

DPP-DPPZRP.0211.34.2022.AC

Warszawa, 01 sierpnia 2022 r.

**Pan Senator**  
**Krzysztof Kwiatkowski**  
**Przewodniczący Komisji Ustawodawczej**  
**Senatu Rzeczypospolitej Polskiej**

*Szanowny Panie Przewodniczący,*

w nawiązaniu do ustaleń ze wspólnego posiedzenia senackiej Komisji Ustawodawczej, Komisji Praw Człowieka, Praworządności i Petycji oraz Komisji Budżetu i Finansów Publicznych, które odbyło się w dniu 19 lipca 2022 r., w związku z prośbą przedstawiciela wnioskodawców projektu ustawy o zmianie ustawy – Kodeks cywilny, ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych (druk senacki nr 754), w załączeniu przesyłam zestawienie najważniejszych rozwiązań legislacyjnych dotyczących zwiększenia bezpieczeństwa rynku finansowego, w prace nad którymi zaangażowany był Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, a które były podejmowane i weszły w życie w ostatnich latach w związku z ujawnieniem nieprawidłowości związanych z instrumentami finansowymi GetBack S.A. Zestawienie zostało również uzupełnione o wybrane propozycje legislacyjne (nad którymi trwają prace obecnie) mające na celu również zwiększenie szeroko rozumianego bezpieczeństwa rynku finansowego.

*Z poważaniem,*

**Agata Tupaj-Cholewa**

Dyrektor Departamentu Prawnego

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

*/podpisano kwalifikowanym podpisem elektronicznym/*

**Załącznik:**

Rozwiązania legislacyjne mające na celu zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego, w szczególności wynikające z doświadczeń związanych z nieprawidłowościami dotyczącymi instrumentów finansowych GETBACK S.A., w pracach nad którymi brał udział Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

# ROZWIĄZANIA LEGISLACYJNE MAJĄCE NA CELU ZWIĘKSZENIE BEZPIECZEŃSTWA RYNKU FINANSOWEGO, W SZCZEGÓLNOŚCI WYNIKAJĄCE Z DOŚWIADCZEŃ ZWIĄZANYCH Z NIEPRAWIDŁOŚCIAMI DOTYCZĄCYMI INSTRUMENTÓW GETBACK S.A., W PRACACH NAD KTÓRYMI BRAŁ UDZIAŁ URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Według stanu na dzień 28.07.2022 r.

## A. Propozycje i inicjatywy wdrożone

---

### 1. Rozwiązania dotyczące usług maklerskich

#### 1.1. Rozróżnienie usługi oferowania instrumentów finansowych oraz usługi przyjmowania i przekazywania zleceń

W poprzednim stanie prawnym usługa maklerska oferowania instrumentów była usługą świadczoną na rzecz emitenta. Wskutek zmiany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w ramach procesu oferowania instrumentów finansowych zostały wyróżnione i wyodrębnione elementy usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, przez co w przypadku oferowania niezbędne jest również zawarcie umowy świadczenia usługi przyjmowania i przekazywania zleceń z inwestorem, który staje się przez to klientem firmy inwestycyjnej. Rozdzielenie tych dwóch usług na poziomie ustawowym zwiększyło ochronę nabywcy instrumentu poprzez przyznanie mu statusu klienta firmy inwestycyjnej. W tej sytuacji zastosowanie do niego znajdzie cały reżim ochronny wynikający z odpowiednich przepisów (w szczególności pakietu MiFID II, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz odpowiednich aktów wykonawczych).

#### 1.2. Rozszerzenie definicji oferowania instrumentów finansowych

W stanie prawnym przed 21 kwietnia 2018 r. identyfikowano podmioty które podejmowały działania zmierzające do nakłonienia inwestorów do inwestowania środków pieniężnych w instrumenty finansowe oferowane w drodze oferty niepublicznej. Częstym modelem ich działania było prezentowanie potencjalnym nabywcom tzw. „materiałów marketingowych”. Podmioty te nie były jednak nadzorowanymi firmami inwestycyjnymi, zaś dla uzasadnienia legalności swojego działania powoływały się na definicję oferowania instrumentów finansowych. W wielu przypadkach ekonomiczny efekt tej aktywności podmiotów był tożsamy, jak działania nadzorowanych pośredników.

Biorąc to pod uwagę, poprzez zmiany w ustawie o obrocie rozszerzono i doprecyzowano definicję oferowania instrumentów finansowych (usługi maklerskiej). Dzięki przyjęciu nowej definicji oferowania *de facto* każde aktywne pośrednictwo na rzecz emitenta w pozyskiwaniu od inwestorów kapitału na rynku kapitałowym jest działalnością reglamentowaną i nadzorowaną. W zamierzeniu ma to pozwolić na uporządkowanie sytuacji i wyeliminowanie podmiotów, które nie posiadając odpowiedniej autoryzacji KNF (zezwolenie na działalność maklerską, wpis do rejestru agentów firmy inwestycyjnej), nakłaniałyby inwestorów do zaangażowania kapitału np. poprzez objęcie obligacji.

### 2. Wybrane rozwiązania wynikające z implementacji pakietu MiFID II

Mając na uwadze dotychczasowe doświadczenia nadzorcze i dążąc do zwiększenia ochrony klientów firm inwestycyjnych wdrożona została większość wytycznych ESMA, w tym obszarze do przepisów prawa bezpośrednio obowiązujących, tj. rozporządzeń Ministra Finansów:

- 1) rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych<sup>1</sup>,
- 2) rozporządzenia MF w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych<sup>2</sup>.

