

Wprowadzenie

Otoczenie regulacyjne towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Prawna regulacja rynku kapitałowego, w jakiej osadzona jest działalność towarzystwa funduszy inwestycyjnych, należy do obszarów publicznego prawa gospodarczego jako „systemu zasad i norm prawnych o istotnym znaczeniu dla procesu gospodarowania (działalności gospodarczej), a w szczególności regulujących oddziaływanie państwa na gospodarkę”¹ oraz sposoby i zasady tej ingerencji². Publiczne prawo gospodarcze uznaje się za odrębną gałąź prawa z wyraźnie określonymi granicami³, jego głównym przedmiotem są funkcje państwa w gospodarce⁴. „Przepisy publicznego prawa gospodarczego adresowane są w szerokim zakresie do organów administracji publicznej — administracji gospodarczej, którym powierzają wykonywanie różnego rodzaju funkcji publicznych”⁵. Interes publiczny w przypadku rynku kapitałowego utożsamiany jest z zapewnieniem jego prawidłowego funkcjonowania⁶, stabilności, transparentności, zaufania, bezpieczeństwa oraz przestrzegania reguł uczciwego obrotu, jak również

1 Tak K. Strzyczkowski, *Prawo gospodarcze publiczne*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 45.

2 Ł. Dubiński, *Indywidualny akt administracji gospodarczej (próba zdefiniowania)*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019, s. 134.

3 Por. M. Chołodecki, *Zasady publicznego prawa gospodarczego*, w: *Państwo a przedsiębiorca — aktualne wyzwania...*, s. 31; T. Rabska, *Refleksje nad nauką publicznego prawa gospodarczego*, „Roczniki Nauk Prawnych” 2011, t. 21, nr 1, s. 269.

4 T. Rabska, *Jakie prawo gospodarcze? Próba odpowiedzi*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1993, z. 1, s. 21 i n.

5 Zob. T. Rabska, *Działania administracji publicznej w świetle współczesnej koncepcji publicznego prawa gospodarczego*, w: *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, K. Kokocińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009, s. 26.

6 Por. M. Daniluk, *Struktura rynku kapitałowego w gospodarce rynkowej*, „Zarządzanie. Teoria i Praktyka” 2010, nr 2, s. 83—96; M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, „Bank i Kredyt” 1995, vol. 13, s. 7.

z ochroną interesu prywatnego⁷, co sprowadza się do ochrony interesów inwestorów oraz pozostałych uczestników rynku kapitałowego⁸. Współistnienie w ramach prawa rynku kapitałowego norm prawa administracyjnego z regulacjami o charakterze cywilnoprawnym i karnoprawnym wpływa na jego interdyscyplinarny charakter⁹, który wymusza potrzebę regulacyjną poprzez określenie właściwych mechanizmów nadzorczych również w innych niż prawo administracyjne gałęziach prawa¹⁰. Dominacja regulacji administracyjnoprawnej jest jednak na tyle znaczna, że to nadzorowi administracyjnemu przypisuje się przymiot zasady obowiązującej na rynku kapitałowym¹¹. Konstrukcje norm prawnych w obszarze nadzoru warunkują zastosowanie określonego środka nadzorczego

7 W doktrynie prawa rynku kapitałowego wskazuje się na dualizm wymienionych tu celów — przejawia się on w ochronie zarówno interesu publicznego, jak i prywatnego. Zob. T. Nieborak, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym. Komentarz*, red. T. Nieborak, T. Sójka, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 69 i n.; T. Nieborak, w: *Prawo rynku kapitałowego*, red. T. Sójka, Wolters Kluwer, Warszawa 2015, s. 1436—1443; M. Wędrychowski, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 1775—1776; A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 24—25.

8 Zob. A. Żurawik, *Klauzula interesu publicznego w prawie gospodarczym krajowym i unijnym*, „Europejski Przegląd Sądowy” 2012, nr 12, s. 24 i n.; R. Blicharz, M. Kania, *Klauzula interesu publicznego w publicznym prawie gospodarczym*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2010, nr 5, s. 19 i n.; E. Modliński, *Pojęcie interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Warszawa 1932; J. Chmielewski, *Pojęcie nadrzędnego interesu publicznego w prawie administracyjnym*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 238—248; J. Blicharz, *Kategoria interesu publicznego jako przedmiot działania administracji publicznej*, „Acta Universitatis Wratislaviensis. Przegląd Prawa i Administracji” 2004, t. 40, s. 39; M. Stahl, *Dobro wspólne w prawie administracyjnym*, w: *Nowe problemy badawcze w teorii prawa administracyjnego*, red. J. Boć, A. Chajbowicz, Kolonia Limited, Wrocław 2009, s. 47—50; A. Żurawik, „*Interes publiczny*”, „*interes społeczny*” i „*interes społecznie uzasadniony*”. *Próba dookreślenia pojęć*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2013, z. 2, s. 57—69.

