianownikiem dla wszystkich prób definicyjnych jest to, że określają one nadzór jako relację polegającą na możliwości sprawdzania czyjejs działalności powiązanej z ograniczonymi uprawnieniami do ingerencji w tę działalność”<sup>1</sup>. Podobnie uważa Jan Zimmermann, zdaniem którego „można więc powiedzieć, że nadzór jest właśnie kontrolą dokonywaną wewnątrz aparatu administracyjnego, wzbogaconą o element władztwa administracyjnego,

<sup>1</sup> P. Chmielnicki, *Akty nadzoru nad działalnością samorządu terytorialnego w Polsce*, Warszawa 2006, rozdział 1: *Istota i zakres nadzoru nad działalnością samorządu terytorialnego*.

pozwalającego na wyprowadzanie konsekwencji z dostrzeżonych podczas kontroli uchybień w działalności organu administracyjnego lub innego podmiotu”<sup>2</sup>. Zgodnie z takim rozumieniem nadzoru, podmiot nadzorujący dysponuje środkami nadzoru, w oparciu o które ma prawo do przeprowadzenia kontroli oraz, w następstwie jej przeprowadzenia, wydania rozstrzygnięcia nadzorczego. Rozstrzygnięcie to będzie miało charakter wiążący dla podmiotu nadzorowanego i będzie wpływało na sposób jego funkcjonowania. Nadzór co do zasady nie uprawnia jednak organ nadzoru do przejmowania kompetencji podmiotów nadzorowanych<sup>3</sup>.

Pojęcia nadzoru nie należy utożsamiać z pojęciem kontroli. Kontrola bowiem polega na badaniu zgodności stanu istniejącego ze stanem postulowanym, ustaleniu zasięgu i przyczyn ewentualnej rozbieżności, a także przekazaniu wyników procedury kontrolnej podmiotowi kontrolowanemu oraz podmiotowi organizacyjnie zwierzchniemu<sup>4</sup>. Kontrola pozbawiona jest jednak uprawnień władczych wobec podmiotu kontrolowanego — ocena dokonywana przez organ kontrolny ma charakter wiążący jedynie w tym sensie, że co do zasady obejmuje możliwość kierowania do podmiotu kontrolowanego wniosków pokontrolnych<sup>5</sup>.

W niniejszym artykule zostanie szczegółowo przedstawiony nadzór Komisji Nadzoru Finansowego<sup>6</sup> nad zarządzającymi alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi<sup>7</sup>. Biorąc pod uwagę możliwość władczego ingerowania Komisji w działalność zarządzających ASI, można z całą pewnością stwierdzić, że mamy do czynienia z nadzorem, a nie kontrolą.

## 2. POJĘCIE RYNKU KAPITAŁOWEGO

Rynek finansowy obejmuje wiele sektorów gospodarki, między innymi rynek bankowy, ubezpieczeniowy, emerytalny, czy rynek kapitałowy. Rynek kapitałowy jest pojęciem węższym od rynku finansowego i stanowi jeden z jego istotnych elementów<sup>8</sup>. Definicja legalna rynku kapitałowego została zawarta w art. 2 pkt 6 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym<sup>9</sup>. Zgodnie z przyjętą przez ustawodawcę definicją jest to rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finanso-

<sup>2</sup> J. Zimmermann, *Prawo administracyjne*, Kraków 2005, s. 165.

<sup>3</sup> A. Gołębiowska, A. Kociołek-Pęksa, *Kontrola i nadzór w prawie administracyjnym — wybrane zagadnienia teoretycznoprawne i dogmatycznoprawne*, „Zeszyty Naukowe SGSP” 3, 2018, nr 67, s. 44–45.

<sup>4</sup> J. Boć, *Prawo administracyjne*, Wrocław 1996–1997, s. 329.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 88

<sup>6</sup> Dalej: Komisja.

<sup>7</sup> Dalej: zarządzający ASI.

<sup>8</sup> T. Nieborak, *Komentarz do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, art. 1, Nb. 5.

<sup>9</sup> Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2020 r. poz. 1400 ze zm.).

wych, usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania, towarów giełdowych oraz dwudniowych kontraktów na rynku kasowym. Instytucje rynku kapitałowego zostały wymienione przez ustawodawcę w sposób przykładowy<sup>10</sup> w art. 5 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Są to w szczególności takie podmioty, jak firmy inwestycyjne, spółki prowadzące rynki regulowane, banki powiernicze, fundusze inwestycyjne czy domy maklerskie.

Rynek kapitałowy jest także definiowany w nauce finansów, która przez pojęcie to rozumie platformę obrotu instrumentami finansowymi, dla których wyróżnikiem jest okres ich zapadalności, wynoszący co najmniej rok<sup>11</sup>. Podkreśla się także, że najważniejszą składową rynku kapitałowego jest jego funkcja, która wyraża się w umożliwieniu podmiotom gospodarczym pozyskania kapitału średnio- i długoterminowego, potrzebnego i wykorzystywanego w ich działalności operacyjnej i strategicznej<sup>12</sup>.