Wymogi objęte wspomnianymi wytycznymi dotyczyły m.in. następujących obszarów:

- 1) *product governance* (zarządzanie produktowe). Dodatkowo w celu doprecyzowania wymogów określonych w regulacjach UKNF w 2021 r., opublikował stanowisko, dotyczące obowiązków firm inwestycyjnych w zakresie zarządzania produktowego,
- 2) wiedza i kompetencje pracowników firm inwestycyjnych – wdrożone przepisy zwiększyły wymogi w zakresie doświadczenia pracowników w zależności od rodzaju wykonywanych czynności i kompleksowości instrumentów finansowych będących przedmiotem tych czynności,
- 3) wymogi dotyczące złożonych instrumentów finansowych i lokat strukturyzowanych,
- 4) wymogi dla członków organów zarządzających firm inwestycyjnych.

### **3. Wymóg uzyskania przez dom maklerski i towarzystwo funduszy inwestycyjnych zgody KNF na powołanie kluczowych członków zarządu**

Do ustawy o obrocie wprowadzono wymóg uzyskania zgody KNF na powołanie przez dom maklerski prezesa i członka zarządu odpowiedzialnego za zarządzanie ryzykiem. Do ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi wprowadzono natomiast zmiany w zakresie powoływania kluczowych członków zarządu towarzystw funduszy inwestycyjnych, wprowadzając obowiązek uzyskania zgody KNF na powołanie członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem oraz członka zarządu nadzorującego podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Wskazane zmiany miały na celu zapewnienie, że kluczowe stanowiska w domu maklerskim i towarzystwie funduszy inwestycyjnych obejmowane będą przez osoby posiadające nieposzlakowaną opinię, odpowiednią wiedzę, umiejętności i doświadczenie do pełnienia funkcji i obowiązków, jakie mają im być powierzone, co przełoży się na zapewnienie, że osoby te będą dawały rękojmię należytego wykonywania powierzonych im obowiązków i funkcji. Powyższy wymóg przyczynia się do podniesienia gwarancji stabilnego i bezpiecznego zarządzania podmiotem i tym samym do zwiększenia bezpieczeństwa inwestorów. W przypadku, gdy kandydat na ww. funkcje nie spełnia wymienionych w przepisach przesłanek, m.in. wiedzy, doświadczenia, czy rękojmi, KNF odmawia wyrażenia zgody. Tym samym osoby, które nie spełniają wskazanych wymogów, nie mogą pełnić kluczowych funkcji zarządczych w domach maklerskich i TFI.

### **4. Wprowadzenie w ustawie o obrocie dodatkowych przepisów sankcyjnych wobec zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących działalność na terytorium RP**

Zgodnie z regulacjami dodanego art. 168a ustawy o obrocie, w przypadku stwierdzenia przez Komisję, że zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypos-

---

<sup>1</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. poz. 1112).

<sup>2</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 maja 2018 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (Dz. U. poz. 1111).

spolitej Polskiej przez utworzenie oddziału lub bez otwierania oddziału narusza przepisy prawa, których przestrzeganie pozostaje pod nadzorem właściwego organu nadzoru innego państwa członkowskiego, który udzielił tej zagranicznej firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, lub że przepisy te narusza jej agent, Komisja, po uprzednim zawiadomieniu właściwego organu nadzoru, może w szczególności nałożyć na ten podmiot karę pieniężną, a nawet ograniczyć zakres działalności lub zakazać prowadzenia działalności na terytorium RP.

Dodatkowo zmodyfikowano art. 169 ustawy o obrocie, poprzez zwiększenie katalogu możliwych do nałożenia sankcji na firmę inwestycyjną prowadzącą działalność na terytorium RP w formie oddziału lub bez oddziału, ale za pośrednictwem agenta firmy inwestycyjnej, jak również podwyższenie maksymalnej wysokości kary pieniężnej dla takiego podmiotu.

## **5. Zmiana rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych**

Nowelizacja tego rozporządzenia wprowadza nowe, bardziej adekwatne zasady wyceny składników portfela inwestycyjnego funduszy w tym określania wartości godziwej w przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie wartości na podstawie danych z regulowanego rynku obrotu. Dodatkowo zostały określone wymogi dokumentacji w zakresie metod i procesu wyceny, celem zapewnienia ich rzetelności i transparentności. Ma to zapobiegać nieprawidłowościom w wycenie inwestycji dla ochrony uczestników funduszy.

## **6. Zwiększenie „progu wejścia” dla inwestorów inwestujących w obligacje podporządkowane**

W odniesieniu do oferowania obligacji korporacyjnych dokonano nowelizacji ustawy o obligacjach, która wprowadziła wymóg w zakresie ustalenia minimalnej wartości nominalnej jednej obligacji podporządkowanej, emitowanej przez bank krajowy, SKOK, Krajową SKOK, dom maklerski, zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji, na poziomie 400 tys. zł. Tak wysoki „próg wejścia” dla inwestora ogranicza krąg potencjalnych nabywców obligacji podporządkowanych, w znacznej części eliminując inwestorów detalicznych, w założeniu nieprofesjonalnych.

## **7. Zwalczanie nadużyć na rynku finansowym**

Z dniem 1 stycznia 2019 r. weszły w życie zmiany do ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym („ustawa o nadzorze”), mające na celu m.in. usprawnienie przepływu informacji, w tym chronionych, pomiędzy różnymi organami państwa. Wskutek niżej wskazanych zmian zacieśniono współpracę m.in. z jednostkami policji, ABW, CBA i UOKiK celem bieżącej wymiany informacji, mającej na celu umożliwienie identyfikacji nadużyć na wcześniejszym etapie. W ramach wdrożonych zmian:

