

Uniwersytet Warszawski  
Wydział Prawa i Administracji  
Instytut Nauk Prawno-Administracyjnych  
Katedra Prawa i Postępowania Administracyjnego

mgr Monika Glinka

**„Bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych –  
zagadnienia administracyjnoprawne”**

Autoreferat rozprawy doktorskiej

Promotor: prof. UW dr hab. Marcin Dyl  
Recenzenci: prof. UG dr hab. Andrzej Powalowski  
prof. UŚ dr hab. Rafał Blicharz

Warszawa 2019

## **I. Tematyka rozprawy**

Fundusze inwestycyjne funkcjonujące na rynku finansowym są atrakcyjną formą inwestowania wolnego kapitału dla osób prawnych, jak również dla osób fizycznych, z uwagi na wysokie bezpieczeństwo inwestycji oraz możliwość osiągnięcia większych zysków przy ograniczonym ryzyku finansowym względem indywidualnego inwestowania na giełdzie. Bezpieczeństwo funduszy inwestycyjnych oraz ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne wiąże się w szczególności z dywersyfikacją zarządzania portfelem instrumentów finansowych, limitami inwestycyjnymi, strukturą organizacyjną funduszu, ustawowo regulowaną instytucją depozytariusza sprawującego pieczę nad aktywami funduszu, transparentnością i dostępnością informacji o wynikach funduszu, rozdzieleniem majątku funduszy i towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz ustanowieniem mechanizmów nadzorczych o charakterze wewnętrznym oraz zewnętrznym - ze strony publicznego organu nadzoru – Komisji Nadzoru Finansowego, ze strony depozytariusza, czy też biegłego rewidenta.

Zaufanie do rynku finansowego (w tym kapitałowego) jest istotnie zależne od pewności w odniesieniu do otoczenia regulacyjnego i nadzorczego. Regulator dostrzega potrzebę zwiększania efektywności sprawowania nadzoru nad rynkiem oraz procedowania projektów aktów prawnych w celu wzmocnienia zaufania do rynku i do tworzonego prawa. Obejmuje to przede wszystkim zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio lub pośrednio funkcjonowania różnych segmentów rynku finansowego (w tym rynku kapitałowego). W aktualnie dostępnej literaturze przedmiotu, moim zdaniem publikacje traktują wycinkowo o problematyce bezpieczeństwa funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, pomijając przedstawienie problemu w ujęciu kompleksowym. Aktywność funduszy inwestycyjnych nie ma charakteru samodzielnego, gdyż uzależnienie funduszy inwestycyjnych od organów wewnętrznych i podmiotów zewnętrznych, podleganie licznym obligatoryjnym reżimom prawnym czyni ten podmiot swoistą złożoną strukturą.

W rozprawie podejmuję próbę wskazania wewnętrznych organów oraz zewnętrznych podmiotów organizacyjnych, które wpływają na bezpieczeństwo funkcjonowania otwartych funduszy inwestycyjnych oraz następnie ocenienia ich relatywnego wpływu na owe bezpieczeństwo organizacyjne działalności niniejszych funduszy inwestycyjnych.

W rozprawie zawarłam analizę dotyczącą wyłącznie otwartych funduszy inwestycyjnych. Taki wybór obszaru wynika z konstatacji, iż otwarte fundusze inwestycyjne, z uwagi na swoją konstrukcję prawną, oraz aktualnie obowiązujące normy prawne, w porównaniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, mogą być kierowane do nieograniczonej liczby inwestorów (pojedynczych inwestorów, przedsiębiorców małych i średnich), posiadają brak ograniczeń w zakresie kreowania i zbywania nowych jednostek uczestnictwa. Ponadto fundusze inwestycyjne otwarte są uznawane za najbardziej masową formę uczestnictwa w rynku kapitałowym, preferowaną przez coraz większą liczbę inwestorów indywidualnych, tym samym dotyczą największej liczby inwestorów.