### 3. ORGAN NADZORU NAD DZIAŁALNOŚCIĄ ZARZĄDZAJĄCYCH ASI

Organem nadzoru nad rynkiem kapitałowym, w tym nad działalnością zarządzających ASI<sup>13</sup> jest Komisja Nadzoru Finansowego. Od dnia wejścia w życie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>14</sup> (19 września 2006 roku) nadzór nad rynkiem kapitałowym sprawowany jest przez Komisję Nadzoru Finansowego, która zastąpiła Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Powierzając nadzór nad rynkiem finansowym Komisji Nadzoru Finansowego utworzono w Polsce zintegrowany (uniwersalny) system nadzoru finansowego, polegający na tym, że Komisja sprawuje nadzór w wielu segmentach rynku finansowego, w tym nadzór emerytalny, ubezpieczeniowy, nad rynkiem kapitałowym, rynkiem instytucji pieniądza elektronicznego i rynkiem bankowym<sup>15</sup>. Regulacja dotycząca Komisji znajduje się w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym, natomiast szczegółowe zasady nadzoru nad poszczególnymi sektorami tego rynku regulowane są w ustawach sektorowych. Kompetencja Komisji do sprawowania nadzoru nad zarządzającymi ASI została określona w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapi-

<sup>10</sup> Katalog instytucji rynku kapitałowego nie jest zamknięty, o czym świadczy użycie przez ustawodawcę sformułowania „w szczególności”.

<sup>11</sup> P. Wajda, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011, rozdział. 1.1.3.: *Rynek kapitałowy — pojęcie*.

<sup>12</sup> *Ibidem*.

<sup>13</sup> Ustawodawca w art. 5 pkt 9a) ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wskazał, że nadzorowi Komisji podlegają podmioty prowadzące działalność na rynku kapitałowym, w szczególności zarządzający ASI w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych.

<sup>14</sup> Ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, (Dz.U. z 2020 r. poz. 2059 ze zm.).

<sup>15</sup> T. Nieborak, *op.cit.*, art. 1, Nb. 7.

tałowym, a szczegółowy sposób sprawowania nadzoru przez Komisję nad funduszami inwestycyjnymi oraz zarządzającymi ASI określa ustawa o funduszach inwestycyjnych<sup>16</sup>.

#### 4. PRZEDMIOT I KRYTERIA NADZORU NAD ZARZĄDZAJĄCYMI ASI

Wyłącznym kryterium nadzoru sprawowanego przez Komisję jest zgodność z prawem (legalność) wykonywania przez zarządzającego ASI działalności określonej w ustawie o funduszach inwestycyjnych (art. 224a ustawy o funduszach inwestycyjnych). Przedmiotem nadzoru jest działalność zarządzającego ASI określona w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Wzorcem nadzoru są wyliczone przez ustawodawcę przepisy:

- ustawy o funduszach inwestycyjnych i przepisy wydane na jej podstawie,
- bezpośrednio stosowane przepisy prawa wspólnotowego regulujące działalność w zakresie zbiorowego inwestowania oraz działalność zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi,
- ustawy o ofercie publicznej, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, ustawy o rachunkowości, ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawy o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego oraz ustawy o pracowniczych planach kapitałowych mające zastosowanie do działalności w zakresie zbiorowego inwestowania oraz działalności zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Brak użycia przez ustawodawcę określenia „w szczególności” świadczy o tym, że wyliczenie to ma charakter enumeratywny. Wobec powyższego Komisja może badać zgodność działania zarządzającego ASI tylko z przepisami wymienionymi w tym artykule. *A contrario*, badanie zgodności działalności zarządzającego ASI z innymi przepisami nie należy już do kompetencji Komisji.

#### 5. CELE NADZORU NAD ZARZĄDZAJĄCYMI ASI

Celów nadzoru nad zarządzającymi ASI należy poszukiwać w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Zgodnie z art. 4 ust. 1 tej ustawy celem nadzoru Komisji jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.

<sup>16</sup> Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2021 r. poz. 605 ze zm.)

