

Dominika Sekulska¹, Piotr Sekulski²

Alternatywne spółki inwestycyjne i ich zarządzający jako nowa forma regulowanej działalności inwestycyjnej w Polsce

Streszczenie:

Nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2016 r. miała na celu implementację unijnej dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Nowelizacja ta przyniosła znaczne zmiany dla polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności rynku funduszy inwestycyjnych. W konsekwencji implementacji do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi zamknięty został katalog dopuszczalnych form prawnych prowadzenia działalności inwestycyjnej w formie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. Najistotniejszym elementem nowelizacji było objęcie zakresem obowiązywania ustawy o funduszach inwestycyjnych nowej grupy podmiotów – tzw. alternatywnych spółek inwestycyjnych. Do grupy alternatywnych spółek inwestycyjnych zalicza się między innymi cieszące się coraz większą popularnością wśród polskich inwestorów fundusze *venture capital* i *private equity*. Dla podmiotów prowadzących działalność inwestycyjną, kwalifikowaną obecnie jako działalność alternatywnych spółek inwestycyjnych i ich zarządzających, nowelizacja ta oznaczała konieczność dostosowania swojej dotychczasowej działalności do przepisów znowelizowanej ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Słowa kluczowe: fundusze inwestycyjne, rynek kapitałowy, alternatywne spółki inwestycyjne

1. Wstęp

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce miał swoje powolne początki już w 1991 r. wraz z wprowadzeniem do ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi

¹ Autorka jest doktorantką na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

² Autor jest doktorantem na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego.

i funduszach powierniczych³ instytucji funduszu powierniczego, a następnie rozwinął się skutek uchwalenia kompleksowej ustawy o funduszach inwestycyjnych⁴ w 1997 r. Jednakże to wejście Polski do Unii Europejskiej w roku 2004 i konieczność dostosowania rodzimych przepisów do wspólnotowych regulacji w największym stopniu wpłynęły na kształt i sposób funkcjonowania tego rynku. Wówczas to uchwalona została kompleksowa ustawa o funduszach inwestycyjnych⁵, wielokrotnie nowelizowana, lecz obowiązująca do dnia dzisiejszego.

Rok 2016 przyniósł długo wyczekiwaną nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych – ze względu na szeroki zakres wprowadzonych nowelizacją zmian, spowodowała ona zamieszanie na rodzimym rynku funduszy inwestycyjnych. Nowelizacja ta wynikała z obowiązku implementacji do polskiego porządku prawnego unijnych regulacji, a w szczególności tzw. dyrektywy ZAFI, a więc dyrektywy o zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi⁶. Warto zaznaczyć, że Dyrektywa ZAFI stanowi pierwszą regulację na poziomie UE dotyczącą działalności funduszy inwestycyjnych typu zamkniętego. Fundusze tego typu funkcjonowały już wcześniej w krajach członkowskich Unii Europejskiej, jednakże regulacje ich dotyczące nie musiały być dostosowane do prawa unijnego. Zmieniło się to właśnie wraz z wejściem w życie dyrektywy ZAFI.

Znowelizowana ustawa o funduszach inwestycyjnych, nazywająca się od 4 czerwca 2016 r. ustawą o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi⁷, w sposób kompleksowy reglamentuje działalność polegającą na zbieraniu środków w celu ich wspólnego inwestowania, a więc działalność instytucji (przedsiębiorstw) zbiorowego inwestowania. Nowelizacja ustawy o funduszach z 2016 r. przyniosła liczne zmiany dla podmiotów polskiego rynku funduszy inwestycyjnych. Warto jednak zaznaczyć, że prawdziwą rewolucję nowelizacja ta spowodowała w funkcjonowaniu podmiotów innych niż fundusze inwestycyjne w rozumieniu ustawy o funduszach, określanych jako instytucje zbiorowego inwestowania⁸. Do grupy tej należą przede wszystkim cieszące się coraz większą popularnością tzw. fundusze *venture capital* (fundusze wysokiego ryzyka) czy też fundusze *private equity*⁹, działające

³ Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. z 1991, Nr 35, poz. 155).

⁴ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 1997, Nr 139, poz. 933).

⁵ Pierwotny tekst: ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004, Nr 146, poz. 1546).

⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 01.07.2011, s. 1); dalej jako: dyrektywa ZAFI.

⁷ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2018, poz. 1355 ze zm.); dalej jako: ustawa o funduszach.

⁸ J. Kmiec, *Komentarz do art. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi* [w:] *Komentarz do ustawy o funduszach inwestycyjnych*, red. A. Kidyba, t. I, Warszawa 2018, s. 31 i nast.

⁹ Więcej na temat finansowania *venture capital* i *private equity*: W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozałewski, *Kapitał Wysokiego Ryzyka*, Warszawa 2011, s. 40–66.

w formie polskich spółek prawa handlowego. Do momentu omawianej nowelizacji ustawy o funduszach podmioty te funkcjonowały w przeważającej mierze wyłącznie w oparciu o stosowne normy prawa handlowego – brak było natomiast regulacji z zakresu rynku kapitałowego odnoszących się do szczegółowych zasad ich funkcjonowania, w tym zasad prowadzenia przez nie działalności inwestycyjnej.