## **II. Cele badawcze rozprawy**

Podstawowym celem rozprawy jest diagnoza *de lege lata* stanu prawnego i faktycznego dotycząca podmiotów zewnętrznych oraz organów wewnętrznych otwartych funduszy inwestycyjnych w Polsce, pod kątem ich realnego wpływu na bezpieczeństwo organizacyjne wyżej wymienionych funduszy inwestycyjnych, ukształtowana w szczególności na podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, jak również w oparciu o relewantne przepisy Unii Europejskiej znajdujące się w dyrektywach UCITS, które w swoim zakresie dotyczą właśnie funkcjonowania otwartych funduszy inwestycyjnych. Realizacji tego celu służy przede wszystkim uporządkowanie w jednym miejscu cech i funkcji podmiotów zewnętrznych i organów wewnętrznych pod kątem ich rzeczywistego wpływu na bezpieczeństwo organizacyjne otwartych funduszy inwestycyjnych jak również ocena przyjętych podstaw aksjologicznych i normatywnych obowiązującej regulacji. Na koniec, zadaniem niniejszej analizy jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie czy powyżej wskazane kwestie mają wpływ na zapewnienie relatywnego bezpieczeństwa inwestora zakupującego tytuły uczestnictwa w otwartym funduszu inwestycyjnym.

## **III. Metody badań oraz analizowana literatura**

W rozprawie posługuję się przede wszystkim metodą formalno-dogmatyczną analizy prawa, biorąc za podstawę pozytywne, obowiązujące przepisy, próbuję dokonać analizy w sposób systematyczny, logiczny oraz z uwzględnieniem porządku chronologicznego. Uzupełniająco wykorzystuję w rozprawie metodę historyczną, która została wykorzystana przeze mnie do prezentacji zagadnień związanych z genezą formułowania się funduszy inwestycyjnych w Polsce, ich ewolucji jak również samych przepisów prawnych poczynając od 1991 roku. W ostatnim, piątym rozdziale dokonuję analizy niemieckich aktów prawnych oraz stosuję metodę prawnoporównawczą poprzez analizę funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Niemczech przy wykorzystaniu tego samego porządku logicznego, którego użyłam przy analizie polskich otwartych funduszy inwestycyjnych.

Ponadto w rozprawie wykorzystywałam, oprócz licznych aktów normatywnych (krajowych, unijnych oraz zagranicznych), także obszerną literaturę przedmiotu z zakresu tematu pracy, w szczególności: komentarze do właściwych aktów prawnych, monografie, czasopisma, publikacje, tematyczne strony internetowe.

Akty normatywne były analizowane w obowiązujących wydaniach, chyba że z uwagi na prowadzony przeze mnie tok myślowy w rozprawie, właściwe rozważania wymagały ode mnie odniesienia się do aktów już nieobowiązujących. W rozprawie przedstawiłam również najbardziej istotne z uwagi na tematykę rozprawy orzeczenia Trybunału Konstytucyjnego oraz polskich sądów powszechnych.

Literatura przedmiotu obejmuje istotne pozycje polskie jak również obcojęzyczne (głównie w języku angielskim).

#### **IV. Konstrukcja rozprawy**

Przyjęty układ dysertacji jest wynikiem wyznaczonych celów badawczych i założonych tez pracy. Z uwagi na powyższe, moja rozprawa obejmuje pięć rozdziałów merytorycznych poświęconych kolejno: funduszowi inwestycjnemu, będącemu uczestnikiem rynku finansowego, źródłom prawa, podmiotom i organom wkomponowanym w strukturę funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, Komisji Nadzoru Finansowego, będącej organem nadzoru nad funduszami, oraz bezpieczeństwu organizacyjnemu funduszy inwestycyjnych w Niemczech. W celu zapewnienia przejrzystości pracy, w ramach rozdziałów wyróżnione zostały punkty i podpunkty.