- 1) uzupełniono skład Komisji Nadzoru Finansowego m.in. o przedstawiciela Prezesa Rady Ministrów, przedstawiciela Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz przedstawiciela ministra - członka Rady Ministrów właściwego do spraw koordynowania działalności służb specjalnych (zmiana art. 5 ustawy o nadzorze). Powyższa zmiana umożliwi sprawną wymianę informacji, w zakresie spraw podejmowanych na forum Komisji;
- 2) dodany został art. 17aa ustawy o nadzorze, który zobowiązuje Przewodniczącego Komisji do poinformowania Prezesa Rady Ministrów o zidentyfikowaniu ryzyka systemowego w systemie finansowym lub jego otoczeniu w rozumieniu ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w

systemie finansowym oraz o każdym zdarzeniu, które może zagrozić bezpieczeństwu lub skutkuje zagrożeniem bezpieczeństwa rynku finansowego, w tym zagrożeniu lub naruszeniu interesów znacznej liczby inwestorów indywidualnych w rozumieniu rozporządzenia nr 1286/2014, a także działaniach podjętych przez Komisję w związku z takim ryzykiem lub zdarzeniem;

- 3) dodany został art. 17ca ustawy o nadzorze, który umożliwia wymianę informacji, w tym chronionych pomiędzy Przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego, Szefem Agencji Bezpieczeństwa Wewnętrznego, Szefem Centralnego Biura Antykorupcyjnego, Szefem Krajowej Administracji Skarbowej, Komendantem Głównym Policji oraz Prezesem Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, w zakresie niezbędnym do realizacji ustawowych zadań tych organów.

## 8. Zapewnienie transparentności niepublicznych emisji obligacji korporacyjnych oraz odpowiednich standardów przy emisjach niepublicznych

W celu zwiększenia ochrony inwestorów aktywnych na rynku obligacji korporacyjnych zgłoszone zostały postulaty legislacyjne dotyczące obligacji korporacyjnych. Poniższe propozycje zostały przyjęte i zaimplementowane:

- 1) wprowadzenie obowiązku przedstawiania przez emitentów obligacji dodatkowych informacji finansowych, wraz z obowiązkiem bieżącej aktualizacji tych informacji. UKNF proponował m.in. wprowadzenie przedstawiania przez emitenta informacji o wysokości zadłużenia z tytułu emisji obligacji, terminach spłaty tego zadłużenia, opcji przedterminowego wykupu. Postulat ten został zrealizowany w ramach **utworzenia centralnego repozytorium informacji** na temat wielkości długu wyemitowanego przez emitentów oraz terminowości jego spłacania (**Rejestr Zobowiązań Emitentów - „RZE”**);
- 2) powierzenie prowadzenia ewidencji podmiotom uprawnionym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych – utworzenie instytucji agenta emisji. Ewidencja taka mieści się w zakresie nadzorowanej przez KNF działalności, i polega na prowadzeniu rejestru, w ramach usługi wymienionej w art. 69 ust. 4 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zobowiązano firmy inwestycyjne do weryfikacji spełnienia przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych oraz formalnej zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami prawa. Postulat został zrealizowany poprzez zmiany do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o obligacjach wprowadzone ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku.

## 9. Wprowadzenie dodatkowych elementów ochrony inwestorów indywidualnych

- 1) Wprowadzenie obowiązku dematerializacji obligacji i powierzenia prowadzenia ewidencji podmiotom uprawnionym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Ewidencja taka mieści się w zakresie nadzorowanej przez KNF działalności, gdyż polega na prowadzeniu rejestru, w ramach usługi wymienionej w art. 69 ust. 4 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zobowiązano firmy inwestycyjne do weryfikacji spełnienia przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych oraz formalnej zgodności



dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami prawa (zadania agenta emisji).

- 2) Wprowadzenie obowiązku utrwalania rozmów z klientami, prowadzonych w związku ze świadczeniem na ich rzecz usług, w szczególności nagrywania oraz archiwizowania utrwalonych rozmów. Zmiana miała na celu ułatwić nadzór nad dochowywaniem wymaganych standardów świadczenia usług przez pracowników firm inwestycyjnych. Postulat został uwzględniony w art. 83a w ust. 3h ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie usług maklerskich, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1-5.
- 3) Dopuszczenie przenoszenia praw z obligacji po terminie ustalenia uprawnionych do świadczeń z obligacji. W przypadku nieregulowania zobowiązań przez emitenta, obligatariusz powinien mieć możliwość wyjścia z inwestycji, co może lepiej realizować jego interesy niż oczekiwanie na zapłatę w ramach postępowania upadłościowego lub na warunkach określonych w planie restrukturyzacji emitenta – w odniesieniu do obligacji wyemitowanych od dnia 30 listopada 2019 r. taka możliwość została zaimplementowana przepisem art. 8 ust. 5 ustawy o obligacjach. Ponadto do projektu ustawy zmieniającej ustawę o obligacjach procedowanego obecnie w Ministerstwie Finansów (numer projektu UC32) wprowadzono zapis dotyczący rozszerzenia możliwości przenoszenia praw z obligacji po terminie także do emisji obligacji dokonanych przed 30 listopada 2019 r.

#### **10. Zmiany w zakresie definicji oferty niepublicznej oraz „ofert wielokrotnych” – ograniczenie możliwości wielokrotnego przeprowadzania ofert publicznych skierowanych do mniej niż 149 osób bez dokumentu informacyjnego**

Wcześniejsze brzmienie definicji oferty publicznej, zawarte w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej było zbyt liberalne i umożliwiało dokonywanie bez prospektu wielokrotnych ofert (a więc ofert kierowanych do co najmniej niż 149 osób), w krótkich odstępach czasu, co w praktyce powoduje zaofiarowanie papierów wartościowych bez prospektu praktycznie nieograniczonemu kręgowi adresatów. Przykładem takich działań były oferty prywatne obligacji firmy GetBack S.A., które, ze względu na częstotliwość tych ofert oraz liczbę adresatów, mogłyby zostać uznane za oferty publiczne. W związku z wprowadzeniem przez przepisy unijne nowej definicji oferty publicznej (ofertą publiczną jest oferta skierowana do co najmniej 2 osób, przy czym oferta skierowana do mniej niż 149 inwestorów nie wymaga opublikowania prospektu) w ramach prac nad nowelizacją ustawy o ofercie publicznej przyjęto rozwiązanie ograniczające możliwość wielokrotnego przeprowadzania oferty publicznej kierowanej do mniej niż 149 inwestorów bez obowiązku opublikowania dokumentu informacyjnego.