W niniejszym artykule przedstawione zostaną najistotniejsze aspekty dotyczące funkcjonowania alternatywnych spółek inwestycyjnych (dalej jako: ASI) i zarządzających ASI, jako nowego rodzaju podmiotów reglamentowanych na polskim rynku kapitałowym.

2. Alternatywne fundusze inwestycyjne

Implementacja do polskiego porządku prawnego dyrektywy ZAFI, nieunikniona i wyczekiwana ze względu na pożądaną stabilność na wspólnotowych rynkach finansowych, oznaczała spore wyzwanie dla polskiego ustawodawcy. Kwestią podstawową, budzącą jednocześnie znaczne zainteresowanie ze strony uczestników rynku kapitałowego, było ustalenie kręgów podmiotów, które uznane zostaną za **alternatywne fundusze inwestycyjne** (dalej jako: AFI) i ich zarządzających. Na gruncie polskich regulacji nie ulegało wątpliwości, że część funduszy inwestycyjnych funkcjonujących już wcześniej na podstawie ustawy o funduszach zostanie wskutek implementacji dyrektywy ZAFI uznana za AFI – jednocześnie wiadomym było, że definicja AFI zawarta w dyrektywie ZAFI jest na tyle szeroka, że obejmuje ona również podmioty inne niż regulowane fundusze inwestycyjne. Warto podkreślić, że dyrektywa ZAFI nie reguluje działalności samych AFI (wynika to z motywu 10 preambuły dyrektywy ZAFI), pozostawiając tę kwestię regulacji krajowych ustawodawców. Niemniej zawiera ona ogólną definicję AFI, która to stanowiła najistotniejszy punkt odniesienia dla polskiego ustawodawcy przy ustalaniu katalogu podmiotów, które w świetle prawa polskiego miały zostać zaklasyfikowane jako AFI i ich zarządzających. Co więcej, już w samej dyrektywie ZAFI używa się określenia „**przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania**” w stosunku do AFI, wskazując tym samym, że jej zakresem objęte są nie tylko regulowane w konkretnych porządkach prawnych fundusze inwestycyjne, ale także inne podmioty, które ze względu na wykonywanie działalności określonej dla AFI są traktowane jako AFI.

Zgodnie z art. 4 ust. 1 lit. a i b dyrektywy ZAFI, za zarządzających AFI rozumie się osoby prawne, których stała działalność polega na zarządzaniu jednym lub większą liczbą AFI, podczas gdy same AFI to przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, w tym subfundusze takich przedsiębiorstw, które pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów oraz nie potrzebują zezwolenia na mocy art. 5 dyrektywy UCITS¹⁰. Szeroka definicja AFI, wynikająca z art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI, została wiernie

¹⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji 2010 (Dz. Urz. UE L 257/186 z 28.08.2014 r.); dalej jako: dyrektywa UCITS.

odzwierciedlona w art. 2 pkt 10a ustawy o funduszach. Zgodnie z art. 5 ust. 1 dyrektywy ZAFI, zarządzający AFI może działać jako zewnętrznie zarządzający (będący osobą prawną mianowaną przez AFI lub w imieniu AFI) albo jako wewnętrznie zarządzający AFI, a więc być podmiotem tożsamym z AFI. Wewnętrzne zarządzanie możliwe jest wyłącznie wówczas, gdy pozwala na to forma prawna AFI – w takiej sytuacji to sam AFI podlega licencjonowaniu jako zarządzający AFI.

Definicje AFI oraz zarządzającego AFI zostały w dyrektywie ZAFI ukształtowane w sposób bardzo szeroki. Z jednej strony umożliwiło to ustawodawcom poszczególnych krajów członkowskich UE dostosowanie katalogu form prawnych, w ramach których AFI i zarządzający AFI prowadzić mogą działalność, do poszczególnych porządków prawnych. Należy jednak zwrócić uwagę, że tak szerokie zdefiniowanie AFI przysparza wielu kłopotów dotyczących jednoznacznego określenia, czy dana działalność kwalifikowana powinna być jako działalność AFI.

Przed wyznawaniem określenia katalogu dopuszczalnych form działalności AFI stanął również polski ustawodawca. Nie podjął się on utworzenia zupełnie nowych form prawnych umożliwiających prowadzenie działalności jako AFI i ich zarządzający. Ustawodawca objął nią natomiast wyłącznie podmiotowo zidentyfikowane i występujące do tej pory formy prowadzenia działalności inwestycyjnej na rynku krajowym (innej niż regulowana działalność inwestycyjna prowadzona np. przez fundusze inwestycyjne), wprowadzając jednakże dla części z nich pewne obostrzenia.