9 Zob. A. Lichosik, *Interdyscyplinarny charakter prawa rynku kapitałowego*, w: *Wzajemne oddziaływanie gałęzi prawa publicznego i prywatnego*, red. P. Bieś-Srokosz, J. Srokosz, E. Żelasko-Makowska, Wydawnictwo im. S. Podobińskiego Akademii im. Jana Długosza, Częstochowa 2017, s. 27—42; M. Mariański, *Rynek finansowy jako miejsce przenikania się norm prawa prywatnego i prawa publicznego*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. 100, s. 123—134.

10 M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2012, s. 302; M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, „Bank i Kredyt” 1995, vol. 13, s. 7; P. Wajda, *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3, s. 45—49.

11 Zob. A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 18—19; R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 2013, s. 41—42; M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 63—65, 165; J. Róg-Dyrda, *Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym akcjami*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2018, s. 121—126.

względem podmiotów nadzorowanych, co zgodnie z zasadą praworządności może się dokonać jedynie na podstawie i w granicach prawa. W zależności od zakresu nadzoru podmiotowego i przedmiotowego regulacje prawne przyznają organom nadzoru rozmaite kompetencje¹². Coraz szerszy zakres uprawnień przyśługujących organowi nadzoru cechuje się także tym, że wkracza w sferę prawa prywatnego, co część doktryny kwalifikuje jako przesłankę pozwalającą mówić już o nowej gałęzi prawa¹³.

Każda z gałęzi prawa posiada własne, niepowtarzalne cechy charakterystyczne oraz uznaje — poza wartościami o charakterze ponaddyscyplinarnym — odmienny katalog wartości, na jakich opiera się aksjologiczne uzasadnienie właściwych jej norm¹⁴. Wartości te wyznaczają także relacje pomiędzy państwem (w tym jego administracją) a gospodarką, co pozwala skonstruować system wartości powodujący określone konsekwencje. Instytucje prawne i prawne formy działania administracji publicznej powinny bowiem uwzględniać element wartościujący¹⁵. Aksjologiczne uzasadnienie norm prawnej regulacji rynku kapitałowego upatruje się głównie w zapewnieniu porządku i gwarancji bezpieczeństwa obrotu (rynku kapitałowego), bezpieczeństwa i ochrony interesów inwestorów, rzetelności, uczciwości, prawidłowości i legalności obrotu instrumentami finansowymi, a także zaufania do obrotu i jego uczestników¹⁶. Potrzeba ochrony jednej z grup wartości, którą dana norma administracyjna szczególnie chroni, rozpatrywana w kontekście poszukiwania proporcji pomiędzy stosowanym środkiem nadzoru i jego uciążliwością dla podmiotu administrowanego a poziomem ochrony interesu publicznego stała się przyczynkiem do powstania

12 Por. R. Blicharz, *Kryteria nadzoru Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w świetle prawnych form jej działania*, w: *Instrumenty i formy prawne działania administracji gospodarczej*, red. B. Popowska, K. Kokocińska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2009, s. 269—271; R. Blicharz, *Nadzór państwa nad rynkiem kapitałowym*, w: *Prawo gospodarcze publiczne*, red. A. Powąłowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015, s. 308—309.

13 Zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym...*, s. 63—66; A. Lichosik, *Swoiste źródła prawa rynku kapitałowego*, w: *Swoiste źródła prawa*, red. B. Dolnicki, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 87—88.

14 Zob. A. Powąłowski, *Wprowadzenie do aksjologii prawa gospodarczego publicznego*, w: *Państwo a przedsiębiorca. Aktualne wyzwania*, red. A. Borkowski, W. Małecki, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2019, s. 228—229.

15 Por. K. Kokocińska, *Gwarancyjny charakter zasad prawa — rozważania na tle ustawy — Prawo przedsiębiorców*, w: *Prawo przedsiębiorcy*, red. R. Blicharz, A. Powąłowski, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 22.

16 Zob. szerzej: A. Lichosik, *Aksjologia stosowania prawa rynku kapitałowego*, w: *Aksjologia prawa administracyjnego*, t. 1, red. J. Zimmermann, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2017, s. 913—924.

prezentowanej monografii. W przypadku niniejszego opracowania chronioną grupą wartości jest interes uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, dla których świadczy ono usługi, a także utrzymanie zaufania do towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz zarządzanych przez nie funduszy inwestycyjnych.