W efekcie prac i uzgodnień w ramach prac nad nowelizacją ustawy o ofercie publicznej (...) w zakresie „ofert wielokrotnych” przyjęto następującą propozycję brzmienia art. 3 tej ustawy:

*1a. Oferta publiczna papierów wartościowych, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b, które podlega zatwierdzeniu przez Komisję.*

*1b. Przepis ust. 1a nie ma zastosowania, jeżeli oferta kierowana jest wyłącznie do posiadaczy tego samego rodzaju papierów wartościowych tego samego emitenta lub do podmiotów, którym zaoferowano obligacje emitenta w ramach zamiany wierzytelności z tytułu wykupu uprzednio wyemitowanych innych obligacji tego emitenta.*

Konsekwencją wprowadzonej zmiany było nałożenie obowiązku publikacji memorandum informacyjnego, zatwierdzanego przez KNF, w przypadku multiplikowania przez emitenta przedmiotowych ofert w taki sposób, iż faktyczna łączna liczba ich adresatów przekraczać będzie 149 w okresie 12 miesięcy.

## **11. Poszerzenie wymaganego zakresu cyklicznego raportowania**

Wprowadzono zmiany dotyczące zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze.

W związku z koniecznością monitorowania rynku produktów sprzedawanych klientom przez firmy inwestycyjne, w celu ochrony klientów, UKNF złożył propozycję poszerzenia obowiązków raportowych firm inwestycyjnych oraz banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zmiana polegała na wprowadzeniu nowego rodzaju raportu kwartalnego opisuującego szczegółowo zakres sprzedawanych produktów oraz podstawowe informacje dotyczące strategii sprzedaży przy wykorzystaniu podmiotów trzecich. Przyjęto, że raport kwartalny powinien być przekazywany przez wszystkie podmioty mające status firmy inwestycyjnej oraz przez banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Posiadanie przez UKNF takich informacji zwiększyło możliwość monitorowania rynku pod kątem identyfikowania ryzyk oraz nowych trendów na rynku finansowym.

Propozycja została zaimplementowana w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 22 lutego 2019 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze.

## **12. Odpowiedzialność osobista członków zarządu TFI**

Ustawą z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217) dokonano zmiany art. 228 ust. 3a ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, który obecnie umożliwia nałożenie kary pieniężnej w wysokości do 20 949 500 zł na członka zarządu lub rady nadzorczej towarzystwa, w sytuacji gdy towarzystwo dopuściło się naruszeń przepisów prawa regulujących działalność towarzystwa, w związku z zarządzaniem alternatywnym funduszem inwestycyjnym lub w przypadku dopuszczenia się naruszeń przez te fundusze.

### **13. Odpowiedzialność osobista członków zarządu, rady nadzorczej oraz osób odpowiedzialnych za nieprawidłowości banku**

Ustawą z dnia 25 lutego 2021 r. o zmianie ustawy - Prawo bankowe oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 680), dokonano zmiany art. 138 ust. 3 ustawy Prawo Bankowe poprzez dodanie pkt 2a i 2b, które to przepisy obecnie umożliwiają, po uprzednim upomnieniu na piśmie:

- nakazanie osobie fizycznej odpowiedzialnej za nieprawidłowości w działalności banku wskazane w tym przepisie, zaprzestanie działań skutkujących powstaniem naruszeń oraz powstrzymanie się od takiego zachowania w przyszłości lub nałożenie na tę osobę karę pieniężną do wysokości 21 312 000 zł,
- zawieszenie w czynnościach członka rady nadzorczej banku bezpośrednio nadzorującego obszar, w którym miało miejsce naruszenie, lub członka zarządu banku odpowiedzialnego za stwierdzone naruszenie na okres nie dłuższy niż 12 miesięcy.

Zmiana ta weszła w życie z dniem 28 kwietnia 2021 r.

## **B. Wybrane propozycje i inicjatywy legislacyjne, nad którymi obecnie trwają prace (stan na 28.07.2022 r.)**

### **1. Zwiększenie efektywności prowadzonych postępowań sankcyjnych i zwalczania nadużyć na rynku finansowym**

W związku z doświadczeniami praktycznymi wynikającymi ze stosowania odpowiednich przepisów prawa, zidentyfikowane zostały i zaproponowane zmiany legislacyjne, które mają na celu efektywniejsze i skuteczniejsze prowadzenie postępowań sankcyjnych oraz stosowanie rozwiązań wykorzystywanych w obszarze identyfikacji i zapobiegania czynom karalnym. Propozycje obejmują w tym obszarze m.in.:

- 1) dodanie Prokuratora Krajowego do katalogu organów państwa, które współdziałają z Przewodniczącym KNF w zakresie wymiany informacji (propozycja zmiany art. 17ca ustawy o nadzorze). Proponowana zmiana ma na celu dalsze wzmocnienie instrumentarium służącego zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego, jego stabilności i bezpieczeństwa oraz ochrony interesów uczestników tego rynku;
- 2) umożliwienie nakładania przez Komisję Nadzoru Finansowego w znacznie szerszym zakresie sankcji pieniężnych na członków organów (zarządu i rady nadzorczej) banków oraz pracowników banku, w tym również po ustaniu pełnienia przez nich funkcji (obecnie przepisy przewidują możliwość nakładania kar pieniężnych w bardzo wąskim zakresie – za naruszenia zw. z lokatami strukturyzowanymi oraz za niewykonanie zaleceń nadzorczych, co uniemożliwia pociągnięcie do odpowiedzialności osób, które doprowadziły do powstania naruszeń);
- 3) umożliwienie ukarania członków organów emitentów, niezależnie od decyzji wydawanej wobec samego emitenta w przypadku rażących naruszeń, a więc wprowadzenie możliwości wyboru przez organ nadzorczy podmiotu objętego postępowaniem sankcyjnym (podmiot nadzorowany albo członek organu podmiotu nadzorowanego albo oba te podmioty). W obecnym stanie prawnym kara na członka organu emitenta może zostać nałożona jedynie po