Wskutek nowelizacji ustawy o funduszach od 4 czerwca 2016 r. na polskim rynku funduszy inwestycyjnych funkcjonuje nowy podział funduszy inwestycyjnych, określony w art. 3 ust. 4 ustawy o funduszach. Katalog ten obejmuje z jednej strony fundusze inwestycyjne otwarte (dalej jako: FIO), z drugiej zaś alternatywne fundusze inwestycyjne, do których należą specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (dalej jako: SFIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (dalej jako: FIZ). Podział ten odzwierciedla funkcjonujący w świetle prawa unijnego podział na **fundusze UCITS – compliant** i **fundusze AIFM – compliant**, a więc fundusze (inwestycyjne) funkcjonujące zgodnie z dyrektywą UCITS oraz fundusze (inwestycyjne) działające na podstawie dyrektywy ZAFI. W tym miejscu wyraźnego podkreślenia wymaga jednak to, że wszystkie wskazane powyżej typy funduszy inwestycyjnych – a więc FIO, SFIO i FIZ – funkcjonowały już wcześniej na polskim rynku. Między poszczególnymi rodzajami funduszy inwestycyjnych istnieje wiele różnic dotyczących przede wszystkim rodzaju tytułów uczestnictwa w funduszu, ich płynności oraz możliwości „wejścia” do funduszu¹¹. Dla SFIO i FIZ ich zewnętrznie zarządzającymi AFI są towarzystwa funduszy inwestycyjnych (dalej jako: towarzystwo), będące – zgodnie z art. 4 ust. 1 ustawy o funduszach – podmiotem tworzącym i zarządzającym funduszem, a także reprezentującym go w stosunkach z osobami trzecimi.

Jednakże – wskutek implementacji dyrektywy ZAFI – za AFI, w świetle ustawy o funduszach (art. 8a ust. 1) uznana została również zupełnie nowa kategoria podmiotów regulowanych, określona jako alternatywne spółki inwestycyjne (ASI).

¹¹ Więcej na temat różnic pomiędzy poszczególnymi rodzajami funduszy inwestycyjnych: A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015, s. 162–165.

Zasygnalizowana w zastosowanym nazewnictwie *alternatywność* ASI i innych rodzajów AFI dotyczy przede wszystkim zamkniętego charakteru działalności AFI, odróżniającego AFI od funduszy typu otwartego (funduszy UCITS – *compliant*). Zamkniętość ta polega m.in. na ograniczeniu możliwości dokonywania przez osoby fizyczne (a więc inwestorów nieinstytucjonalnych) inwestycji za pośrednictwem ASI i innych podmiotów kwalifikowanych jako AFI.

Objęcie zakresem stosowania ustawy o funduszach alternatywnych spółek inwestycyjnych stanowi najistotniejszy z punktu widzenia funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego element nowelizacji ustawy o funduszach z roku 2016. Podmioty inne niż fundusze inwestycyjne, prowadzące działalność inwestycyjną tożsamą z działalnością AFI określoną w dyrektywie ZAFI oraz w znowelizowanej ustawie o funduszach, funkcjonowały już bowiem na polskim rynku kapitałowym przed 4 czerwca 2016 r., jednakże wyłącznie w oparciu o przepisy prawa handlowego. Doraźnym skutkiem prawnym zdefiniowania w ustawie o funduszach ASI, zarządzających ASI oraz ich działalności, a także określenia, że działalność inwestycyjna odpowiadająca działalności ASI może być wykonywana wyłącznie w formach wskazanych w ustawie o funduszach, była konieczność dostosowania swojej działalności – w tym regulacji wewnętrznych – do nowych wymogów.

3. Alternatywne spółki inwestycyjne i ich zarządzający – dopuszczalne formy prawne prowadzenia działalności

Zgodnie z art. 8a ust. 1 **ASI jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym**, innym niż określony w art. 3 ust. 4 pkt 2 (a więc AFI innym niż FIZ i SFIO). Wyraźnie zaznaczyć należy więc, że ASI nie jest funduszem inwestycyjnym tworzonym i zarządzanym przez towarzystwo. W praktyce oznacza to znacznie mniejszy formalizm związany z ich działalnością – ustawowe wymogi w zakresie działalności funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych (podmiotów tworzących i zarządzających funduszami inwestycyjnymi) są istotnie obszerniejsze i bardziej wymagające niż regulacje w zakresie ASI i zarządzających ASI.

Wyłącznie dopuszczalne prawnie formy, w ramach których działalność prowadzić mogą odpowiednio ASI i zarządzający ASI, uregulowane zostały w art. 8a ust. 2 i art. 8b ust. 2 ustawy o funduszach. I tak alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi mogą być spółki kapitałowe (spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością), w tym spółki europejskie, jak również spółki osobowe, takie jak spółki komandytowe lub komandytowo-akcyjne. W przypadku ASI będących spółkami osobowymi istnieje jednakże dodatkowy wymóg, by ich jednym komplementariuszem była spółka kapitałowa, w tym spółka europejska – będąca zewnętrznym zarządzającym ASI. Sam zarządzający ASI jest natomiast, zgodnie z art. 8b ust. 2 ustawy o funduszach, zawsze spółką kapitałową.

W przypadku ASI będących spółkami kapitałowymi mamy do czynienia z wewnątrznie zarządzanymi ASI, a więc sytuacją, gdy jeden podmiot jest jednocześnie ASI i jej zarządzającym (zarządzającym ASI zgodnie z art. 8b ust. 2 pkt 1 w zw. z art. 8a ust. 2 pkt 1 ustawy o funduszach). Spółka kapitałowa, prowadząca w tym przypadku działalność inwestycyjną jako ASI, jest bowiem zarządzana wewnątrznie przez własne organy.