W pierwszym rozdziale, za pomocą teoretyczno-prawnej metody badawczej z elementami dogmatyczno-prawnymi, główny nacisk został położony na wyjaśnienie podstawowych pojęć i elementów rynku finansowego, jako obszaru, w ramach którego fundusze inwestycyjne prowadzą swoją działalność oraz przedstawienie funduszu inwestycyjnego jako uczestnika tegoż właśnie rynku. W zakresie rynku finansowego opisano strukturę rynku finansowego, jego segmenty oraz funkcje; instytucje rynku finansowego, uczestników rynku finansowego, wpływu rynku finansowego na gospodarkę oraz nadzoru organu publicznego nad tym właśnie rynkiem. Głównym założeniem tej części pracy, poza wskazanymi powyżej kwestiami teoretycznymi, jest wykazanie kluczowej roli, jaką pełni rynek finansowy w gospodarce krajowej, z uwagi na długofalowy i optymalny rozwój tej gospodarki za pośrednictwem działalności swoich instytucji, uczestników, w tym funduszy inwestycyjnych. Ponadto, rynek finansowy umożliwia zwiększenie efektywności wykorzystania zasobów w gospodarce. Kiedy nie ma takiego rynku, zasoby niewykorzystane przez poszczególne podmioty na cele konsumpcji muszą być przez nie zakumulowane w postaci inwestycji rzeczowych. Tymczasem podmioty dysponujące oszczędnościami nie zawsze mają możliwości najbardziej efektywnego wykorzystania zasobów rzeczowych. Tym samym, dzięki istnieniu rynku finansowego możliwy jest transfer zasobów rzeczowych do najbardziej efektywnych zastosowań, co zwiększa ogólny poziom efektywności wykorzystania tych zasobów i przyspiesza rozwój gospodarczy kraju.

W dalszej części pierwszego rozdziału doprecyzowano termin fundusz inwestycyjny, w tym omówiono istotę prawną powiernictwa, mechanizm funkcjonowania funduszy, klasyfikację funduszy, funkcjonujące tytuły uczestnictwa funduszu, znaczenie i wpływ funduszy na gospodarkę oraz omówiono rozwój funduszy inwestycyjnych jak i ich regulacje. W tej części pracy szczególny nacisk został przede wszystkim położony na wykazanie, iż fundusz inwestycyjny pełni znaczącą rolę jako uczestnik na rynku finansowym, podlega licznym restrykcyjnym aktom prawnym prawa polskiego oraz prawa Unii Europejskiej. Nadzór nad nim, w pełni uzasadniony, pełni organ administracji publicznej – Komisja Nadzoru Finansowego.

W rozdziale drugim poruszona została kwestia źródeł prawa, będących podstawą funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, poczynając od chronologicznego opisu regulacji unijnych (Dyrektywy UCTIS), kończąc na krajowym reżimie prawnym, wskazując ostatecznie postulaty *de lege lata*. W tym miejscu należy dodać, iż w ostatnich latach europejski rynek funduszy inwestycyjnych, funkcjonujący pod

rządami dyrektyw UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* – UCITS), był jednym z najdynamiczniej rozwijających się segmentów europejskiego rynku finansowego. Dzięki implementacji przepisów dyrektyw UCITS I–III europejskie fundusze inwestycyjne stały się marką rozpoznawalną nie tylko w Europie, ale także na całym świecie. Kolejne zagadnienia, zawarte w niniejszym rozdziale, obejmują: wpływ regulacji unijnych UCITS na ustawodawstwo polskie, historię regulacji funduszy inwestycyjnych w Polsce oraz obowiązujący stan prawny w zakresie tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz TFI. Akty wykonawcze do ustawy o funduszach inwestycyjnych wydawane na podstawie upoważnienia ustawowego oraz wpływ rekomendacji i uchwał Komisji Nadzoru Finansowego, które mają charakter wiążący na działalność funduszy inwestycyjnych. Rozdział wieńczy podsumowanie wpływu obowiązujących przepisów na działalność funduszy inwestycyjnych. Dominującym założeniem tego rozdziału jest wykazanie, jak znaczący i szeroki wpływ na polskie ustawodawstwo funduszy inwestycyjnych oraz na kształt podmiotów i organów zaangażowanych w działalność funduszy inwestycyjnych mają Dyrektywy UCITS. W zakresie regulacji prawa polskiego podjęłam próbę udowodnienia, iż środowisko funduszy inwestycyjnych musi przestrzegać licznych zapisów prawnych, które istotnie wpływają na ich kształt i codzienne funkcjonowanie.