- nałożenia kary na spółkę, niezależnie od tego, że w niektórych sytuacjach wszczynanie postępowań sankcyjnych wobec spółki jest niecelowe (np. w sytuacji, gdy spółka znajduje się w upadłości lub jest w trakcie likwidacji), natomiast celowym jest ukaranie członków organów tych podmiotów; proponowana zmiana ma również przyspieszyć reakcję nadzorczą w postaci nałożenia sankcji na osoby, które przyczyniły się do powstania naruszeń;
- 4) wykreślenie zbyt krótkich terminów przedawnienia, które utrudniają wyciągnięcie konsekwencji prawnych (6-miesięczne lub 2-letnie terminy przedawnienia w porównaniu do 5 letnich terminów z k.p.a);
  - 5) zniesienie obligatoryjności nakładania sankcji w niektórych kategoriach spraw (ustawa o biegłych rewidentach, ustawa o ubezpieczeniach obowiązkowych, ustawa o Krajowym systemie bezpieczeństwa) i wprowadzenie uznaniowości organu nadzoru w zakresie karania. Zmiana ma na celu umożliwienie stosowania środków nadzoru „miękkiego” w sprawach mniejszej wagi, co ma zwiększyć efektywność w tym szybkość karania w sprawach o istotnej wadze, gdzie pozostałe środki nadzorcze tzw. miękkie (np. zalecenia, upomnienia) nie przyniosły efektu lub są niezasadne;
  - 6) wprowadzenie możliwości nałożenia sankcji na podmioty, którym wygasło lub zostało cofnięte zezwolenie na prowadzenie działalności, lub które zostały wykreślone z rejestru uprawniającego do prowadzenia takiej działalności. Proponowana zmiana ma na celu wyeliminowanie niepożądanego stanu polegającego na możliwości uniknięcia odpowiedzialności administracyjnej przez podmioty, które dopuściły się naruszeń przepisów prawa w czasie pozostawania pod nadzorem KNF, wyłącznie ze względu na specyficzne uwarunkowanie formalne wynikające z faktu, że podmiotowi, na który kara jest nakładana wygasło lub zostało cofnięte zezwolenie na prowadzenie działalności, z którą wiąże się naruszenie albo podmiot ten został wykreślony z rejestru uprawniającego do prowadzenia takiej działalności;
  - 7) utrzymanie uprawnienia KNF do żądania wyjaśnień lub przedstawienia dokumentów również po wycofaniu z obrotu akcji emitenta, za okres, w którym jego akcje były notowane. Proponowana zmiana ma na celu wyłączenia ryzyka, polegającego na celowym unikaniu czy przedłużaniu okresu udzielenia wyjaśnień lub przekazania dokumentów na żądanie KNF, aż do czasu wycofania z obrotu akcji emitenta – co faktycznie spowoduje upadek obowiązku odpowiedzi do KNF;
  - 8) rozszerzenie uprawnienia KNF do żądania informacji od podmiotów nienadzorowanych, będących stroną umowy, transakcji lub porozumienia z emitentem papierów wartościowych. Aktualnie KNF może żądać informacji jedynie od podmiotów przez nią nadzorowanych. Podmiot nienadzorowany nie jest bowiem w żaden sposób zobowiązany do udzielenia Komisji odpowiedzi, zaś nieudzielenie odpowiedzi nie podlega sankcji. Proponowana nowelizacja będzie podstawą prawną czynności nadzorczych Komisji, prowadzonych w stosunku do podmiotów nienadzorowanych, będących stroną umowy, transakcji czy porozumienia z podmiotem nadzorowanym. Dzięki temu, zwiększy się efektywność prowadzonego nadzoru w odniesieniu do manipulacji na rynku oraz ujawniania informacji poufnej, w następstwie możliwości podwójnej weryfikacji informacji przedstawionych przez podmiot nadzorowany.

## **2. Rozszerzenie danych zgłaszanych przez emitentów do Rejestru Zobowiązań Emitentów prowadzonym przez KDPW**

Zaproponowane zostało rozszerzenie katalogu możliwych do uzyskania informacji o datę emisji, datę złożenia oferty, terminów przyjmowania zapisów, wartości emisji (dla każdej pojedynczej emisji), liczby osób/podmiotów do których skierowana została oferta, w przypadku oferty publicznej – podstawę prawną braku obowiązku sporządzania prospektu lub innego wymaganego dokumentu, sektorze w jakim działa emitent – zgodnie z klasyfikacją stosowaną przez GPW, dane kontaktowe do emitent oraz o docelowym rynku notowań: Regulowany/ASO/bez dopuszczenia.

Wskazane powyżej dane są istotne dla zapewnienia efektywnego i skutecznego nadzoru nad przebiegiem ofert publicznych obligacji. Informacje te umożliwią weryfikację, czy przeprowadzona oferta publiczna miała miejsce zgodnie z przepisami prawa, jak również pozwolą ocenić, czy kolejna oferta prowadzona jest zgodnie z obowiązującymi regulacjami, w tym w szczególności w zakresie liczby osób, do których kierowana jest oferta, przygotowania odpowiedniego dokumentu informacyjnego, wyjątków od obowiązku sporządzenia prospektu opartych na liczbie podmiotów, do których kierowana jest oferta lub na wartości emisji.