W doktrynie prawa wskazuje się, że zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego stanowi cel nadrzędny nadzoru Komisji. Pozostałe cele nadzoru zostały zaś wymienione przez ustawodawcę w sposób przykładowy i stanowią uszczegółowienie nadrzędnego celu nadzoru<sup>17</sup>. Uzasadnienia poddania sektora funduszy inwestycyjnych (a szerzej: sektora rynku kapitałowego) nadzorowi należy szukać w skomplikowanym charakterze rynku kapitałowego. Uczestnictwo inwestorów w tym rynku wymaga od nich dużych umiejętności i wiedzy oraz wiąże się z szeregiem zagrożeń. Należą do nich na przykład ryzyko utraty zainwestowanych środków pieniężnych, niewłaściwe zarządzanie powierzonymi środkami pieniężnymi przez fundusze inwestycyjne, zagrożenie monopolizacją rynku, brak wystarczających informacji do podjęcia decyzji inwestycyjnej lub naruszenie stabilności całego rynku finansowego<sup>18</sup>. Poddanie sektora funduszy inwestycyjnych nadzorowi wynika z identyfikacji powyższych zagrożeń i woli minimalizacji skutków, jakie te zagrożenia niosą za sobą. Ponadto, jak czytamy w uzasadnieniu projektu ustawy wprowadzającej instytucję zarządzających ASI, z uwagi charakter działalności zarządzających ASI, który jest częściowo zbliżony do działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych a częściowo pokrywający się z ich działalnością, zasadne jest objęcie tych podmiotów nadzorem Komisji<sup>19</sup>.

## 6. PODMIOTY NADZOROWANE

Artykuł 5 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wskazuje, że nadzorowi Komisji podlegają podmioty prowadzące działalność na rynku kapitałowym na podstawie zezwoleń Komisji lub innego właściwego organu administracji oraz inne podmioty w zakresie, w jakim ciążą na nich określone w odrębnych przepisach obowiązki związane z uczestnictwem w tym rynku. Ustawodawca wymienia te podmioty w sposób przykładowy używając określenia „w szczególności”. Wśród podmiotów podlegających nadzorowi Komisji znajdują się zarządzający ASI, a także inne podmioty prowadzące obsługę alternatywnych funduszy inwestycyjnych, w tym podmioty, którym zostało powierzone wykonywanie obowiązków zarządzającego ASI.

Zarządzającym ASI może być wyłącznie spółka kapitałowa, w tym spółka europejska, a przedmiotem jego działalności wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, w tym wprowadzanie tej spółki do obrotu oraz zarządzanie unijnym AFI, w tym wprowadzanie tych AFI do obrotu.

<sup>17</sup> *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, art. 4, Nb 1.

<sup>18</sup> T. Nieborak, *op. cit.*, art. 1. Nb 5.

<sup>19</sup> Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, druk sejmowy nr 69, s. 39, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=69>. (dostęp: 17.11.2021).

Ustawodawca wyróżnia dwa rodzaje zarządzających ASI:

1. zarządzający ASI prowadzący działalność na podstawie zezwolenia Komisji,
2. zarządzający ASI prowadzący działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI.

Zgodnie z art. 70zb ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych działalność zarządzającego ASI nie wymaga uzyskania zezwolenia Komisji i może być wykonywana na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI, jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza zarządzać lub zarządza zarządzający ASI, nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 mln euro, a w przypadku gdy zarządzający ASI zarządza wyłącznie spółkami, które nie stosują dźwigni finansowej AFI i w których prawa uczestnictwa mogą być odkupione po co najmniej pięciu latach od momentu ich nabycia – równowartości kwoty 500 mln euro. Przekroczenie limitów określonych w art. 70zb ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych powoduje powstanie obowiązku uzyskania zezwolenia Komisji na wykonywanie działalności zarządzającego ASI.

Istotne jest także wyodrębnienie podziału na wewnętrznie i zewnętrznie zarządzających ASI. Zewnętrznie zarządzający ASI może zarządzać więcej niż jedną alternatywną spółką inwestycyjną lub więcej niż jednym unijnym AFI. Wewnętrznie zarządzający ASI może zarządzać wyłącznie daną spółką będącą alternatywną spółką inwestycyjną, nie może ponadto zarządzać unijnym AFI.

## 7. ŚRODKI NADZORU NAD ZARZĄDZAJĄCYMI ASI

Zgodnie z art. 4 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym środki nadzoru określone są w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz w przepisach odrębnych. Środki nadzoru nad zarządzającymi ASI zostały określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Nauka prawa administracyjnego stosuje różne klasyfikacje środków nadzoru. Bogdan Dolnicki w odniesieniu do środków nadzoru nad samorządem terytorialnym wprowadził podział na środki:

- informacyjno-doradcze (są najłagodniejszą formą nadzoru, ich celem jest doradztwo i pomoc organowi nadzorowanemu oraz minimalizacja stosowania środków represyjnych; jako przykład wskazuje prawo organów nadzoru do uzyskania informacji i danych na temat nadzorowanej jednostki)<sup>20</sup>,
- korygujące (polegające na korygowaniu, zmianie czy stwierdzeniu nieważności rozstrzygnięć podmiotów nadzorowanych)<sup>21</sup>,

<sup>20</sup> B. Dolnicki, *Nadzór nad samorządem terytorialnym*, [w:] *Organizacja i funkcjonowanie samorządu terytorialnego w Polsce i w Niemczech. Analiza prawnoporównawcza*, red. J. Jagoda, Katowice 2018, s. 243–244.