Specyfika towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Specyfika towarzystwa funduszy inwestycyjnych sprowadza się do ograniczonego przedmiotu działalności gospodarczej prowadzonej przez towarzystwo oraz do dodatkowych obostrzeń o charakterze korporacyjnym, jakie z tego rodzaju podmiotem prawa są związane. Zasady tworzenia i funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz samych funduszy inwestycyjnych określa ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹⁷. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych zgodnie z art. 5 pkt 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹⁸ zaliczane jest do podmiotów nadzorowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego. Z tego względu może funkcjonować wyłącznie po uzyskaniu zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na wykonywanie podstawowej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych określonej w art. 45 ust. 1 u.f.i. (zezwolenie na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych)¹⁹. Zgodnie z tym przepisem towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest podmiotem, którego wyłącznym przedmiotem działalności jest tworzenie funduszy inwestycyjnych otwartych lub funduszy zagranicznych, zarządzanie nimi, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych²⁰. Za zezwoleniem Komisji Nadzoru Finansowego towarzystwo funduszy inwestycyjnych może rozszerzyć przedmiot działalności m.in. o tworzenie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwar-

17 Dz.U. z 2004 r. Nr 146 poz. 1546 z późn. zm.; dalej jako: ustawa o funduszach inwestycyjnych lub w skrócie: u.f.i.

18 Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537 z późn. zm., w skrócie: u.n.r.k.

19 Na temat fundamentalnej zasady publicznego prawa gospodarczego, jaką jest zasada wolności gospodarczej, oraz nowych uregulowań w tworzeniu podstaw prawnych przedsiębiorczości zob. szerzej: A. Dobaczewska, *Zasady prawne relacji przedsiębiorców z organami władzy publicznej*, w: *Państwo a przedsiębiorca. Aktualne wyzwania...*, s. 53—54.

20 Zob. R. Blicharz, *Tworzenie funduszy inwestycyjnych — wybrane zagadnienia*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2003, nr 5, s. 2.

tych i funduszy inwestycyjnych zamkniętych, zarządzanie tymi funduszami, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, a także reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie unijnymi alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w tym wprowadzanie ich do obrotu.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest podstawowym organem funduszu inwestycyjnego²¹, czyli zgodnie z art. 3 ust. 1 u.f.i. osoby prawnej, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych, zebranych przez proponowanie nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe²². Przy czym zgodnie z art. 4 ust. 4 u.f.i. fundusz inwestycyjny nie jest podmiotem zależnym od towarzystwa funduszy inwestycyjnych²³. Fundusz inwestycyjny, jako forma zbiorowego inwestowania na rynku kapitałowym²⁴, gromadzi zatem środki pieniężne zebrane od wielu inwestorów i kolejno lokuje je w określone w przepisach prawa instrumenty finansowe (w tym papiery wartościowe) w celu pomnożenia wartości zebranych środków²⁵. Z tego względu niezwykle istotne

21 Jako organy funduszu inwestycyjnego mogą działać również rada inwestorów, zgromadzenie inwestorów lub zgromadzenie uczestników, w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego i postanowień statutu danego funduszu inwestycyjnego. Na temat specyfiki tego rodzaju konstrukcji prawnej zob. szerzej: A. Lichosik, R. Blicharz, *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych*, w: *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, red. A. Bielska-Brodziak, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 249—271.

22 R. Blicharz, *Charakter prawny funduszu inwestycyjnego*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2002, nr 3, s. 10; R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych*, cz. I, „Prawo Spółek” 2002, nr 10, s. 42—50; R. Blicharz, *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych otwartych*, cz. II, „Prawo Spółek” 2002, nr 11, s. 43—50; P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 127.

23 Ustawowe wyłączenie braku zaistnienia stosunku dominacji i zależności należy w tym przypadku interpretować ściśle, tj. zgodnie z definicją podmiotu dominującego i zależnego na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych. Pomimo bowiem, że ustawodawca przesądził, iż fundusz inwestycyjny w ujęciu jurydycznym nie jest podmiotem zależnym od towarzystwa funduszy inwestycyjnych, to jednak to towarzystwo funduszy inwestycyjnych ponosi odpowiedzialność administracyjną za działanie funduszu inwestycyjnego, którym zarządza, zob. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 26 września 2017 r., sygn. akt: II GSK 3595/15, LEX nr 2412710.

24 Na temat funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego (wspólnego) inwestowania zob. szerzej: A. Lichosik, *Private closed-end investment funds of non-public assets as a form of collective investment on the capital market in Poland*, „European Journal of Accounting, Finance & Business” 2021, vol. 15, <http://www.accounting-management.ro/index.php?page=showcontent&issue=25&year=2021> (dostęp: 23.02.2022); R. Mroczkowski, *Współczesne modele funduszy inwestycyjnych jako instytucji zbiorowego inwestowania*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2005, nr 2, s. 689—690.

25 Ze względu na zakres prawnie dopuszczalnych inwestycji oraz stopień możliwości oddziaływania uczestników na działalność funduszu inwestycyjnego ustawodawca wyróżnia różne formy,

jest budowanie zaufania inwestorów do podmiotów, jakimi są fundusze inwestycyjne, co ustawodawca stara się zapewnić, wprowadzając zróżnicowane instrumenty prawne, z których część jest przedmiotem niniejszego opracowania naukowego²⁶.