Przedmiotem trzeciego rozdziału są zagadnienia dotyczące struktury organizacyjnej funduszy inwestycyjnych obejmujące podmioty zewnętrzne i organy wewnętrzne funduszy inwestycyjnych. W tym rozdziale dokonałam kompleksowego badania zasad działania i kompetencji towarzystw funduszy inwestycyjnych, sądu rejestrującego fundusze, depozytariusza oraz biegłego rewidenta - będących podmiotami zewnętrznymi funduszu inwestycyjnego. Następnie dokonałam podobnej analizy organów funduszu o charakterze wewnętrznym, do których zalicza się radę inwestorów, zgromadzenie inwestorów lub zgromadzenie uczestników, przy czym istotne jest doprecyzowanie, iż organy te nie funkcjonują obligatoryjnie w otwartych funduszach inwestycyjnych. W dalszej kolejności przeanalizowałam podmioty, którym towarzystwo funduszy inwestycyjnych może powierzyć wykonywanie swoich obowiązków. W tym rozdziale starałam się udowodnić, iż, z uwagi na szereg kompetencji tych podmiotów i organów funduszu inwestycyjnego, obligatoryjne funkcjonowanie wraz z funduszem inwestycyjnym podmiotów wyspecjalizowanych, mających konkretne kompetencje, ustawodawca zwiększył bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych.

Kolejny, czwarty rozdział został w całości poświęcony Komisji Nadzoru Finansowego, która jest w Polsce centralnym organem nadzoru m.in. nad funduszami inwestycyjnymi. Swoista sieć bezpieczeństwa finansowego, w której swoje miejsce zajmuje między innymi Komisja Nadzoru Finansowego, jest istotna dla utrzymania bezpieczeństwa instytucji i rynków finansowych, spełnia ona swoistą rolę „anioła stróża”. Organ nadzoru, korzystając z przyznaných mu środków, realizuje funkcję nadzoru, a jego celem jest zapewnienie prawidłowości organizacji oraz działania organu nadzorowanego a także usuwanie stwierdzonych uchybień. W tym rozdziale przedstawiono rys historyczny niniejszej instytucji, wskazano podstawowe funkcje, jakie pełni w obszarze rynków finansowych, opisano szeroko jej prawne formy działania, kompetencje nadzorcze wobec towarzystw funduszy inwestycyjnych, kompetencje nadzorcze w ramach tworzenia i działalności funduszy inwestycyjnych, a także uprawnienia nadzorcze w zakresie łączenia, przejęcia zarządzania, przekształcenia, rozwiązywania i likwidacji funduszy inwestycyjnych. Niniejsza, czwarta część pracy zawiera także zwięzłe wyjaśnienie bogato opisywanego w literaturze przedmiotu pojęcia nadzoru w systemie władzy publicznej, zaś na końcu zawarte zostało podsumowanie roli Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie budowania i realizacji bezpieczeństwa działalności funduszy inwestycyjnych. Celem nadzoru finansowego jest przede wszystkim zapewnienie stabilności systemu finansowego. Realizacja celów nadzoru na rynku finansowym powinna być jednak osiągnięta przy zagwarantowaniu instytucjom nadzorowanym swobody podejmowania decyzji gospodarczych oraz równych warunków uczestnictwa w rynku finansowym. W rozdziale tym podjęłam próbę udowodnienia swojej tezy, mówiącej o szerokich i doniosłych kompetencjach nadzorczych Komisji Nadzoru Finansowego, które moim zdaniem gwarantują, głównie poprzez niezależność organu państwowego, zwiększone bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych.