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 246.

— personalne (ingerencja nadzorcza dotyczy samych organów podmiotów nadzorowanych, a nie ich rozstrzygnięć)<sup>22</sup>.

Inny podział stosuje Tomasz Nieborak, który wyróżnia środki nadzoru prewencyjnego (normatywne akty administracyjne, najczęściej w formie rozporządzeń lub zarządzeń) oraz środki nadzoru bieżącego (które służą mają aktualnemu i elastycznemu nadzorowi przy wykorzystaniu indywidualnych aktów administracyjnych, takich jak decyzja administracyjna; wśród nich znajdują się środki *ad rem* i *ad personam*)<sup>23</sup>.

W niniejszym artykule został wprowadzony autorski podział środków nadzoru Komisji nad zarządzającymi ASI. Środki nadzoru zostały podzielone na środki nadzoru prewencyjnego oraz środki nadzoru bieżącego. Spośród środków nadzoru bieżącego wyróżniono informacyjne oraz represyjne środki nadzoru. Środki represyjne podzielono na środki *ad rem* oraz środki *in personam*.

### 7.1. ŚRODKI NADZORU PREWENCYJNEGO

Środkami nadzoru prewencyjnego są akty wykonawcze wydawane na podstawie upoważnień zawartych w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Przykładem takiego aktu jest Rozporządzenie Ministra Finansów 1 z dnia 6 marca 2018 roku w sprawie okresowych sprawozdań i informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej zarządzających ASI dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego<sup>24</sup>. Rozporządzenie to określa szczegółowe zasady składania przez zarządzających ASI sprawozdań i udzielania Komisji informacji.

Do środków nadzoru prewencyjnego należy także zaliczyć reglamentację działalności zarządzających ASI. Rozpoczęcie prowadzenia działalności zarządzającego ASI może nastąpić jedynie po uzyskaniu zezwolenia albo wpisu do rejestru zarządzających ASI. Ustawa o funduszach inwestycyjnych reguluje postępowania administracyjne toczące przed Komisją o udzielenie zezwolenia oraz o dokonanie wpisu do rejestru zarządzających ASI.

Wpis do rejestru zarządzających ASI Komisja dokonywany jest na wniosek zainteresowanego. W trakcie postępowania o wpis do rejestru Komisja bada przedstawione jej dokumenty nie tylko pod kątem spełnienia wymogów formalnych, ale także dokonuje ich analizy merytorycznej. Świadczy o tym postanowienie art. 70 *zc* ust. 3 pkt 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych<sup>25</sup>, zgodnie z którym Komisja wydaje decyzję o odmowie wpisu, jeżeli z analizy wniosku lub załączonych do

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 254.

<sup>23</sup> T. Nieborak, *op. cit.*, art. 1, Nb 3.

<sup>24</sup> Dz.U. z 2018 r. poz. 552.

<sup>25</sup> Pkt 1 zawiera tylko przesłanki formalne odmowy wpisu, zgodnie z tym przepisem Komisja, w drodze decyzji, odmawia wpisu zarządzającego ASI do rejestru zarządzających ASI, w przypadku gdy wniosek lub załączone do niego dokumenty nie są zgodne pod względem treści z przepisami ust. 2 oraz art. 5 rozporządzenia 231/2013 lub ze stanem faktycznym albo wniosek został złożony przez podmiot nieuprawniony.

niego dokumentów wynika, że wnioskodawca lub podmiot, któremu wnioskodawca powierzył zarządzanie ASI, mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej. Przesłanka ta ma charakter materialny i wymaga od Komisji badania dokumentów pod kątem ich zgodności z zasadami uczciwego obrotu oraz należyтым zabezpieczeniem interesu inwestorów.

Postępowanie o udzielenie zezwolenia również wszczynane jest na wniosek zainteresowanego. Podobnie jak w postępowaniu o wpis do rejestru, Komisja analizuje dokumenty pod kątem formalnym oraz bada przesłanki materialne. Decyzję o odmowie zezwolenia Komisja wydaje w przypadku, gdy wniosek lub załączone do niego dokumenty nie są zgodne pod względem treści z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym, oraz gdy członkowie organów nie spełniają wymogów formalnych określonych w ustawie, ale także, gdy:

— uzna, że wnioskodawca lub członkowie jego organów mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej,

— uzna, że wpływ osoby posiadającej bezpośrednio lub pośrednio akcje zarządzającego ASI w liczbie zapewniającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, lub 10% udziału w kapitale zakładowym, mógłby okazać się niekorzystny dla ostrożnego i stabilnego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, przestrzegania zasad uczciwego obrotu lub należytego zabezpieczenia interesu inwestorów tej spółki,

— uzna, że pozostawanie zarządzającego ASI w bliskich powiązaniach z innym podmiotem mogłoby uniemożliwić Komisji skuteczne sprawowanie nadzoru nad zarządzającym ASI, lub gdy sprawowanie takiego nadzoru byłoby utrudnione lub niemożliwe ze względu na przepisy prawa obowiązujące w miejscu siedziby lub zamieszkania tego podmiotu.