Bez dostępu do tych danych (limity podmiotów, wartość oferty, data rozpoczęcia oferty) nie jest np. możliwa weryfikacja, czy działania emitentów w zakresie przestrzegania limitów określonych w Rozporządzeniu 2017/1129 były prawidłowe.

Dodatkowo zgłoszono postulat skrócenia terminu na aktualizację informacji o zgłoszonych do rejestru emisjach (w przypadku gdy przestały one odpowiadać stanowi rzeczywistości) z 15 dni po zakończeniu każdego kolejnego miesiąca do 3 dni od dnia wystąpienia zdarzenia uzasadniającego aktualizację danych, rozumianego np. jako płatność lub brak płatności odsetek, dokonanie przedterminowego wykupu części emisji, braku wykupu obligacji w terminie, zmiany warunków emisji w zakresie wydłużenia terminu zapadalności obligacji, wysokości i terminów wypłaty oprocentowania.

Przyjęte terminy zgłoszenia i aktualizacji danych powodują, że informacje publikowane przez KDPW w bazie mogą być nieaktualne lub nieprecyzyjne. W związku z tym informacje nie zapewniają potencjalnym obligatariuszom, inwestorom i innym uczestnikom rynku aktualnej informacji o terminowym lub nieterminowym wypłacie przez emitentów świadczeń, a nawet mogą wprowadzać w błąd, wskazując brak zaległości w wypłacie świadczeń, gdyż emitent nie przekazał odpowiedniej aktualizacji. Powoduje to, że rejestr nie spełnia swojej podstawowej funkcji informacyjnej i ochronnej dla uczestników rynku.

Ponadto zaproponowano, aby emitent lub agent emisji działający na rzecz emitenta obowiązany był przekazać Krajowemu Depozytowi przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych lub w innym systemie rejestracji, dodatkowe informacje, dotyczące emisji tych papierów wartościowych, rodzaju papieru wartościowego, wynikających z niego zobowiązań oraz procesu ich oferowania. Obowiązek w tym zakresie dotyczyłby także emitentów papierów wartościowych, w odniesieniu do których emitent zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie do ASO, a także emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do takiego obrotu.

### 3. Propozycje zmian w ustawie o obligacjach

#### 3.1. Wprowadzenie wymogu sprzedaży obligacji klientom detalicznym przez profesjonalnych uczestników rynku

Na koniec marca 2021 r. wartość zadłużenia z tytułu emisji obligacji spółek, których akcje lub obligacje nie są notowane na rynku regulowanym wynosiła przeszło 77 mld zł. Dla porównania zadłużenie spółek giełdowych wynosiło około 43 mld zł, natomiast banków 49 mld zł. Brak obowiązków informacyjnych ze strony emitentów papierów nienotowanych oraz dystrybucja obligacji bez udziału podmiotów profesjonalnych stwarzają niebezpieczeństwo dla inwestorów indywidualnych w postaci niepełnych lub niezetelnych informacji oraz ryzyko missellingu.

Mając na uwadze popularność i rosnące zainteresowanie klientów detalicznych inwestycjami w obligacje, a także ryzyka związane z ich dystrybucją przez podmioty nieposiadające zezwoleń Komisji zasadnym jest, aby sprzedaż obligacji klientom detalicznym była dokonywana przez profesjonalnych uczestników rynku.

Takie podmioty zobowiązane są do działania w najlepiej pojętym interesie inwestorów, a także do przekazywania informacji o sprzedawanych instrumentach w sposób niewprowadzający nabywców w błąd. Weryfikacja przez podmiot pośredniczący, czy inwestycja jest odpowiednia dla klienta detalicznego zmniejszy ryzyko niedopasowania instrumentu do profilu klienta i jego skłonności do ryzyka.

Wprowadzenie wymogu wskazanego w projektowanym przepisie jest kolejnym etapem działań zmierzających do wzmocnienia ochrony najsłabszych uczestników rynku tj. inwestorów indywidualnych.

#### 3.2. Wprowadzenie minimalnej wartości nominalnej obligacji w przypadku ofert skierowanych do klientów detalicznych

W celu ochrony inwestorów indywidualnych wprowadzono ograniczenie kwotowe w zakresie wartości nominalnej obligacji w przypadku oferowania obligacji podporządkowanych, o którym mowa w art. 22 ust. 2 ustawy o obligacjach. Ograniczenie kwotowe zostało również przyjęte w art. 117 ust. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w którym określono, że osoby fizyczne mogą nabywać certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego, jeśli wartość certyfikatu inwestycyjnego pierwszej emisji tego funduszu będzie niemniejsza niż równowartość 40.000 euro.

Następnym etapem we wzmocnieniu ochrony inwestorów indywidualnych będzie wprowadzenie analogicznego rozwiązania dla obligacji nienotowanych. Wartość nominalna obligacji nabywanej przez klienta detalicznego nie powinna być niższa niż 40.000 euro lub równowartość tej kwoty wyrażona w walucie polskiej lub innej. Ograniczenie wartości nominalnej obligacji nie miałyby zastosowania, niezależnie od wartości oferty, w przypadku, gdy obligacje te byłyby lub miałyby być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu.

Proponowane rozwiązanie opiera się na założeniu, że klient detaliczny będący osobą fizyczną, który dokonuje inwestycji o wartości, co najmniej 40.000 euro będzie postępował w sposób staranny, a inwestycja poprzedzona zostanie bardziej wnikliwą analizą ryzyka inwestycyjnego. Z kolei wyłączenie ograniczenia wartości nominalnej dla obligacji, które są lub będą wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub są notowane w alternatywnym systemie obrotu jest uzasadnione większą

transparentnością emitentów, którzy realizują obowiązki informacyjne. Proponowana zmiana ograniczyłaby skalę ryzyka dla inwestorów nieprofesjonalnych przy zachowaniu możliwości dokonywania ofert obligacji o niższej wartości, pod pewnymi warunkami.