Ostatni, piąty rozdział ma charakter prawno-porównawczy i poświęcony został regulacji rynku funduszy inwestycyjnych w Niemczech i bezpieczeństwu organizacyjnemu niemieckich funduszy inwestycyjnych. Dla celów niniejszej rozprawy wybrałam państwo - Niemcy oraz zdecydowałam się dokonać analizy prawno-porównawczej niemieckiego systemu funduszy inwestycyjnych oraz niemieckiego systemu organu nadzoru nad rynkiem finansowym - *Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, w szczególności, z uwagi na fakt, iż niemiecki rynek finansowy (w tym rynek funduszy inwestycyjnych) uznawany jest za jeden

z najsolidniejszych, najbardziej stabilnych jak i rozwiniętych w Europie, jest on znany z tego, iż inwestują na nim największe fundusze inwestycyjne na świecie oraz najbardziej zamożni inwestorzy – wartość aktywów zarządzanych na rynku niemieckim przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych rok rocznie rośnie i jest podawany w kilkuset miliardach Euro. Ponadto, Niemcy podobnie jak i Polska są członkiem Unii Europejskiej oraz obowiązuje w tym kraju ten sam system prawa tj. system prawa stanowionego. Należy również nadmienić, iż w historii prawa Polski zdarzyło się już, iż polski system prawny korzystał w rozwiązaniach prawa niemieckiego, dlatego też warto moim zdaniem niemieckie regulacje dot. funduszy inwestycyjnych przeanalizować w niniejszej rozprawie.

W tej części pracy omówiłam rozwój niemieckiego rynku finansowego, historyczne regulacje prawne dotyczące funduszy inwestycyjnych, działalność funduszy inwestycyjnych w Niemczech, wpływ prawa unijnego na obowiązujące regulacje prawne, strukturę organizacyjną funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, wpływ niemieckiego organu nadzoru na bezpieczeństwo funduszy inwestycyjnych. Na koniec niniejszego rozdziału dokonałam porównania działalności polskiego i niemieckiego organu nadzoru oraz porównania niemieckich funduszy inwestycyjnych z polskimi funduszami inwestycyjnymi w kontekście szeroko rozumianego bezpieczeństwa organizacyjnego.

Każdy z powyżej wskazanych rozdziałów kończy się podsumowaniem ułatwiającym ocenę założonych hipotez badawczych, składających się na główny przedmiot niniejszej rozprawy – kompleksową analizę bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych. Rozdział ostatni zawiera natomiast ogólne wnioski wysunięte z wcześniej poczynionych rozważań, weryfikację hipotez i tez badawczych.

## **V. Hipotezy**

W niniejszej pracy przyjęte zostały przede mną trzy, następujące hipotezy robocze, po pierwsze przepisy prawa unijnego w coraz to większym stopniu wpływają na funkcjonowanie oraz działalność funduszy inwestycyjnych działających na rynku polskim, nakładając coraz więcej restrykcji i obowiązków, które prowadzą do zwiększenia bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych

Drugą hipotezą jest stwierdzenie, iż działalność organizacyjna funduszy inwestycyjnych jest ściśle uregulowana literą prawa w zakresie jego funkcjonowania,

jak również kontrolowana poprzez organy wewnętrzne i podmioty zewnętrzne funduszu inwestycyjnego, co należy uznać za jak najbardziej właściwą praktykę ustawodawcy, która, z uwagi na liczne kompetencje tych podmiotów i organów, gwarantuje zwiększone bezpieczeństwo organizacyjne i stabilność funduszy inwestycyjnych.

Ostatnią, trzecią moją hipotezą jest stwierdzenie, iż działalność nadzorcza Komisji Nadzoru Finansowego nad funduszami inwestycyjnymi ma charakter bardzo szeroki, jednak słusznym założeniem ustawodawcy jest, aby, w celu bezpieczeństwa organizacyjnego uczestników funduszy inwestycyjnych, jak i samych funduszy, fundusze inwestycyjne podlegały nadzorowi zewnętrznemu w postaci niezależnego organu państwowego - Komisji Nadzoru Finansowego.