## 7.2. ŚRODKI NADZORU BIEŻĄCEGO

Środki nadzoru bieżącego dotyczą bieżącej działalności zarządzających ASI. Dolegliwość tych środków jest zróżnicowana — od mało dolegliwych obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych po środki ingerujące w znaczący sposób w działalność zarządzających ASI, takie jak administracyjne kary pieniężne czy cofnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności albo wykreślenie z rejestru zarządzających ASI.

### 7.2.1. INFORMACYJNE ŚRODKI NADZORU

Środki informacyjne obejmują przede wszystkim obowiązki zarządzającego ASI do przekazywania Komisji sprawozdań, określonych informacji oraz wyjaśnień. Ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadza rozbudowane obowiązki informacyjne zarządzających ASI. Zarządzający ASI ma obowiązek sporządzić i przekazać Komisji okresowe sprawozdania dotyczące:



— działalności inwestycyjnej wykonywanej w imieniu alternatywnych spółek inwestycyjnych,

— płynności i zarządzania ryzykiem zarządzanych alternatywnych spółek inwestycyjnych w odniesieniu do każdej alternatywnej spółki inwestycyjnej,

— stosowania dźwigni finansowej AFI w zarządzanych alternatywnych spółkach inwestycyjnych, które stosują dźwignię finansową AFI w odniesieniu do każdej alternatywnej spółki inwestycyjnej (art. 222 c ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych). Sprawozdania dotyczące stosowania dźwigni finansowej AFI przekazywane są przez Komisję niezwłocznie prezesowi Narodowego Banku Polskiego.

Zarządzający ASI ma także obowiązek przekazania Komisji na jej żądanie dodatkowych informacji niezbędnych do monitorowania skutków jego działalności o znaczeniu istotnym dla funkcjonowania rynku finansowego (art. 222 c ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych). O takim żądaniu Komisja ma obowiązek poinformować Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

Kolejnym obowiązkiem zarządzającego ASI jest wymóg przekazywania Komisji informacji uzupełniających niezbędnych do monitorowania ryzyka systemowego (art. 223e ustawy o funduszach inwestycyjnych).

Artykuł 223 ustawy o funduszach inwestycyjnych nakłada ponadto na biegłego rewidenta, który podczas badania lub przeglądu sprawozdań finansowych zarządzającego ASI stwierdzi istotne uchybienia w działalności badanego podmiotu oraz naruszenia obowiązujących przepisów, obowiązek powiadomienia Komisji o tych uchybieniach lub naruszeniach przepisów.

Ponadto, zarządzający ASI mają obowiązek dostarczania, na żądanie Komisji lub jej upoważnionego przedstawiciela, informacji, dokumentów lub wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru (art. 225 ust. 2b ustawy o funduszach inwestycyjnych). Zarządzający ASI (zarówno prowadzący działalność na podstawie zezwolenia, jak i funkcjonujący na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI) wpisani do rejestrów zarządzających EuVECA lub EuSEF mają również obowiązek dostarczania Komisji okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej w terminie wskazanym przez Komisję lub jej upoważnionego przedstawiciela (art. 225 ust. 2a. ustawy o funduszach inwestycyjnych).

Zgodnie z delegacją ustawową zawartą w art. 225 ust. 4 ustawy o funduszach inwestycyjnych wydane zostało Rozporządzenie Ministra Finansów 1 z dnia 6 marca 2018 roku w sprawie okresowych sprawozdań i informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej zarządzających ASI dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego. Zgodnie z przepisami tego rozporządzenia zarządzający ASI mają obowiązek sporządzania i przekazywania Komisji:

— sprawozdań miesięcznych,

— sprawozdań rocznych,

— informacji kwartalnych.

Sprawozdanie miesięczne dotyczy działalności, sytuacji finansowej oraz wyniku finansowego i sporządzane jest według stanu na ostatni dzień danego mie-

siąca na urzędowym formularzu. Sprawozdanie roczne musi być sporządzane być zgodnie z przepisami ustawy o rachunkowości, a także z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej. Informacje kwartalne dotyczą działalności zarządzającego w ramach zarządzania poszczególnymi spółkami inwestycyjnymi i obejmują podstawowe informacje o spółce inwestycyjnej, wybrane dane finansowe według stanu na koniec kwartału, którego informacja dotyczy, zestawienie lokat według stanu na koniec danego kwartału, zestawienie profilu płynności aktywów spółki inwestycyjnej obejmujące łączną wartość aktywów spółki inwestycyjnej, które mogą zostać zbyte lub upłynnione oraz zestawienie informacji dodatkowych o spółce inwestycyjnej.