Specyficzny przedmiot działalności gospodarczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych warunkuje wprowadzenie różnego rodzaju ograniczeń formalnoprawnych w zakresie funkcjonowania przedsiębiorcy o takim statusie. Pra-

w jakich fundusz inwestycyjny może prowadzić działalność. Do podstawowych z nich zalicza się fundusze inwestycyjne otwarte oraz alternatywne fundusze inwestycyjne, w ramach których wyróżnia się specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz fundusze inwestycyjne zamknięte. Poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych różnią się pod względem liczebności uczestników, prawa do uczestniczenia w funduszu inwestycyjnym, możliwości statutowego ograniczenia kręgu uczestników funduszu inwestycyjnego, momentu wejścia (przystąpienia) do funduszu inwestycyjnego lub wyjścia z niego (opuszczenia), a także poziomem dopuszczalnego ryzyka inwestycyjnego. Te wszystkie elementy zebrane w różne rodzaje, typy i konstrukcje prawne funduszy inwestycyjnych dają inwestorom szeroki wachlarz możliwości inwestycyjnych. Por. U. Banaszczyk-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 57 i n.; M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 25.

26 Zaufanie to w ujęciu normatywnym budowane jest m.in. poprzez wprowadzanie ustawowych ograniczeń w zakresie funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, oraz poprzez przestrzeganie zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w przepisach prawa (głównie w ustawie o funduszach inwestycyjnych), statucie funduszu inwestycyjnego oraz w tzw. *internal guidelines* (IGL) w postaci m.in. wewnętrznych reguł inwestycyjnych czy też wewnętrznych reguł dotyczących wyboru metody wyznaczania całkowitej ekspozycji funduszy inwestycyjnych, wewnętrznych reguł dotyczących ryzyka rynkowego czy ryzyka płynności. W celu budowania oraz wzmacniania zaufania do funduszy inwestycyjnych oraz do towarzystwa funduszy inwestycyjnych prawodawca przewiduje także obowiązek sporządzenia wewnętrznego regulaminu dotyczącego działania towarzystwa funduszy inwestycyjnych w najlepiej pojętym interesie funduszu inwestycyjnego oraz uczestników funduszu inwestycyjnego, w tym w zakresie wykonywania decyzji inwestycyjnych w zarządzaniu portfelami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych, składania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych łącznie dla różnych funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz łącznie z innymi zleceniami składanymi przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jak również w zakresie przeprowadzania analiz przy doborze lokat funduszu inwestycyjnego. Te wszystkie instrumenty prawne, w dużej mierze określone przez przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 18 listopada 2020 r. w sprawie sposobu, trybu oraz warunków prowadzenia działalności przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (Dz.U. z 2020 r. poz. 2103), w zamiarze ustawodawcy mają na celu limitację poziomu i zakresu ryzyk, jakie mogą wiązać się z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne, w tym w szczególności ryzyka poniesienia straty finansowej przez inwestora. Zob. też J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne. Prawna ochrona interesu uczestników*, LexisNexis, Warszawa 2009, s. 165—182; R. Mroczkowski, *Rola depozytariusza w systemie nadzoru nad rynkiem usług funduszy inwestycyjnych w Polsce*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1, s. 713—732; M. Michalski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 161—162.

wodawca dostrzega m.in. konieczność zastrzeżenia szczególnej formy prawnej, wprowadza ograniczenie terytorialne siedziby towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy ograniczenia wobec założycieli towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Towarzystwem funduszy inwestycyjnych może być bowiem tylko spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a jej jednoosobowym założycielem może być wyłącznie osoba prawna, która uzyskała zezwolenie na wykonywanie podstawowej działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych określonej w art. 45 ust. 1 u.f.i. Stanowi to przykład zarówno ograniczenia podmiotowego — zastrzeżenie jedynej dopuszczalnej formy prawnej w postaci spółki akcyjnej, jak i ograniczenia przedmiotowego — wąski możliwy zakres działalności gospodarczej podmiotu prowadzącego działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych²⁷. Ustawodawca modyfikuje także kodeksowe zasady dotyczące oznaczenia przedsiębiorcy będącego towarzystwem funduszy inwestycyjnych określone w art. 305 § 1 i 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych²⁸ w związku z art. 432 § 1 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny²⁹ i wskazuje, że firma towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinna zawierać dodatkowe elementy w postaci oznaczenia: „towarzystwo funduszy inwestycyjnych”, a jeżeli statut towarzystwa funduszy inwestycyjnych tak stanowi, może ono zamiast tego dodatkowego oznaczenia używać w firmie skrótu „tfi”. Co istotne dla pewności obrotu gospodarczego, oznaczenia „towarzystwo funduszy inwestycyjnych” lub jego skrótu może używać wyłącznie towarzystwo funduszy inwestycyjnych działające na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych³⁰.