## **VI. Tezy rozprawy**

Celem rozprawy jest przedstawienie i usystematyzowanie organizacyjnych elementów bezpieczeństwa otwartych funduszy inwestycyjnych. Cel ten moim zdaniem został w rozprawie zrealizowany, gdyż na łamach niniejszej pracy zaprezentowano wiele elementów konstrukcyjnych funduszy inwestycyjnych, tj. jego strukturę wewnętrzną i zewnętrzną, która w sposób profesjonalny pełni liczne funkcje mające na celu kontrolować stabilne funkcjonowanie funduszu inwestycyjnego, opisany został również system zbiorowego inwestowania, który, co do zasady, zapewnia bezpieczeństwo inwestowania w fundusze inwestycyjne i ma na celu ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. Kolejnym aspektem, który został przeze mnie w rozprawie szczegółowo opisany jest kwestia licznych regulacji o wymiarze krajowym jak i unijnym, jakim fundusze inwestycyjne podlegają, co także należy traktować jako swoiste bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych, które w konsekwencji buduje zaufanie inwestora do funduszy inwestycyjnych i pozwala mu na zainwestowanie jego kapitału w tytuły uczestnictwa.

We wstępie sformułowane zostały przez mnie trzy hipotezy robocze, które zostały wskazane w punkcie powyżej i które należy w tym miejscu potwierdzić lub im zaprzeczyć.

W świetle postawionych hipotez, na bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych wpływa przede wszystkim działalność ustawodawcza Unii Europejskiej, jakiej Polska podlega od momentu akcesji do Unii Europejskiej – moim

zdaniem przepisy prawa unijnego w coraz to większym stopniu wpływają na funkcjonowanie oraz działalność funduszy inwestycyjnych działających na rynku polskim, w wyniku nakładania coraz większej liczby ograniczeń i obowiązków, co w konsekwencji prowadzi do zwiększenia się bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych. Kolejna hipoteza jaką postawiłam dotyczyła zakresu i pozytywnego wpływu organów funduszy inwestycyjnych i ich podmiotów zewnętrznych na bezpieczeństwo organizacyjne funduszy inwestycyjnych, które w wyniku realizowania swoich kompetencji w sposób fachowy wpływają na zwiększenie się bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych i ich stabilne funkcjonowanie. Trzecia hipoteza dotyczyła kompetencji nadzorczych publicznego organu nadzoru – Komisji Nadzoru Finansowego, moim zdaniem działalność nadzorcza Komisji Nadzoru Finansowego nad funduszami inwestycyjnymi ma charakter bardzo szeroki, jednak słusznym założeniem ustawodawcy jest, aby, w celu bezpieczeństwa organizacyjnego uczestników funduszy inwestycyjnych, jak i samych funduszy, fundusze inwestycyjne podlegały nadzorowi zewnętrznemu w postaci niezależnego organu państwowego.

Pierwszą hipotezę należy uznać za prawdziwą. Przepisy prawa unijnego w coraz to większym stopniu wpływają na funkcjonowanie oraz działalność funduszy inwestycyjnych działających na rynku polskim, nakładając coraz więcej restrykcji i obowiązków, które prowadzą do zwiększenia bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych. Prawo unijne w zakresie funduszy inwestycyjnych dąży do harmonizacji systemu zbiorowego zarządzania oraz zapewnienia bezpieczeństwa inwestowania w fundusze inwestycyjne oraz zniesienia ograniczeń w działalności inwestycyjnej na wspólnym rynku unijnym. Przejawem rozwoju bezpieczeństwa funduszy inwestycyjnych w prawie unijnym jest przede wszystkim wydanie dyrektywy UCITS. Do niezaprzeczalnych standardów prawa unijnego należy, w szczególności: niezależna pozycja depozytariusza, niezależna pozycja biegłego rewidenta, limity inwestycyjne, dywersyfikacja zarządzania portfelem, wymogi wobec spółek zarządzających, system zarządzania ryzykiem, mechanizmy kontroli ryzyka, obowiązki informacyjne.