Dodatkowe obowiązki informacyjne zostały przewidziane dla zarządzającego ASI działającego na podstawie zezwolenia Komisji. Ma on obowiązek przekazania Komisji oraz inwestorom alternatywnej spółki inwestycyjnej AFI na ich żądanie sprawozdań rocznych, sporządzonych odrębnie w odniesieniu do każdej alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zarządza. Zarządzający ma także obowiązek dostarczyć Komisji roczne sprawozdanie z funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem, roczne sprawozdanie z działalności systemu nadzoru zgodności działalności z prawem oraz roczne sprawozdanie z funkcjonowania systemu audytu wewnętrznego.

Ponadto, w art. 225a ustawy o funduszach inwestycyjnych przewidziano obowiązek dostarczania Komisji lub jej uprawnionemu przedstawicielowi informacji, dokumentów lub wyjaśnień niezbędnych do wykonywania efektywnego nadzoru przez podmiot, któremu zarządzający ASI powierzył wykonywanie czynności na podstawie zawartej w formie pisemnej umowy.

#### 7.2.2 REPRESYJNE ŚRODKI NADZORU

Represyjne środki nadzoru polegają na stosowaniu przez Komisję kroków mających na celu przywrócenie zgodności z prawem lub zgodności z interesem inwestorów działań zarządzającego ASI. Jedną z form, jakie mogą przyjąć jest wymuszenie ograniczenia lub zaprzestania działalności przez zarządzającego ASI naruszającego prawo lub interes inwestorów. Komisja dysponuje szeregiem środków represyjnych o różnym stopniu dolegliwości.

##### 7.2.2.1. ŚRODKI REPRESYJNE *AD REM*

Środki represyjne *ad rem* dotyczą samych zarządzających ASI, a nie ich konkretnych organów lub członków organów. Najmniej dolegliwym środkiem jest powiadomienie zarządzającego ASI o stwierdzonych na podstawie uzyskanych informacji, wyjaśnień i dokumentów nieprawidłowościach wraz z wyznaczeniem terminu do ich usunięcia. (art. 225 b ustawy o funduszach inwestycyjnych). Zarządzający ASI dysponuje prawem do pisemnego zgłoszenia umotywowanych zastrzeżeń do treści powiadomienia w ciągu siedmiu dni od dnia doręczenia powiadomienia. Rozpatrując zastrzeżenia, Komisja może uwzględnić je w całości lub w części

i dokonać odpowiedniej zmiany w treści powiadomienia albo nie uwzględnić zastrzeżeń, jeżeli uzna je za bezzasadne. W razie nieusunięcia nieprawidłowości w wyznaczonym terminie, Komisja może zastosować wobec podmiotu bardziej dolegliwe sankcje, takie jak nałożenie kary pieniężnej czy cofnięcie zezwolenia.

Drugim środkiem nadzoru *ad rem* jest nakazanie zarządzającemu ASI zaprzestania działań naruszających przepisy prawa. Środek ten może być stosowany, gdy:

— zarządzający ASI prowadzący działalność na podstawie zezwolenia: narusza przepisy prawa, nie wypełnia warunków określonych w zezwoleniu, przekracza zakres zezwolenia, narusza regulacje wewnętrzne, narusza interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej lub nie przestrzega zasad uczciwego obrotu, a także jeżeli zarządzana przez niego alternatywna spółka inwestycyjna narusza przepisy regulujące działalność takich spółek, przepisy ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawy o ofercie publicznej lub ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, nie przestrzega regulacji wewnętrznych ASI lub nie działa zgodnie z postanowieniami prospektu emisyjnego,

— zarządzający ASI prowadzący działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI: narusza przepisy prawa, a także jeżeli zarządzana przez niego alternatywna spółka inwestycyjna narusza przepisy regulujące działalność takich spółek, przepisy ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, ustawy o ofercie publicznej lub ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Nakaz zaprzestania działań może być stosowany wobec zarządzającego ASI niezależnie od innych środków nadzoru Komisji.