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie stanowi odrębnego typu spółki akcyjnej, a jego częściowo odrębna regulacja prawna wynika ze specyfiki prowadzonej działalności³¹. Szczególne warunki podjęcia działalności gospodarczej,

27 Por. A. Walaszek-Pyziół, C. Kosikowski, *Wolność gospodarcza w prawie polskim*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1995, s. 2; A. Żurawik, *Zasada wolności działalności gospodarczej i jej ograniczenia*, w: *Publiczne prawo gospodarcze*, red. R. Hauser, Z. Niewiadomski, A. Wróbel, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2013, s. 449; C. Banasiński, *Konstytucyjne podstawy ustroju gospodarczego*, w: *Prawo gospodarcze. Zagadnienia administracyjnoprawne*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, M. Wierzbowski, LexiNexis, Warszawa 2017, s. 75.

28 Dz.U. z 2000 r. Nr 94 poz. 1037 z późn. zm., w skrócie: k.s.h.

29 Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz. 93 z późn. zm., w skrócie: k.c.

30 Por. I.B. Nestoruk, *Nazwy prawnie zastrzeżone w działalności prowadzonej na rynku finansowym — z problematyki ochrony oznaczeń przedsiębiorstwa, cz. 1*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2015, nr 1, s. 18—26.

31 Por. R. Blicharz, *Pozycja prawna uczestnika funduszu inwestycyjnego w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Sosnowiec 2006, s. 15; M. Dyl, *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 8, s. 14—17.

której przedmiotem jest zarządzanie aktywami nabywanymi za środki lokowane przez inwestorów w funduszu inwestycyjnym, mają na celu zapewnienie bezpieczeństwa i profesjonalizmu powstającego dopiero towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz funduszu inwestycyjnego jako instytucji zaufania publicznego³².

Z punktu widzenia niniejszego opracowania warto także wskazać, że jako instytucja zaufania publicznego towarzystwo funduszy inwestycyjnych podlega szczególnym wymogom kapitałowym (ustawowy obowiązek posiadania kapitału własnego na określonym poziomie), które mają zagwarantować bezpieczeństwo finansowe środkom pieniężnym powierzonym funduszom inwestycyjnym przez inwestorów. Źródła kapitału zakładowego towarzystwa funduszy inwestycyjnych muszą być udokumentowane, a środki na jego pokrycie lub na nabycie akcji nie mogą pochodzić z pożyczki lub kredytu.

Rękojmię należytego zarządzania funduszem inwestycyjnym w zamyśle prawodawcy stanowi także regulacja prawna zapewniająca tożsamość i identyfikację struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych — jest ona punktem wyjścia do zasadniczego tematu niniejszej monografii. Zgodnie bowiem z art. 53 u.f.i. akcje towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą być wyłącznie imienne, chyba że są zdematerializowane³³. Oznacza to brak możliwości emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych akcji na okaziciela oraz zamiany akcji imiennych na akcje na okaziciela w oparciu o treść art. 334 § 2 k.s.h. Ograniczenie to nie ma zastosowania do akcji, które są zdematerializowane, a które mogą także zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu³⁴.

Ogół rozwiązań mających na celu kontrolę struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych tworzy system ograniczeń korporacyjnych spółki akcyjnej prowadzącej działalność jako towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Wymóg emitowania przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych akcji imiennych dzięki możliwości identyfikacji tożsamości akcjonariusza z jednej strony pozwala na większe związanie akcjonariuszy ze spółką, z drugiej — ma wpływ na zachowanie transparentnej struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy

32 Zob. P. Wajda, *Nadzór wstępny nad inwestorami instytucjonalnymi w obrębie polskiego rynku giełdowego (część 1)*, „Przegląd Prawa Publicznego” 2011, nr 9, s. 24.

33 Por. A. Lichosik, *Forma zdematerializowanego papieru wartościowego*, w: *Ewolucja instytucji polskiego prawa papierów wartościowych. W 80-lecie Prawa wekslowego z dnia 28 kwietnia 1936 r.*, red. J. Mojak, J. Widło, A. Żywicka, Innovatio Press, Lublin 2016, s. 275—289.

34 Por. A. Lichosik, *Publiczny obrót papierami wartościowymi — geneza i stan obecny*, w: *Prawo administracyjne dziś i jutro*, red. J. Jagielski, M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 639—649; A. Lichosik, *Zakres przedmiotowy prawa rynku kapitałowego — zagańnienia wybrane*, „Przegląd Naukowy Disputatio” 2015, t. 19, nr 1, s. 23—32.

inwestycyjnych, gdyż sprowadza się do łatwej identyfikacji podmiotów będących akcjonariuszami towarzystwa funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji unormowanie takie umożliwi efektywniejsze sprawowanie nadzoru przez Komisję Nadzoru Finansowego zarówno nad towarzystwem funduszy inwestycyjnych, jak i podmiotami będącymi jego akcjonariuszami. Jeden z instrumentów prawnych w ramach tego systemu stanowi zasadniczy przedmiot prezentowanego opracowania naukowego.

Istota tematu badawczego

Celem regulacji prawnej dotyczącej pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest zabezpieczenie interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz pozostałych klientów tego towarzystwa, dla których świadczy ono usługi doradztwa inwestycyjnego czy usługi zarządzania portfelami zawierającymi jeden lub większą liczbę instrumentów finansowych. Interes ten może bowiem zostać naruszony przez negatywny wpływ akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych.