### 3.3. Doprecyzowanie informacji wymaganych w dokumencie „propozycja nabycia” i obowiązku publikacji sprawozdań

Aktualnie emitenci obligacji obowiązani są do zamieszczania w propozycji nabycia informacji na temat wartości zaciągniętych zobowiązań i perspektyw kształtowania się ich zobowiązań do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia. W przypadku obligacji wieczystych, perspektywy prezentowane są za okres 5 lat od daty ich emisji. Informacje te mają kluczowe znaczenie dla inwestorów podejmujących decyzję inwestycyjną, gdyż umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta.

#### Wartość zaciągniętych zobowiązań

Aktualnie informacje o wartości zaciągniętych zobowiązań przedstawiane w propozycji nabycia, sporządza się tylko w odniesieniu do emitenta przeprowadzającego emisję obligacji. W przypadku, gdy emitentem jest zawiązana wyłącznie na potrzeby przeprowadzenia emisji obligacji, spółka celowa, tzw. SPV, inwestorzy otrzymują informacje wyłącznie na temat tego podmiotu. Objęcie obowiązkiem, o którym mowa w art. 35 ust. 1 pkt 1) ustawy o obligacjach oprócz emitenta obligacji również podmiotów wchodzących w skład grupy kapitałowej, do której należy emitent, da nabywcy obligacji informację o zadłużeniu i zaległych zobowiązaniach m.in. z tytułu emisji obligacji całej grupy. Informacje te pozwolą szerzej ocenić sytuację emitenta i ryzyko inwestycyjne. Obowiązek będzie dotyczył podmiotów należących do grup kapitałowych, w których sporządzane są sprawozdania skonsolidowane. Powyższe rozwiązanie znajdzie również zastosowanie dla grup kapitałowych, w których jest kilku emitentów obligacji. Proponowana regulacja ma więc przede wszystkim walor ochronny wobec potencjalnych inwestorów.

#### Perspektywy kształtowania się zobowiązań do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia

Perspektywy kształtowania się zobowiązań emitenta, w praktyce są często prezentowane w sposób lakoniczny oraz nie są poparte rzetelnymi danymi liczbowymi. Proponowana zmiana wprowadza obowiązek przedstawienia szacowanej struktury finansowania rozumianej jako wartość i udział procentowy zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek, emisji dłużnych papierów wartościowych oraz leasingu w sumie pasywów emitenta. Dane te będą przedstawiane na ostatni dzień roku obrotowego, w którym nastąpiła emisja i na dzień kończący okres dwunastu miesięcy od daty emisji, a przypadku obligacji o tenorze krótszym niż 12 miesięcy – na dzień wykupu obligacji. Dodatkowo wprowadzono obowiązek przedstawiania szacunków dla grupy kapitałowej, w przypadku gdy emitentem jest podmiot, który sporządza skonsolidowane sprawozdanie finansowe, w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości. Dane te pozwolą uczynić prezentowaną przez emitentów prognozę bardziej miarodajną i kompleksową.

Emitenci obowiązani będą także do aktualizowania przedstawianych danych na koniec każdego roku obrotowego po dacie emisji, poprzez przedstawienie danych na kolejny, 12 miesięczny okres. Aktualizacje odbywać się będą do czasu całkowitego wykupu obligacji, poprzez publikację na stronie

internetowej emitenta, bez względu na rodzaj obligacji (zwykłe, wieczyste). Prognozowanie długoterminowe obowiązujące obecnie jest wymagające i obarczone znacznym błędem. Przedstawianie perspektyw kształtowania się zobowiązań co roku do czasu wykupu obligacji ma na celu zwiększenie ich wiarygodności i rzetelności. Natomiast obowiązek wskazywania i wyjaśniania różnic pomiędzy opublikowanymi perspektywami, a zobowiązaniami finansowymi wynikającymi z ksiąg rachunkowych dodatkowo zmobilizuje emitentów do publikowania możliwie realnych prognoz.

#### Oświadczenia emitenta

Zobowiązanie emitentów do załączania do propozycji nabycia oświadczenia, że informacje przekazane do Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE) prowadzonego przez KDPW na temat przeprowadzonych dotychczas i nieumorzonych emisji obligacji są kompletne i aktualne, ma na celu zdyscyplinowanie emitentów do bieżącego aktualizowania danych w RZE. Osiągnięcie tego celu zostało wzmocnione poprzez zastosowanie analogicznego obowiązku dla jednostek dominujących wobec emitentów w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 37 ustawy o rachunkowości. Rozwiązanie to nakłada na jednostki dominujące współodpowiedzialność za kompletność i aktualność RZE jej podmiotów zależnych. Konieczność złożenia oświadczenia przez jednostkę dominującą, będzie czynnikiem skłaniającym jednostkę dominującą do zapewnienia, by informacje przekazane przez emitenta do RZE zostały przez emitenta zaktualizowane i były kompletne.

#### Obowiązek publikacji na stronie internetowej emitenta rocznego sprawozdania finansowego wraz ze sprawozdaniem z badania

W celu zwiększenia bezpieczeństwa obligatariuszy oraz transparentności na rynku obligacji warto, aby emitenci przekazywali sprawozdania finansowe od momentu udostępnienia propozycji nabycia aż do dnia wykupu obligacji, nie tylko obligatariuszom, ale także do publicznej wiadomości. Pozwoli to na poznanie sytuacji finansowej emitenta nie tylko przez obligatariuszy, ale również potencjalnych inwestorów nabywających obligacje na rynku wtórnym. Jest to tym istotniejsze im dłuższy jest okres od emisji do wykupu (tzw. tenor obligacji), kiedy to sytuacja finansowa emitenta może ulec istotniej zmianie. Emitenci obligacji nienotowanych nie mają obecnie możliwości ani obowiązku przekazywania sprawozdań finansowych poprzez specjalnie dedykowane systemy dla emitentów papierów wartościowych notowanych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, wobec czego dostęp do informacji na temat ich sytuacji finansowej, dla podmiotów innych niż obligatariusze, jest ograniczony. W celu zapewnienia łatwego dostępu inwestorów do sprawozdań proponuje się obowiązek ich publikowania na stronie internetowej emitenta.