Kolejny środek nadzoru *ad rem* dotyczy stosowanej przez zarządzającego ASI dźwigni finansowej. Dźwignia finansowa to zjawisko wiążące się z wykorzystaniem kapitału obcego w strukturze finansowania przedsiębiorstwa, co ma na celu zwiększenie rentowności kapitału własnego<sup>26</sup>. Stosowanie dźwigni finansowej wiąże się jednak dla inwestora ze zwiększonym ryzykiem utraty całego kapitału w razie niepowodzenia przedsięwzięcia lub przekroczenia określonego poziomu udziału długu w stosunku do aktywów, co może skutkować jego niewypłacalnością<sup>27</sup>, a to, szczególnie w przypadku dużych podmiotów, może destabilizować rynki finansowe. Wobec tego ustawodawca przewidział uprawnienie Komisji do wydawania decyzji określającej limity dźwigni finansowej AFI, którą zarządzający ASI ma prawo stosować lub nakładającej na zarządzającego inne ograniczenia w celu zmniejszenia ryzyka związanego ze stosowaną dźwignią finansową, wyznaczając okres stosowania podjętych środków. Przesłanką do zastosowania tego środka są sytuacje, gdy stosowana przez zarządzającego ASI dźwignia finansowa AFI może przyczynić się do narastania ryzyka systemowego lub ryzyka zakłóceń na rynkach (art. 227c ustawy o funduszach inwestycyjnych).

<sup>26</sup> K. Marek-Kołodziej, I. Łapuńska, *Efekt dźwigni finansowej jako sposób na podwyższenie stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2016, nr 4, s. 414.

<sup>27</sup> D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Poznań 2002, s. 65.

Najbardziej dotkliwe środki nadzoru represyjnego *ad rem* zostały przewidziane w art. 229a ustawy o funduszach inwestycyjnych. Środki te Komisja może stosować wobec zarządzającego ASI prowadzącego działalność na podstawie zezwolenia, który:

- narusza przepisy prawa;
- narusza regulacje wewnętrzne;
- nie wypełnia warunków określonych w zezwoleniu na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI;
- przekracza zakres zezwolenia;
- narusza interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej lub unijnego AFI.

Wobec takiego zarządzającego ASI Komisja może wydać decyzję w której:

- ograniczy zakres wykonywanej działalności zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w zakresie strategii inwestycyjnych, które mogą stosować alternatywne spółki inwestycyjne, którymi zarządza lub może zarządzać ten zarządzający ASI;

- cofnie zezwolenie;
- nałoży karę pieniężną w wysokości do 5 mln zł;
- jednocześnie ograniczy zakres wykonywanej działalności i cofnie zezwolenie;

- jednocześnie cofnie zezwolenie i nałoży karę pieniężną.

W przypadku natomiast zarządzającego ASI prowadzącego działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI, który:

- narusza przepisy prawa;
- uzyskał wpis do rejestru zarządzających ASI na podstawie fałszywych oświadczeń lub dokumentów zaświadczających nieprawdę,

Komisja może, w drodze decyzji

- wykreślić zarządzającego ASI z rejestru zarządzających ASI;
- nałożyć karę pieniężną w wysokości do 5 mln zł;
- jednocześnie wykreślić z rejestru i zastosować karę pieniężną.

#### 7.2.2.2. ŚRODKI REPRESYJNE *AD PERSONAM*

Środki represyjne *ad personam* dotyczą nie samych zarządzających ASI, lecz organów zarządzającego ASI (na przykład zarządu, rady nadzorczej) lub członków tych organów. Pierwszym ze środków represyjnych *ad personam*, które może zastosować Komisja jest nałożenie kary pieniężnej bezpośrednio na członka zarządu zarządzającego ASI odpowiedzialnego za zaistniałe naruszenie. Kara taka stosowana jest wyłącznie wobec członków zarządu wewnętrznie zarządzających ASI, zamiast kary pieniężnej nałożonej na samego zarządzającego ASI. Rozwiązanie takie podyktowane jest tym, że w przypadku nałożenia kary na wewnętrznie zarządzającego ASI, z uwagi na jego strukturę, kara ta zostałaby pokryta z aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej. Doprowadziłoby to do faktycznego nało-

żenia kary na alternatywną spółkę inwestycyjną a nie na zarządzającego tą spółką, a w konsekwencji także na posiadaczy praw uczestnictwa tej spółki, co byłoby sprzeczne z celami tego środka nadzoru<sup>28</sup>. Dopuszczalne jest także łączenie tego środka ze środkami *in rem* (art. 229a ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych).

Drugim ze środków represyjnych *ad personam* jest nakazanie zarządzającemu ASI prowadzącemu działalność na podstawie zezwolenia zastąpienie albo odwołanie członków zarządu, rady nadzorczej lub osób, które mają istotny wpływ na działalność alternatywnej spółki inwestycyjnej, zatrudnionych u zarządzającego ASI lub w podmiotach, którym na podstawie umowy zlecono zarządzanie portfelem inwestycyjnym alternatywnej spółki inwestycyjnej (lub jego częścią) lub zarządzanie ryzykiem. Sankcja ta może być stosowana przez Komisję jedynie w uzasadnionych przypadkach, wraz z wyznaczeniem terminu na dokonanie zmiany, nie krótszego niż czternaście dni (art. 230 ustawy o funduszach inwestycyjnych). Z uwagi na to, że ustawodawca nie zdefiniował pojęcia uzasadnionych przypadków, a pojęcie to ma charakter nieostrej, mogą w praktyce powstawać wątpliwości co do wykładni tego terminu. Wydaje się, że uzasadnione przypadki to takie, które zagrażają osiągnięciu jednemu z celów nadzoru określonych w art. 4 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, to jest prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwu obrotu, ochronie inwestorów i innych jego uczestników, a także regułom uczciwego obrotu.