Konieczność wprowadzenia regulacji prawnej pozwalającej na sprawowanie efektywnego nadzoru nad akcjonariuszami towarzystwa funduszy inwestycyjnych dostrzegł ustawodawca unijny w dyrektywie 2007/44/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 września 2007 r. zmieniającej dyrektywę Rady 92/49/EWG oraz dyrektywy 2002/83/WE, 2004/39/WE, 2005/68/WE i 2006/48/WE w zakresie zasad proceduralnych i kryteriów oceny stosowanych w ramach oceny ostrożnościowej przypadków nabycia lub zwiększenia udziałów w podmiotach sektora finansowego³⁵. Dyrektywa 2007/44/WE ujednoliciła w Unii Europejskiej zasady proceduralne i kryteria oceny ostrożnościowej planowanych transakcji nabycia akcji m.in. przedsiębiorstw inwestycyjnych (firm inwestycyjnych³⁶, towarzystw funduszy inwestycyjnych). Transpozycja do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy 2007/44/WE została dokonana ustawą z dnia 25 czerwca 2010 r. o zmianie ustawy — Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z dnia 21 lipca

35 Dz.Urz. UE L 247 z 21.09.2007, s. 1, dalej zwana dyrektywą 2007/44/WE.

36 W tej materii zob. ciekawe rozważania: P. Zawadzka, *Firma inwestycyjna a fundusz inwestycyjny w prawie polskim*, „Gdańskie Studia Prawnicze” 2007, nr 1, s. 621—634.

2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym³⁷. W zakresie przedsiębiorstw inwestycyjnych w postaci towarzystw funduszy inwestycyjnych do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wprowadziła ona przepisy art. 54a—54n oraz znowelizowała treść art. 54.

Normy prawne zawarte w art. 54 i n. u.f.i. stanowią regulację systemową przepisów prawa powszechnie obowiązującego, mających na celu zapewnienie efektywnego nadzoru nad strukturą akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dla zabezpieczenia tego nadzoru konieczne było wprowadzenie mechanizmów pozwalających na uchwycenie faktycznego podziału głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy takiej spółki oraz na ocenę potencjalnego wpływu na ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwem funduszy inwestycyjnych. W tym celu ustawodawca wprowadza normy o charakterze administracyjnoprawnym, ustanawiające obowiązek zgłoszenia zamiaru nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, i w sposób należyty dla przepisów prawa publicznego dąży do uchwycenia całokształtu okoliczności dotyczących podmiotu będącego adresatem tego obowiązku.

Przepis art. 54 u.f.i. wprowadza obowiązek każdorazowego zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w liczbie zapewniającej osiągnięcie albo przekroczenie odpowiednio: 10%, 20%, 1/3, 50% ogólnej liczby głosów (znacznym pakietem akcji) na walnym zgromadzeniu lub o zamiarze udziału w kapitale zakładowym. Natomiast zgodnie z treścią art. 54h ust. 4 u.f.i. Komisja Nadzoru Finansowego może wobec takiego zamiaru nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych zgłosić sprzeciw, jeśli wystąpią przesłanki określone przez ustawodawcę, a w efekcie uniemożliwić dokonanie tego rodzaju transakcji. Wzmiankowany środek nadzoru o charakterze administracyjnoprawnym powoduje, że *de facto* i *de iure* Komisja Nadzoru Finansowego ma realny wpływ na kształtowanie struktury akcjonariatu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dokonuje się to na podstawie oceny indywidualnych cech zarówno akcjonariusza (potencjalnego lub rzeczywistego), jak i członków organów lub podmiotów dominujących w stosunku do akcjonariusza (potencjalnego lub rzeczywistego). Sprawowanie efektywnego nadzoru administracyjnoprawnego przez Komisję Nadzoru Finansowego ma na celu zapewnienie ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. To z kolei przekłada się na ochronę interesów uczestników funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów tego towarzystwa. Anonimowość obrotu akcjami towarzystwa funduszy inwestycyjnych uniemożliwiłaby Komisji Nad-

37 Dz.U. z 2010 r. Nr 853 poz. 126 z późn. zm.

zoru Finansowego realizację celów nadzorczych o charakterze personalnym³⁸. Regulacja prawna w takim kształcie stanowi wyraz zasady silnego nadzoru administracyjnego Komisji Nadzoru Finansowego nad towarzystwami funduszy inwestycyjnych³⁹.

