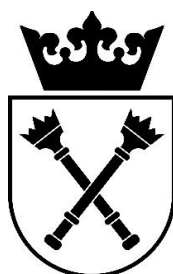


Uniwersytet Jagielloński
Wydział Prawa i Administracji
Katedra Prawa Gospodarczego Prywatnego



mgr Michał Włodarczyk

**Funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających
w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej**

Rozprawa doktorska
napisana pod kierunkiem
prof. dr hab. Andrzeja Szumańskiego

Kraków 2020

WYKAZ SKRÓTÓW	8
WSTĘP.....	15
1. Przedmiot i cel pracy oraz uzasadnienie wyboru tematu.....	15
2. Struktura pracy i metody badawcze	19
3. Przyjęte tezy i założenia	22
Rozdział 1. Zagadnienia pojęciowe	27
1.1 Wprowadzenie	27
1.2 Pojęcie funduszu <i>venture capital</i>	29
1.2.1 Elementy składowe definicji	29
1.2.2 <i>Venture capital</i> a <i>private equity</i>	33
1.3 Rodzaje funduszy <i>venture capital</i>	35
1.3.1 Prawne kryteria podziału.....	36
a) Forma organizacyjno-prawna prowadzenia działalności	36
b) Zakres podlegania regulacjom publicznoprawnym.....	38
c) Osobowość prawna i konstrukcja funduszu	39
d) Szczególne rodzaje funduszy	43
1.3.2 Ekonomiczne kryteria podziału.....	46
a) Zasięg geograficzny	46
b) Sposób inwestycji.....	48
c) Faza rozwoju spółek portfelowych.....	53
d) Wielkość inwestycji i profil inwestycyjny	57
1.4 Fundusz inwestycyjny.....	61
1.4.1 Struktura organizacyjna.....	66
a) Towarzystwo funduszy inwestycyjnych	66
b) Depozytariusz	69
1.4.2 Nadzór zewnętrzny i wewnętrzny	70
a) Nadzór zewnętrzny.....	72

b)	Nadzór wewnętrzny	75
1.4.3	Zagadnienia związane z działalnością funduszu.....	77
a)	Polityka inwestycyjna i cel inwestycyjny	78
b)	Dywersyfikacja portfela i kapitały własne.....	80
c)	Ograniczenia inwestycyjne oraz obowiązki informacyjne i sprawozdawcze	84
1.5	Alternatywny fundusz inwestycyjny	86
1.5.1	Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty	87
1.5.2	Fundusz inwestycyjny zamknięty	88
1.5.3	Alternatywna spółka inwestycyjna	89
1.6	Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną.....	90
1.7	<i>Startup</i> oraz małe i średnie przedsiębiorstwa.....	92
1.8	Podsumowanie.....	95
Rozdział 2. Alternatywna spółka inwestycyjna jako alternatywa dla działalności w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego		99
2.1	Wprowadzenie.....	99
2.2	Rozpoczęcie działalności i struktura prawna	100
2.3	Ograniczenia inwestycyjne oraz dodatkowe wymogi	105
2.4	Obowiązki informacyjne i sprawozdawcze.....	111
2.5	Koszty związane z prowadzeniem działalności	117
2.6	Podsumowanie.....	119
Rozdział 3. Funkcjonowanie funduszy <i>venture capital</i> w ujęciu prawnoporównawczym		124
3.1	Wprowadzenie.....	124
3.2	Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> w prawie luksemburskim	125
3.2.1	Rynek <i>venture capital</i>	126

3.2.2	Dopuszczalne struktury prawne	128
3.2.3	Odrębności regulacyjne	129
3.3	Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> w prawie niemieckim	130
3.3.1	Rynek <i>venture capital</i>	131
3.3.2	Dopuszczalne struktury prawne	132
3.3.3	Odrębności regulacyjne	134
3.4	Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> w prawie francuskim	135
3.4.1	Rynek <i>venture capital</i>	136
3.4.2	Dopuszczalne struktury prawne	137
3.4.3	Odrębności regulacyjne	138
3.5	Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> w prawie brytyjskim.....	139
3.5.1	Rynek <i>venture capital</i> i potencjalne skutki <i>Brexitu</i>	140
3.5.2	Dopuszczalne struktury prawne	142
3.5.3	Odrębności regulacyjne	143
3.6	Regulacje dotyczące funduszy <i>venture capital</i> w prawie USA	145
3.6.1	Rynek <i>venture capital</i>	145
3.6.2	Dopuszczalne struktury prawne i zarys regulacji.....	146
3.7	Podsumowanie	148