Jeżeli zarządzający ASI nie dokona zmiany w składzie organu określonym przez Komisję terminie, Komisja może w drodze decyzji nałożyć karę pieniężną na zewnątrz zarządcę ASI (do 500 tys. zł) albo na członka zarządu wewnętrznie zarządzającego ASI odpowiedzialnego za naruszenie (do 100 tys. zł). Jeżeli pomimo nałożenia kary pieniężnej zmiana nie zostanie dokonana, Komisja może, w drodze decyzji, cofnąć zezwolenie na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI.

## 8. WNIOSKI

Komisja Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru nad działalnością zarządzających ASI dysponuje szerokim zakresem środków nadzoru. Stosowanie środków nadzoru wyznaczone jest celami nadzoru, o których mowa w art. 4 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, a więc prawidłowemu funkcjonowaniu rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwu obrotu, ochronie inwestorów i innych jego uczestników, a także regułom uczciwego obrotu. Należy opowiedzieć się za poglądem, zgodnie z którym Komisja powinna stosować w pierwszej kolejności środek możliwie najmniej uciążliwy dla zarządzającego ASI. W świetle

<sup>28</sup> Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, druk sejmowy nr 69, s. 40.

dotychczasowego orzecznictwa TK wywiedziona z art. 2 Konstytucji RP zasada proporcjonalności kładzie nacisk na to, aby spośród możliwych środków działania wybierać możliwie najmniej uciążliwe dla podmiotów, wobec których mają być zastosowane, lub dolegliwe w stopniu nie większym niż jest to niezbędne dla osiągnięcia założonego celu<sup>29</sup>. Komisja powinna więc stosować środki bardziej dolegliwe dopiero w sytuacji, gdy zastosowanie mniej dolegliwego środka okazało się nieskuteczne oraz sięgać po najbardziej uciążliwe środki raczej w drodze wyjątku, w sytuacjach powodujących istotne zagrożenie stabilności rynku kapitałowego czy bezpieczeństwa inwestorów. Gdy danego celu (na przykład stabilności systemu finansowego) nie da się osiągnąć stosując łagodniejszy środek, wówczas — w drodze wyjątku — uzasadnione byłoby zastosowanie przez Komisję od razu bardziej uciążliwego środka.

## SUPERVISION OF THE FINANCIAL SUPERVISION AUTHORITY OVER THE ACTIVITY OF MANAGERS OF ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS

### Summary

The aim of the article is to present the issue of the Polish Financial Supervision Authority's oversight over the activity of the managers of alternative investment funds (AIFMs). The supervision is exercised on the basis of legality criterion and its main goal is to ensure the proper functioning of the capital market. The author classified the supervision instruments by dividing them into preventive supervision instruments and routine supervision instruments. Among routine supervision instruments he distinguished informative and repressive instruments. He then divided repressive instruments into *ad rem* and *in personam* instruments. According to the author, as a rule, the least burdensome measures of supervision should be used first, and only when they prove ineffective then should more burdensome measures be used.

Keywords: alternative investment company, capital market, Financial Supervision Authority, supervision, control

### BIBLIOGRAFIA

- Boć J., *Prawo administracyjne*, Wrocław 1996–1997.  
Chmielnicki P., *Akty nadzoru nad działalnością samorządu terytorialnego w Polsce*, Warszawa 2006.  
Dmowski A., Prokopowicz D., *Rynki finansowe*, Warszawa 2010.  
Dolnicki B., *Nadzór nad samorządem terytorialnym*, [w:] *Organizacja i funkcjonowanie samorządu terytorialnego w Polsce i w Niemczech. Analiza prawnoporównawcza*, red. J. Jagoda, Katowice 2018, s. 243–244.

<sup>29</sup> Wyrok TK z 16.07.2009 r., Kp 4/08, Legalis nr 159550.

- Gołębiowska A., Kociołek-Pęksa A., *Kontrola i nadzór w prawie administracyjnym – wybrane zagadnienia teoretycznoprawne i dogmatycznoprawne*, „Zeszyty Naukowe SGSP” 3, 2018, nr 67, s. 39–62.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*. Poznań 2002.
- Marek-Kołodziej K., Łapuńska I., *Efekt dźwigni finansowej jako sposób na podwyższenie stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 2016, nr 4, s. 413–424. <https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-35>.
- Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018.
- Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015.
- Wajda P., *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Warszawa 2011.
- Zimmermann J., *Prawo administracyjne*, Kraków 2005.