Wzmiankowany publicznoprawny obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz możliwość złożenia sprzeciwu organu administracji publicznej stanowią instrument nadzoru prewencyjnego. Ma on eliminować *ex ante* potencjalne nabycie akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych przez podmiot, który stwarza zagrożenie dla ostrożnego i stabilnego zarządzania towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Wprowadzenie regulacji prawnej w opisanym zakresie, w tym wyposażenie organu nadzoru w administracyjnoprawny środek oddziaływania, ma na celu budowanie pewności prawa, jasności i przewidywalności procesu oceny ostrożnościowej przyszłego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych i rezultatów tego procesu⁴⁰. Środki nadzoru stosowane przez Komisję Nadzoru Finansowego generalnie powinny pozytywnie wpływać na zaufanie inwestorów do całego rynku kapitałowego i toczącego się na nim obrotu. Zaufanie inwestorów oddziałuje bowiem na wielkość obrotu, a w konsekwencji na wzrost alokacji kapitału i związany z tym rozwój gospodarki. Celem środków nadzoru powinno zatem być nie tylko zwalczanie nadużyć, lecz także zapobieganie im i stwarzanie silnych ram rozwoju dla rynku kapitałowego⁴¹.

W kontekście poczynionych ustaleń warto podkreślić, że przyczynkiem do powstania niniejszego opracowania naukowego było dostrzeżenie możliwości *de facto* pośredniego nabycia pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych pozwalającego na wywieranie faktycznego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych pomimo niespełnienia przesłanek normatywnych nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Nie mam tu na myśli oczywistych normatywnych sytuacji przejścia kontroli, zgłoszenia zamiaru koncentracji czy obowiązku ogłoszenia wezwania na akcje spółki publicznej będącej towarzystwem funduszy inwestycyjnych. Jednak *de iure* — w mojej ocenie —

38 Zob. R. Blicharz, *Nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad rynkiem kapitałowym w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz—Katowice 2009, s. 217—219.

39 Por. A. Lichosik, *Zasada administracyjnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym*, w: *Zasady w prawie administracyjnym. Teoria, praktyka, orzecznictwo*, red. Z. Duniewska, M. Stahl, A. Krakala, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2018, s. 605—617.

40 Na temat możliwości przewidzenia rozstrzygnięcia organu administracji publicznej zob. szerzej: K. Kokocińska, w: *Konstytucja biznesu. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2019, s. 102—103.

41 M. Wierzbowski, *Nowelizacja prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przełęcz Sądowy” 1994, nr 9, s. 7.

istnieje możliwość zapewnienia sobie rzeczywistego (faktycznego) wpływu na podmiot ściśle nadzorowany, jakim jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, co może nastąpić w zasadzie bez jakiegokolwiek wiedzy czy zgody (*ex ante*) organu nadzoru w postaci Komisji Nadzoru Finansowego. Pomimo zapewnienia sobie przez określony podmiot realnego wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych można jednak wskazać przypadki normatywnego braku konieczności dokonywania zawiadomienia o zamiarze nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Niezgoda z takim stanem rzeczy oraz obawa o występowanie nadużyć z tym związanych stanowiła asumpt do przygotowania niniejszego opracowania.

Cele i problemy badawcze

Omówione w monografii rozwiązania prawne, bazujące na zastosowaniu środków natury publicznoprawnej nakierowanych na ochronę interesu publicznego, przesądzają o mechanizmach zabezpieczających funkcjonowanie rynku kapitałowego. Ochrona ta realizowana jest przez zdefiniowanie określonych celów nadzoru nad rynkiem kapitałowym, które wyposażają Komisję Nadzoru Finansowego w szereg narzędzi nadzoru, w tym o charakterze reglamentacyjnym i personalnym. Jednym z nich jest instytucja prawna sprzeciwu Komisji Nadzoru Finansowego, która stanowi środek do realizacji szerszego celu nadzorczego, jakim w myśl art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁴² jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.

Celem monografii jest zbadanie regulacji prawnych dotyczących pośredniego nabycia akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w świetle obowiązującego stanu prawnego, w tym analiza charakteru i stopnia ingerencji państwa w sferę gospodarczą, w szczególności pod kątem możliwych do zidentyfikowania luk w przepisach prawa. Uszczegółowieniem tego celu są określone problemy badawcze, które można wyrazić następującymi pytaniami:

1. Czy definicja legalna pośredniego nabycia akcji obowiązująca w ramach ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w sposób wystarczający (efektywny) chroni interesariuszy towarzystwa funduszy inwestycyjnych (uczestników funduszy inwestycyjnych, zbiorczego portfela papierów wartościowych, klientów,

42 Dz.U. z 2005 r. Nr 183 poz. 1537 z późn. zm.

dla których towarzystwo funduszy inwestycyjnych świadczy usługi doradztwa inwestycyjnego czy usługi zarządzania portfelami z jednym instrumentem finansowym lub większą ich liczbą)?

2. Czy regulacja prawna dotycząca obowiązku zawiadomienia o zamiarze pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych, uzależniająca możliwość realizacji tego rodzaju transakcji od zgody (wyrażonej w postaci braku sprzeciwu) organu administracji publicznej, odpowiada zasadzie proporcjonalności (adekwatności), a w konsekwencji czy konstrukcja prawna w tym zakresie zapewniająca oddziaływanie państwa na potencjalnego akcjonariusza towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest wystarczająca i niezbędna dla osiągnięcia konkretnego celu, czy może jest nadmiernie dolegliwa?