Natomiast w przypadku spółek komandytowych i komandytowo-akcyjnych działających jako ASI mamy do czynienia z zewnątrznie zarządzanymi ASI. Spółki te zarządzane są przez działających w formie spółek kapitałowych, w tym spółek europejskich (art. 8b ust. 2 pkt 2 ustawy o funduszach) zewnątrznie zarządzających ASI. Co istotne, to właśnie zewnątrznie zarządzający ASI ma być, zgodnie z ustawą o funduszach, jedynym komplementariuszem takiej ASI. W przypadku zewnątrznie zarządzanych ASI mamy więc do czynienia z wyraźnym rozdzieleniem roli samej ASI i roli zarządzającego ASI. Dotychczasowa praktyka rynkowa w zakresie działalności ASI i ich zarządzających wskazuje, że to właśnie model zewnętrznego zarządzania ASI jest popularniejszym rozwiązaniem. Wynikać może to z wielu czynników, przy czym możliwość jednoczesnego zarządzania wieloma ASI przez jednego zarządzającego, a tym samym możliwość elastycznego podejścia do inwestycji dokonywanych przez zarządzane przez danego zarządzającego ASI spółki, są z pewnością istotnymi czynnikami wpływającymi na decyzję osób pragnących rozpocząć działalność w ramach ASI (i zarządzającego ASI).

4. Alternatywne spółki inwestycyjne i ich zarządzający – dopuszczalny przedmiot działalności

Najistotniejszym elementem pozwalającym na zrozumienie charakterystyki ASI i ich zarządzających jest przedstawienie dopuszczalnego przedmiotu działalności tych podmiotów. W świetle przepisów ustawy o funduszach to bowiem przedmiot działalności podmiotu, a nie jego forma prawna, przesądza o możliwości kwalifikacji danego podmiotu jako ASI i zarządzający ASI. Definicje przedmiotu działalności ASI i zarządzającego zostały sporządzone na zasadzie wyłączności: zarówno podmiotowej, jak i przedmiotowej. Działalność ASI oraz zarządzającego ASI może być wykonywana wyłącznie w formach prawnych wskazanych w ustawie o funduszach, a także nie może być łączona z jakąkolwiek inną działalnością. Warto mieć jednak na uwadze, że dopuszczalna forma prawna ASI jest wyłącznie kwestią wtórną – podmioty, które wykonują działalność odpowiadającą działalności ASI (a więc gromadzą kapitał od wielu inwestorów w celu inwestowania go w interesie tych inwestorów, zgodnie z określoną polityką inwestycyjną), zawsze muszą dostosować się do wymogów ustawy o funduszach, w tym wymogów w zakresie dopuszczalnej formy prawnej. Prowadzenie działalności inwestycyjnej w formie prawnej innej niż przewidziana w ustawie o funduszach nie oznacza, że podmiot taki nie jest ASI i nie podlega nadzorowi ze strony KNF, a wyłącznie, iż prowadzi on swoją działalność w sprzeczności z przepisami ustawy o funduszach. Rozwiązanie to wynika z dyrektywy ZAFI – intencją unijnego ustawodawcy było objęcie zakresem dyrektywy ZAFI, a w konsekwencji również implementujących ją przepisów państw członkowskich UE, wszystkich form zbiorowego inwestowania (nieobjętych zakresem dyrektywy UCITS).

Zgodnie z art. 8a ust. 3 ustawy o funduszach, przedmiot działalności ASI stanowi wyłącznie **zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną**. Natomiast, zgodnie z art. 70e ustawy o funduszach, przedmiotem działalności zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, w tym wprowadzanie

tej spółki do obrotu, oraz zarządzanie unijnym AFI, w tym wprowadzanie tych AFI do obrotu.

Pomimo iż w świetle dyrektywy ZAFI oraz implementującej jej przepisy ustawy o funduszach to zarządzający ASI są podmiotami regulowanymi (licencjonowanymi i nadzorowanymi przez odpowiednie organy nadzoru), to w pierwszej kolejności warto skupić się na analizie charakterystyki działalności samych ASI. Nie można bowiem mówić o zarządzaniu ASI, gdy podmiot zarządzany nie wykonuje działalności kwalifikowanej jako ASI.

Definicja przedmiotu działalności ASI z art. 8a ust. 3 ustawy o funduszach, odzwierciedlająca definicję AFI z dyrektywy ZAFI, może przysparzać wielu problemów, wynikających w szczególności z jej znacznego stopnia ogólności. Każdy z elementów tej definicji, a więc zbieranie aktywów, wielość inwestorów, lokowanie aktywów w interesie tych inwestorów, działalnie zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, a także wymóg wyłączności tego przedmiotu działalności, jest szerokim zagadnieniem, wymagającym szczegółowej analizy. W praktyce oznacza to problemy z ustaleniem, czy działalność danego podmiotu kwalifikowana powinna być jako działalność ASI w świetle ustawy o funduszach, a w konsekwencji, czy podmiot wykonujący taką działalność powinien być licencjonowany i następnie nadzorowany.