Rozdział 4. Przesłanki kwalifikacji podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna **152**

4.1	Wprowadzenie	152
4.2	Analiza podstawowych elementów definicji z art. 2 pkt 10a u.f.i.	154
4.2.1	Instytucja wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania	154
a)	Ogólny cel handlowy lub przemysłowy	156

b)	Generowanie zwrotu łączonego	159
4.2.2	Wielość inwestorów	160
a)	Inwestor alternatywnej spółki inwestycyjnej	162
b)	Wcześniej istniejąca grupa	164
c)	Codziennie prawo do decydowania lub kontroli	166
4.2.3	Zbieranie aktywów i pozyskiwanie kapitału	168
4.2.4	Lokowanie w interesie inwestorów	170
4.2.5	Określona polityka inwestycyjna	173
4.3	Klient profesjonalny, detaliczny i wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu	178
4.4	Wyłączenia i ograniczenia definicyjne	183
4.4.1	Spółki holdingowe	184
4.4.2	Przedsięwzięcia <i>joint ventures</i>	186
4.4.3	Spółki specjalnego przeznaczenia (SPV)	188
4.4.4	Podmioty typu <i>family office</i>	189
4.4.5	Spółki z sektora nieruchomości	190
4.5	Podsumowanie	191
Rozdział 5. Reglamentacja wykonywania działalności zarządzających alternatywną spółką inwestycyjną w Polsce		198
5.1	Wprowadzenie	198
5.2	Dopuszczalna struktura organizacyjna	200
5.2.1	Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną	201
a)	Charakterystyka i zakres zarządzania	201
b)	Moment złożenia wniosku do KNF	206
c)	Dostosowanie struktury do inwestycji <i>venture capital</i>	208
5.2.2	Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną	209
a)	Charakterystyka i zakres zarządzania	209

b)	Moment złożenia wniosku do KNF	211
c)	Dostosowanie struktury do inwestycji <i>venture capital</i>	212
5.3	Zezwolenie na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną	213
5.3.1	Wniosek do KNF	214
a)	informacje i dokumenty dotyczące zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną	215
b)	Informacje i dokumenty dotyczące alternatywnej spółki inwestycyjnej	221
c)	Dodatkowe informacje i dokumenty	227
5.3.2	Odmowa wydania zezwolenia	231
5.3.3	Wygaśnięcie i cofnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną	233
a)	Wygaśnięcie zezwolenia	234
b)	Cofnięcie zezwolenia	239
c)	Skutki wygaśnięcia lub cofnięcia zezwolenia	241
5.4	Wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi	244
5.4.1	Regulacje niemające zastosowania do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wykonujących działalność na podstawie wpisu do rejestru	253
5.4.2	Wniosek do KNF	260
5.4.3	Odmowa dokonania wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi	265
5.4.4	Wykreślenie z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi i skutki wykreślenia	268
5.5	Podsumowanie	271

Rozdział 6. Analiza empiryczna.....	275
6.1 Wprowadzenie.....	275
6.2 Podmioty wpisane do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.....	276
6.2.1 Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną.....	276
6.2.2 Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną.....	287
6.3 Fundusze <i>venture capital</i> nie działające w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej.....	293
6.4 Podsumowanie.....	298
ZAKOŃCZENIE.....	302
BIBLIOGRAFIA.....	314