Według drugiej hipotezy, działalność organizacyjna funduszy inwestycyjnych jest ściśle powiązana ze stałym funkcjonowaniem, razem z nimi, organów wewnętrznych oraz podmiotów zewnętrznych, co należy uznać za właściwą praktykę. Tak, niniejsza hipoteza także została udowodniona w tejże rozprawie. Istotną rolę w zapewnieniu

bezpieczeństwa funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce odgrywają podmioty zewnętrzne oraz organy wewnętrzne funduszy inwestycyjnych. Konstrukcja Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), jako organu zarządzającego funduszem inwestycyjnym, spełniającego wysokie wymogi kapitałowe, działającego w interesie uczestników (inwestorów), którego majątek jest odrębny od majątku funduszu inwestycyjnego oraz ponoszącego odpowiedzialność za niewykonywanie swoich obowiązków i ewentualne naruszenie przepisów prawa ewidentnie ma za zadanie zapewnić bezpieczeństwo funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Także wymogi dotyczące depozytariuszy, jego zadania oraz obowiązki, w tym o charakterze nadzorczym, odpowiedzialność depozytariusza w sytuacji utraty instrumentów finansowych czy innych strat, zasady powierzania obowiązków depozytariusza innym podmiotom, wpływają w zasadniczym stopniu na bezpieczeństwo funduszy. Bezpieczeństwo funduszy inwestycyjnych wzmacnia ponadto rola sądu rejestrowego, biegłego rewidenta i pozostałych organów wewnętrznych sprawujących nadzór właścicielski. Przepisy ściśle regulują także wymagania wobec podmiotów, którym zlecane są obowiązki przez TFI oraz zasady dokonania *outsourcingu* w zakresie dystrybucji i odkupowania jednostek uczestnictwa, zarządzania, ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego.

Kolejna hipoteza także została udowodniona, gdyż zasadnym jest, aby fundusze inwestycyjne podlegały nadzorowi zewnętrznemu w postaci niezależnego organu, którym w Polsce jest Komisja Nadzoru Finansowego. Nadzór (KNF) ze strony organu publicznego jest bardzo szeroki, KNF przysługuje szereg środków nadzorczych jak: czynności kontrolne, udzielanie zezwolenia na prowadzenie działalności inwestycyjnej, udzielanie zgody na określone czynności prawne, zatwierdzanie wyboru oraz zmianę depozytariusza, zatwierdzanie umów *outsourcingu*, zakazywanie lub nakazywanie podjęcia określonych działań, nakładanie kar pieniężnych etc. Wszystkie te środki nadzorcze zapewniają przestrzeganie przepisów prawa przez TFI, depozytariuszy, spółki zarządzające funduszami inwestycyjnymi wręcz mobilizują je do organizowania swego funkcjonowania zgodnie z literą prawa i bezwzględnie są moim zdaniem realnym elementem bezpieczeństwa systemu zbiorowego inwestowania.

Konkludując należy jednoznacznie stwierdzić, że inwestowanie w fundusze inwestycyjne jest, co do zasady, bezpieczne, chociaż nigdy nie będzie pozbawione całkowitego ryzyka inwestycyjnego - bowiem tym charakteryzuje się inwestowanie na rynku finansowym. Tym niemniej, zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych

minimalizują ryzyko inwestycyjne, a interesy inwestorów są chronione przez wiele obowiązujących rozwiązań prawnych, które są chronicznie nakładane przez ustawodawcę. Analiza aktów prawnych dostarczyła licznych organizacyjnych standardów bezpieczeństwa otwartych funduszy inwestycyjnych.

Konsekwencją bezpieczeństwa organizacyjnego funduszy inwestycyjnych jest atrakcyjność inwestowania w fundusze inwestycyjne oraz stabilizacja i rozwój rynków finansowych. Jednocześnie należy podkreślić, że w całej UE funkcjonuje jednolity minimalny poziom bezpieczeństwa funduszy inwestycyjnych, który z roku na rok ulega zwiększeniu na mocy implementowania kolejnych dyrektyw UCITS, a państwa członkowskie są zobligowane wdrażać je do własnego systemu krajowego.