Ze względu na ograniczony charakter niniejszego opracowania nie ma możliwości szczegółowego omówienia wszystkich elementów składowych definicji ASI i ich przedmiotu działalności. Niemniej warto zwrócić uwagę na najbardziej problematyczne aspekty z tym związane. Warto mieć na uwadze fakt, iż w Wytycznych w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI (ESMA/2013/611; dalej jako: wytyczne ESMA)¹², opublikowanych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, zawarte zostały wytyczne w zakresie poszczególnych elementów definiowania działalności AFI. Wytyczne te mogą więc być przydatne przy badaniu zasadności kwalifikacji działalności danego podmiotu jako ASI w świetle ustawy o funduszach – odnoszą się one bowiem m.in. do pozyskiwania kapitału czy wielości inwestorów.

Zgodnie z wytycznymi ESMA ASI (jako AFI) nie może wykazywać ogólnego celu handlowego lub przemysłowego. Oznacza to, że ASI nie może prowadzić działalności handlowej rozumianej jako kupno, sprzedaż i/ lub wymiana towarów i artykułów, a także polegającej na świadczeniu usług niefinansowych. Niedopuszczalna jest również działalność o charakterze przemysłowym, polegająca na produkcji towarów lub budowie nieruchomości.

W związku z brakiem katalogu dopuszczalnych lokat ASI w ustawie o funduszach, spółki te mogą teoretycznie inwestować w każdego rodzaju aktywa. Ze względu jednak na powyższą interpretację wynikającą z wytycznych ESMA, problemów przysparzać może m.in. dokonywanie przez ASI inwestycji w nieruchomości (np. nabycie nieruchomości w celu generowania zysku z pobieranych czynszów). Wątpliwości nie powinno budzić natomiast, że działalność deweloperska nie powinna być kwalifikowana jako działalność ASI – nie wykazuje ona bowiem charakteru typowo inwestycyjnego. Pogląd taki znajduje odzwierciedlenie w projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości z dnia 25 kwietnia 2018 r. – w art. 23 tego projektu przewidziano bowiem

¹² https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pl_tra.pdf, 20.02.2019.

dodanie do art. 1a ust. 2 ustawy o funduszach punktu 15 stanowiącego, że działalność firm inwestujących w najem nieruchomości i spółek zależnych nie stanowi działalności zarządzania AFI (a więc również zarządzania ASI).

W kontekście kwalifikacji działalności danego podmiotu jako zarządzającego ASI warto zwrócić uwagę również na wyłączenie przewidziane w art. 1a ust. 2 pkt 8 ustawy o funduszach, zgodnie z którym działalność spółek holdingowych nie stanowi działalności zarządzania AFI. Ze względu na bardzo szeroki charakter definicji spółki holdingowej z art. 2 pkt 10d ustawy o funduszach wydaje się, że wiele podmiotów wykonujących działalność mogącą potencjalnie być działalnością ASI, może dokonać wewnętrznej (błędnej) kwalifikacji jako spółka holdingowa w świetle ustawy o funduszach.

W kontekście ustawowej definicji przedmiotu działalności ASI warto zwrócić również uwagę na możliwy krąg inwestorów tych podmiotów. Zgodnie z art. 8c ust. 1 i 2 ustawy o funduszach inwestorem ASI jest podmiot, który posiada prawa uczestnictwa tej spółki, podczas gdy jako prawa uczestnictwa ASI rozumie się odpowiednio udział w spółce lub akcję. Ustawa o funduszach przesądza również, że wkład do ASI w zamian za prawa uczestnictwa tej spółki może wnieść co do zasady wyłącznie podmiot spełniający kryteria klienta profesjonalnego, natomiast w przypadku zawiązywania spółki w drodze oferty publicznej wkład do ASI może wnieść także podmiot niespełniający kryteriów klienta profesjonalnego (art. 8c ust. 4 ustawy o funduszach). Za klienta profesjonalnego rozumie się co do zasady klienta instytucjonalnego (art. 2 ust. 13a ustawy o funduszach), cechującego się większą znajomością mechanizmów rynkowych, a tym samym mogącego realnie ocenić ryzyko związane z inwestycjami w ASI. W art. 70k ustawy o funduszach przewidziano jednakże możliwość uznania klienta detalicznego za klienta profesjonalnego. Uznanie to następuje na wniosek potencjalnego klienta detalicznego i dokonywane jest przez zarządzającego ASI w przypadku stwierdzenia, że podmiot ten posiada wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych oraz właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Możliwość uznania klienta detalicznego za klienta profesjonalnego wydaje się być niezwykle istotna z punktu widzenia funkcjonowania ASI na rynku kapitałowym. Niejednokrotnie bowiem inwestorami cieszącymi się sporą popularnością funduszy *venture capital*, kwalifikowanych jako ASI, są często zamożne osoby fizyczne, szukające alternatywnych inwestycji posiadanego kapitału. Warto zaznaczyć, że brak jest wymogów w zakresie minimalnego zaangażowania kapitałowego danego inwestora ASI. Jest to istotna różnica w stosunku do innego rodzaju AFI, a więc niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych – osoba fizyczna może nabyć certyfikaty inwestycyjne tych funduszy za kwotę nie mniejszą niż równowartość 40000 euro, co stanowi istotną barierę dla inwestorów mniej zamożnych.