Tak wyznaczone cele monografii pozwalają na postawienie następujących hipotez badawczych:

1. Interpretacja przepisów prawa dotyczących definicji legalnej pośredniego nabycia akcji obowiązującej na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi zamiast budować jasność, precyzyjność i kompletność normy prawnej, generuje szereg wątpliwości, a jej wynik może prowadzić do sytuacji, w której pomimo wystąpienia pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych w rozumieniu języka powszechnego nie dojdzie do dokonania *ex ante* oceny ostrożnościowej w ramach narzędzi nadzorczych organu administracji publicznej, która zostałaby dokonana w przypadku juredykcyjnej kwalifikacji pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych.
2. *De lege lata* możliwe jest zastosowanie konstrukcji prawnych, w których pomimo realnej (faktycznej) możliwości wywierania wpływu na towarzystwo funduszy inwestycyjnych zaistnieje brak normatywnej kwalifikacji takiego stanu jako pośrednie nabycie akcji w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w konsekwencji regulacja prawna w tym zakresie w pewnych przypadkach nie spełnia celu, w jakim została wprowadzona.
3. Reguły wolnorynkowe oraz regulacje oparte wyłącznie na stosunkach prywatnoprawnych są niewystarczającą gwarancją prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, a mając na względzie konieczność zapewnienia realizacji podstawowych wartości, takich jak przede wszystkim ochrona interesu uczestników funduszy inwestycyjnych oraz innych klientów towarzystwa funduszy inwestycyjnych, istnieje potrzeba precyzyjnej regulacji administracyjnoprawnej w tym zakresie.

4. Regulacja publicznoprawna w zakresie uzależnienia możliwości nabycia znacznego pakietu akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych od zgody (wyrażonej w postaci braku sprzeciwu) organu administracji publicznej, jak również środki oddziaływania władzy publicznej polegające na orzeczeniu zakazu wykonywania prawa głosu z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych czy nakazie zbycia akcji, pomimo wpływu na sferę prawa własności i zasadę swobody umów, uwzględniają zasadę proporcjonalności (adekwatności).

W celu weryfikacji tych hipotez w poszczególnych rozdziałach monografii przedstawiono szczegółowe zagadnienia badawcze, co zdeteterminowało przyjętą strukturę pracy.

Uwagi metodologiczne

W przygotowywaniu niniejszego opracowania naukowego jako podstawową wykorzystano metodę badawczą dogmatyczną. W nieznacznym stopniu posłużono się też metodą historyczną, która w założeniu powinna podnieść wartość merytoryczną prowadzonego wywodu, pozwalając na uchwycenie wprowadzonych zmian regulacji prawnych i ich konsekwencji zarówno normatywnych, jak i praktycznych. Istotą dogmatycznej metody badawczej jest dążenie do ustalenia treści norm prawnych, zbadanie zachodzących pomiędzy nimi zależności, usystematyzowanie i sklasyfikowanie poszczególnych zjawisk czy instrumentów prawnych, pozwalających spojrzeć na przedmiot badawczy jak na pewną całość.

Zastosowanie metody prawoporównawczej z pewnością stanowiłoby dodatkowy walor monografii, jednak mogłoby także wpłynąć na przejrzystość głównego nurtu rozważań, który z uwagi na złożoność problematyki wymaga i tak licznych odniesień i dygresji. Z tego względu, a także z uwagi na przyjętą koncepcję pracy i skoncentrowanie się na starannie dobranym i celowo wąskim przedmiocie badań postanowiłam pominąć szersze odniesienia do źródeł prawa unijnego, jak i sposobów ich transpozycji do prawa krajowego, w tym w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

W ramach zastrzeżeń wyłączających należy wskazać, że w pracy celowo pominięto administracyjnoprawne środki nadzoru możliwe do orzeczenia w stosunku do podmiotu wykonującego uprawnienia podmiotu dominującego towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz cywilnoprawne skutki wykonywania uprawnień podmiotu dominującego z naruszeniem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych. Decyzja ta w głównej mierze wynika z faktu, że zasadniczym celem monografii jest wykazanie, że podmioty nieposiadające statusu podmiotu domi-

nującego w stosunku do towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą wywierać na nie realny wpływ.

Ponadto w pracy pominięte zostały zagadnienia związane z ujęciem rynku funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych w kontekście publicznoprawnej ochrony konkurencji i konsumentów. Wynika to ze specyfiki oraz odmiennego charakteru tych zagadnień.

W monografii wykorzystano głównie dorobek polskiej literatury prawniczej w zakresie prawa rynku kapitałowego w znaczeniu ścisłym, a także w zakresie „czystego” prawa cywilnego, handlowego i administracyjnego. W publikacji uwzględniono stan prawny na dzień 1 czerwca 2021 r.