#### **4. Outsourcing zarządzania portfelem**

Celem proponowanych zmian jest zwiększenie poziomu ochrony inwestorów, poprzez zwiększenie odpowiedzialności towarzystw funduszy inwestycyjnych za zarządzanie środkami powierzonymi im przez inwestorów.

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jako instytucje zaufania publicznego, podlegają szeregowi regulacji ustawowych, których celem jest zapewnienie właściwej działalności. Towarzystwa powinny prowadzić działalność w sposób rzetelny i profesjonalny, z zachowaniem należytej staranności i zgodnie z zasadami uczciwego obrotu, a także w najlepiej pojętym interesie zarządzanych funduszy



czy uczestników tych funduszy oraz w celu zapewnienia stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego. Od towarzystw wymaga się posiadania odpowiednich zasobów kadrowych i technicznych, niezbędnych do właściwego wykonywania działalności. Szczególnie istotną rolę przypisuje się systemowi kontroli wewnętrznej, służącemu zapewnieniu zgodności działalności towarzystwa z prawem, jak również identyfikowaniu ryzyk i zarządzaniu nimi.

Powyższe założenia można najlepiej zrealizować, gdy procesy związane z rolą towarzystwa wykonywane są w ramach struktury organizacyjnej towarzystwa. Przekazanie choćby nawet niektórych czynności do wykonywania innym podmiotom ze swej istoty może zwiększać ryzyka dla działalności towarzystwa. W szczególności ograniczony obieg informacji pomiędzy towarzystwem i jego zleceńbiorcami, może utrudniać bieżący nadzór nad realizacją takich procesów przez osoby kierujące towarzystwem czy przez odpowiednie jednostki kontrolne towarzystwa. Zagrożenia te są szczególnie widoczne w przypadku kluczowego dla roli towarzystwa obszaru, jakim jest zarządzanie portfelami funduszy inwestycyjnych. W takich przypadkach szczególnie rośnie ryzyko konfliktów interesów. Możliwość powierzenia przez towarzystwo zarządzania portfelami inwestycyjnymi funduszy innym podmiotom może stanowić zachętę do nawiązywania relacji, determinowanych umowami o współpracy pomiędzy towarzystwem a podmiotem zarządzającym portfelem, a czasami nawet mniej sformalizowanymi ustaleniami, gdzie inicjatywa co do tworzenia funduszy, dominująca rola w kształtowaniu konstrukcji i polityki inwestycyjnej funduszy czy wreszcie bieżące prowadzenie spraw funduszu będzie *de facto* należeć nie do towarzystwa, lecz do podmiotu, któremu powierzono zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu. Praktyki, w których rola towarzystwa sprowadza się do funkcji administracyjnych, natomiast rzeczywistym centrum decyzyjnym staje się zarządzający portfelem inwestycyjnym funduszu (konstrukcje określane jako „white label”) mogą prowadzić do sytuacji, w której liczne obowiązki nałożone na towarzystwo, mające służyć ochronie inwestorów, sprowadzone zostaną do aspektów proceduralnych, tracąc tym samym na rzeczywistym znaczeniu. Co prawda przepisy prawa Unii Europejskiej dopuszczają przekazywanie przez towarzystwo niektórych funkcji innym podmiotom, ale powinno to następować pod warunkiem surowych ograniczeń i wymogów. Takie przekazanie jest przy tym traktowane jako wyjątek od reguły, zatem każdy taki przypadek powinien być uzasadniony obiektywnymi przesłankami i może służyć jedynie zwiększeniu efektywności działalności towarzystwa. Przepisy unijne, mając na uwadze różne uwarunkowania prawne i faktyczne w poszczególnych państwach członkowskich UE, pozostawiają poszczególnym państwom znaczną swobodę co do ukształtowania zakresu oraz formuły powierzenia przez podmioty zarządzające funduszami swoich funkcji innym podmiotom.

Doświadczenia nadzorcze z ostatnich lat pokazują, że należy ograniczyć listę podmiotów, którym towarzystwo może powierzyć zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu. Możliwość takiego powierzenia powinna być ograniczona do podmiotów, które z uwagi na swój charakter, podlegają ścisłym regulacjom ustawowym i bieżącemu nadzorowi organów publicznych. W przypadku takich podmiotów można racjonalnie oczekiwać wysokich standardów działalności, w tym posiadania odpowiednich zasobów kadrowych i technicznych, kompetencji, właściwej organizacji wewnętrznej czy wreszcie kapitałów własnych służących zapewnieniu ciągłości działalności, jak również pokryciu ewentualnych roszczeń odszkodowawczych.

Tym samym powierzenie zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią powinno być możliwe jedynie w przypadku podmiotów prowadzących, na podstawie odpowiedniego zezwolenia organu nadzoru, działalność w zakresie zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

W przypadku podmiotów, które dotychczas formalnie świadczyły jedynie usługi zarządzania portfelami funduszy inwestycyjnych, a w istocie były głównym animatorem działań tych funduszy, brak jest barier regulacyjnych dla „przekształcenia” się w pełnoprawne podmioty zarządzające aktywami. Zmianę taką, oznaczającą wzięcie odpowiedzialności za tworzone czy zarządzane pod własną marką produkty, należy uznać wręcz za pożądaną z punktu widzenia ochrony interesów inwestorów, jak i całego rynku finansowego.