Warto zwrócić również uwagę na charakterystykę działalności zarządzających ASI. Jest to o tyle istotne, że w świetle dyrektywy ZAFI i ustawy o funduszach to właśnie zarządzający ASI są podmiotami licencjonowanymi i nadzorowanymi przez odpowiednie organy nadzorcze. Zgodnie z art. 70e ustawy o funduszach, przedmiotem działalności zarządzającego ASI może być wyłącznie **zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną**, w tym wprowadzanie tej spółki do obrotu, oraz zarządzanie unijnym AFI, w tym wprowadzanie tych AFI do obrotu. Warto na marginesie zaznaczyć, że zarządzanie

unijnym AFI może być przedmiotem działalności wyłącznie zewnętrznie zarządzającego ASI, a także iż zewnętrznie zarządzający ASI może zarządzać jednocześnie więcej niż jedną alternatywną spółką inwestycyjną. Definicja zarządzania ASI zawarta w ustawie o funduszach jest również szeroka i w konsekwencji równie problematyczna co definicja przedmiotu działalności samej ASI. Załącznik I do dyrektywy ZAFI prezentuje jednak wytyczne w zakresie dopuszczalnej działalności zarządzających AFI. Określono tam minimalny zakres funkcji w zakresie zarządzania inwestycyjnego, które musi wykonywać zarządzający AFI (a więc również i zarządzający ASI w rozumieniu ustawy o funduszach). Do zakresu tego należy mianowicie zarządzanie portfelami inwestycyjnymi oraz zarządzanie ryzykiem spółki. Dodatkowo w załączniku tym wskazano inne dopuszczalne funkcje, jakie zarządzający AFI może wykonywać, mające jednakże charakter pomocniczy w stosunku do podstawowych elementów zarządzania ASI.

Ustawa o funduszach definiuje natomiast pojęcie „**wprowadzania ASI do obrotu**”, stanowiące element definicji dopuszczalnego przedmiotu działalności zarządzającego ASI. Zgodnie z art. 1a ust. 28a ustawy o funduszach rozumie się przez to proponowanie objęcia nowych lub podwyższenia wartości nominalnej istniejących udziałów, proponowanie objęcia akcji nowej emisji oraz sprzedaż akcji własnych oraz podejmowanie czynności związanych z przystąpieniem do spółki nowych komandytariuszy lub zwiększeniem wkładu dotychczasowych komandytariuszy.

5. Licencjonowanie działalności zarządzających ASI

Nowelizacja ustawy o funduszach z 2016 r. przyniosła znaczne zmiany dla całego rynku kapitałowego w Polsce. Zmiany te były jednak szczególnie wyraźne w przypadku podmiotów prowadzących jeszcze przed tą nowelizacją działalność inwestycyjną (odpowiadającą przedmiotowi obecnie uregulowanej w ustawie o funduszach działalności ASI i ich zarządzających) w formie innej niż fundusz inwestycyjny, a więc bez nadzoru odpowiedniego organu (w przypadku Polski organem nadzoru dla podmiotów funkcjonujących na podstawie ustawy o funduszach jest, zgodnie z art. 1 ust. 2 pkt 4 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym¹³, Komisja Nadzoru Finansowego; dalej jako: KNF). Przed nowelizacją podmioty te działały w oparciu o przepisy prawa powszechnie obowiązującego, w szczególności przepisy prawa handlowego – nie były jednak zmuszone do dostosowania się do żadnych szczegółowych przepisów regulujących ich działalność o charakterze inwestycyjnym, a także mogły tę działalność dowolnie łączyć z innymi rodzajami działalności. Implementacja dyrektywy ZAFI istotnie zmieniła ich sytuację. Co istotne, działalność zarządzających ASI od momentu wejścia w życie nowelizacji ustawy, a więc od 4 czerwca 2016 r., jest działalnością reglamentowaną i podlega nadzorowi KNF. Same alternatywne spółki inwestycyjne nie są objęte bezpośrednim nadzorem KNF, a wyłącznie w sposób pośredni, poprzez nadzór nad ich zarządzającymi.

Ustawa o funduszach przewiduje dwa reżimy nadzorcze w stosunku do zarządzających ASI jako podmiotów licencjonowanych i nadzorowanych przez KNF. Zgodnie z art. 70a ust. 1 i 2 ustawy o funduszach, zarządzającym ASI może być wyłącznie

¹³ Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2018, poz. 621).

spółka kapitałowa, o której mowa w art. 8b ust. 2 ustawy o funduszach, z siedzibą na terytorium RP, która uzyskała zezwolenie KNF na wykonywanie działalności jako zarządzający ASI, natomiast w przypadku zarządzania portfelami inwestycyjnymi o niskiej wartości, spółka kapitałowa, o której mowa w art. 8b ust. 2 ustawy o funduszach, z siedzibą na terytorium RP może wykonywać działalność jako zarządzający ASI bez zezwolenia Komisji, po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI. Oznacza to, że zarządzający ASI (a nie sama alternatywna spółka inwestycyjna) musi uzyskać stosowne zezwolenie KNF lub też wpis do rejestru zarządzających ASI prowadzonego przez KNF, by móc rozpocząć swoją działalność inwestycyjną. Prowadzenie działalności inwestycyjnej, która kwalifikowana jest jako działalność zarządzającego ASI, bez zezwolenia KNF lub wpisu do rejestru zarządzających ASI, zagrożona jest grzywną do 10 000 000 zł i karą pozbawienia wolności do lat 5 (art. 287 ustawy o funduszach).

Możliwość wprowadzenia do polskiej ustawy o funduszach łagodniejszego reżimu w stosunku do zarządzających ASI zarządzających portfelami inwestycyjnymi o niskiej wartości wynika z art. 3 ust. 2 dyrektywy ZAFI. Warto jednak zauważyć, że zgodnie z dyrektywą ZAFI wprowadzenie łagodniejszego reżimu w zakresie licencjonowania zarządzających AFI jest dobrowolne. Polski ustawodawca zdecydował się jednak na taki dualizm w zakresie licencjonowania zarządzających ASI, wprowadzając możliwość działania na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI.

Wpis do rejestru zarządzających ASI przysługuje, zgodnie z art. 70zc ust. 1 ustawy o funduszach, wyłącznie w sytuacji, gdy łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza zarządzać lub zarządza zarządzający ASI, nie przekracza – z uwzględnieniem art. 2 rozporządzenia 231/2013¹⁴ – wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 000 000 euro, a w przypadku gdy zarządzający ASI zarządza wyłącznie spółkami, które nie stosują dźwigni finansowej AFI i w których prawa uczestnictwa mogą być odkupione po co najmniej 5 latach od momentu ich nabycia – równowartości kwoty 500 000 000 euro.

Zarządzający ASI, działający na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI, podlegają ograniczonemu reżimowi w stosunku do podmiotów działających na podstawie zezwolenia na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI. Oprócz konieczności przejścia mniej wymagającego procesu licencjonowania, podmioty takie zobowiązane są do spełnienia mniej restrykcyjnych wymogów ustawowych w zakresie ich działalności¹⁵. Przykładowo ustawa o funduszach nie przewiduje wymogów kapitałowych wobec zarządzających ASI podlegających wpisowi czy też nie określa minimalnej liczby członków ich organów oraz ich wykształcenia i doświadczenia, podczas gdy zarządzający ASI, którzy ze względu na wartość zarządzanych aktywów muszą uzyskać stosowne

¹⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (D. Urz. UE L 83z 22.03.2013), s. 1.

¹⁵ A. Nowak, *Komentarz do art. 70(b) ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi* [w:] *Komentarz do ustawy o funduszach inwestycyjnych*, red. A. Kidyba, t. I, Warszawa 2018, s. 863–864.

zezwoleń ASI, muszą dostosować się do tych warunków. Zarządzający ASI może być więc spółką z ograniczoną odpowiedzialnością o kapitale zakładowym w wysokości 5 000 złotych, w której nie funkcjonuje rada nadzorcza, a w skład zarządu wchodzi osoby niemające doświadczenia na rynkach finansowych. Tak ograniczone wymogi formalne dotyczące zarządzających ASI mogą budzić wątpliwości w kontekście zagwarantowania należytego poziomu świadczonych usług (zarządzania ASI) i ochrony inwestorów ASI.

Warto w tym miejscu zauważyć, że zgodnie z przepisami ustawy o funduszach (art. 70s ust. 1 i 70zc ust. 2) do złożenia wniosku o wpis do rejestru zarządzających ASI czy o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI uprawnione są wyłącznie spółki kapitałowe w organizacji (w przypadku zamiaru prowadzenia działalności jako wewnętrznie zarządzający ASI) oraz spółki kapitałowe, które mają być komplementariuszem ASI, zgodnie z jej umową albo statutem, przed zgłoszeniem tej spółki do sądu rejestrowego (w przypadku zamiaru prowadzenia działalności jako zewnętrznie zarządzający ASI). Oznacza to, że rozpocząć działalność jako wewnętrznie zarządzający ASI nie może spółka kapitałowa już istniejąca (wpisana do rejestru przedsiębiorców KRS) – spółka taka nie zostanie wpisana do rejestru zarządzających ASI, nie otrzyma stosownego zezwolenia KNF. Zezwolenia KNF lub wpisu do rejestru zarządzających ASI nie otrzyma również spółka kapitałowa wskazująca zamiar zarządzania już istniejącą spółką komandytową lub komandytowo-akcyjną. Warto jednak zaznaczyć, że względu na okoliczność, iż podmioty kwalifikowane od momentu omawianej nowelizacji jako ASI i ich zarządzających mogły do 4 czerwca 2016 r. prowadzić działalność inwestycyjną bez konieczności uzyskania zezwolenia czy też rejestracji w KNF, w ustawie zmieniającej ustawę o funduszach¹⁶ przewidziany został roczny okres na dostosowanie działalności tych podmiotów do przepisów znowelizowanej ustawy o funduszach. Podmioty te, zgodnie z art. 54 ust. 1 ustawy zmieniającej, miały więc czas do 4 czerwca 2017 r. na złożenie do KNF wniosku o wpis do rejestru zarządzających ASI lub o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI. Zgodnie z art. 54 ust. 6 ustawy zmieniającej, wnioski te mogły obejmować już powstałe i działające spółki. Wprowadzenie tych regulacji przejściowych podyktowane było koniecznością zachowania stabilności na rynku kapitałowym.

Wymogi w zakresie licencjonowania działalności zarządzających ASI różnią się bardzo istotnie w zależności od reżimu, w jakim zarządzający ma funkcjonować, a więc w zależności od tego, czy ubiega się on o wpis do rejestru zarządzających ASI, czy też o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI – niejednokrotnie dysproporcje pomiędzy tymi reżimami mogą dziwić. W przypadku tej drugiej grupy, ustawa o funduszach przewiduje wymogi bardzo wysokie, zbliżające je do towarzystw funduszy inwestycyjnych. Postępowanie administracyjne w przedmiocie wpisu spółki do rejestru zarządzających ASI jest natomiast postępowaniem mało wymagającym – działalność zarządzających ASI funkcjonujących na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI stanowi więc obecnie najmniej sformalizowaną i prawdopodobnie najszybszą do zalegalizowania przed KNF formą działalności inwestycyjnej w Polsce.

¹⁶ Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016, poz. 615); dalej jako: ustawa zmieniająca.

6. Zakończenie

Nowelizacja ustawy o funduszach z 2016 r. przyniosła niewątpliwie wiele zmian dla funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego. Ze względu na konieczność implementacji do polskiego systemu prawnego regulacji dyrektywy ZAFI bezzasadne jest rozważanie, czy słuszne było w ogóle wprowadzenie regulacji dotyczących alternatywnych funduszy inwestycyjnych do ustawy o funduszach. W konsekwencji nowelizacji ustawy o funduszach powstał zamknięty i spójny z unijnymi regulacjami katalog form prawnych prowadzenia działalności instytucji wspólnego inwestowania. Zmiana ta była niewątpliwie dużym wyzwaniem dla podmiotów prowadzących działalność inwestycyjną w formach innych niż regulowane fundusze inwestycyjne.

Znacznym problemem związanym z implementacją dyrektywy ZAFI do polskiego porządku prawnego jest bardzo szerokie zdefiniowanie AFI i ich zarządzających, a w konsekwencji również ASI i zarządzających ASI. W praktyce funkcjonowania podmiotów zajmujących się szeroko rozumianą działalnością inwestycyjną powstają i zapewne wciąż powstawać będą kolejne wątpliwości, czy dany podmiot kwalifikowany będzie jako ASI. Okoliczność ta ma niewątpliwie negatywny wpływ na stabilność rynku kapitałowego, a także na szeroko rozumianą ochronę inwestorów, której zapewnienie było jedną z idei stojących za uchwaleniem dyrektywy ZAFI.

Na dzień 18 kwietnia 2019 r. żaden podmiot nie uzyskał zezwolenia na prowadzenie działalności jako zarządzający ASI, natomiast 97 podmiotów zostało wpisanych do rejestru zarządzających ASI – przeważająca większość jako zewnętrznie zarządzający ASI (sp. z o.o. jako zarządzający ASI, zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną działającą w formie spółki komandytowej)). Można zastanawiać się, czy statystyki te oddają skalę polskiego rynku, czy też wiele podmiotów jest nadal nieświadomych istnienia tych regulacji lub też świadomie prowadzi działalność odpowiadającą działalności ASI bez wpisu do rejestru zarządzających ASI. Niewątpliwie polski ustawodawca stara się zachęcić do prowadzenia działalności jako ASI i zarządzający ASI – przykładem pewnej zachęty może być wprowadzenie wraz z 1 stycznia 2019 r. zwolnienia z CIT dla dochodów (przychodów) ASI uzyskanych ze zbycia udziałów (akcji), pod warunkiem że ASI, która zbywa udziały (akcje), posiadała przed dniem zbycia bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale spółki, której udziały (akcje) są zbywane, nieprzerwanie przez okres dwóch lat¹⁷.

* * *

Alternative Investment Companies and Their Managers – New Regulated Investment Vehicle in Poland

The amendment of the Polish Investment Funds Act, that entered into force in June 2016, was aimed at implementation of the EU Directive on Alternative Investment Fund

¹⁷ Art. 17 ust. 1 pkt 58a ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2018, poz. 1036 ze zm.).

Managers (AIFMD). The above mentioned amendment has caused numerous changes in operation of legal entities active on the Polish capital market. The most notable changes concern the performance of entities providing investment services (investment undertakings) other than regulated investment funds. As a result of the amendment of the Investment Funds Act, since 2016 in Poland a new group of regulated investment vehicles has been existing – alternative investment companies.

Key words: investment funds, capital market, alternative investment companies