WYKAZ SKRÓTÓW

1. Źródła prawa

dyrektywa MAD II	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku) (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 179 ze zm.)
dyrektywa MIFID	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1, ze zm.)
dyrektywa MIFID II	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 349, ze zm.)
dyrektywa UCITS V	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 (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 257, s. 186).
dyrektywa ZAFI	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.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1–73)
k.c.	Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (t. j. Dz. U z 2014 r. poz. 121 ze zm.)
k.p.a.	Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz. U. z 2013 r., poz. 267 ze zm.)
k.p.c.	Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego (t.j. Dz. U. z 2014 r. poz. 101 ze zm.)
k.s.h.	Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 ze zm.)
nowelizacja u.f.i.	Ustawa o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 4 maja 2016 poz. 615).
p.p.m.	Ustawa z dnia 4 lutego 2011 r. – Prawo prywatne międzynarodowe (tj. Dz.U. z 2015 r. poz. 1792 ze zm.)
p.p.s.a.	Ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (tj. Dz. U. z 2018, poz. 1302, ze zm.)
rozporządzenie MAR	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s. 1).
rozporządzenie MIFIR	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z dnia 12 czerwca 2014 r., s.84).
Rozporządzenie SE	Rozporządzenie Rady (WE) Nr 2157/2001 w sprawie statutu spółki europejskiej z dnia 8 października 2001 r. (dz. U. WE I. 294, poz. 1).

rozporządzenie ZAFI	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 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 83, str. 1)
u.f.i.	Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 1355 z późn. zm.).
u.n.r.f.	Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz. U. 2016. poz. 174, ze zm.).
u.n.r.k.	Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. 2016, poz. 1289, ze zm.).
u.o.	Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 483 z późn. zm.).
u.p.t.u.	Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2174 z późn. zm.).
u.p.d.o.f.	Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 1387 z późn. zm.).
u.p.d.o.p.	ustawa z 15.02.1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2018 r. poz. 1036 ze zm.)
u.r.	Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 351).

2. Organy i instytucje

AMF	Francuski organ nadzoru nad rynkiem finansowym (fran Autorité des marchés financiers)
BaFin	Niemiecki organ nadzoru nad rynkiem finansowym (niem Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)
CSSF	Luksemburski organ nadzoru nad rynkiem finansowym (fran Commission de Surveillance du Secteur Financier)

EBC	Europejski Bank Centralny
EBI	Europejski Bank Inwestycyjny
EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
ETPCz	Europejski Trybunał Praw Człowieka
EVCA	Europejskie Stowarzyszenie Venture Capital I Private Equity (ang. European Venture Capital and Private Equity Association)
FCA	Brytyjski organ nadzoru nad rynkiem finansowym (ang. Financial Conduct Authority)
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KRS	Krajowy Rejestr Sądowy
MFW	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MSR	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
NBP	Narodowy Bank Polski
NSA	Naczelny Sąd Administracyjny
OECD	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. Organization for Economic Co-operation and Development)
SEC	Amerykański organ nadzoru nad rynkiem finansowym (ang. Securities and Exchange Commission)
Sejm	Sejm Rzeczypospolitej Polskiej
SN	Sąd Najwyższy
TK	Trybunał Konstytucyjny
TS	Trybunał Sprawiedliwości
UE	Unia Europejska
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
WSA	Wojewódzki Sąd Administracyjny

3. Czasopisma i publikatory

Dz. U.	Dziennik Ustaw Rzeczypospolitej Polskiej
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
MP	Monitor Prawniczy

KPP	Kwartalnik Prawa Prywatnego
MOP	Monitor Prawniczy
MPH	Monitor Prawa Handlowego
PiP	Państwo i Prawo
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
Pr. Sp.	Prawo Spółek
PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego

4. Pozostałe skróty

AFI	alternatywny fundusz inwestycyjny
ASO	alternatywny system obrotu
ang.	angielski
art	artykuł
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
cyt	cytat
EUR	euro
FIO	fundusz inwestycyjny otwarty
FIZ	fundusz inwestycyjny zamknięty
fran	francuski
GmbH	<i>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i>
GP	<i>General partner</i>
KG	<i>Kommanditgesellschaft</i>
lit.	litera
LLC	<i>limited liability company</i>
LP	<i>limited partner</i>
ltd	<i>private company limited by shares</i>
m.in.	między innymi
MŚP	małe i średnie przedsiębiorstwa
n.	następne
nb.	numer boczny
niem	niemiecki
np.	na przykład
nr	numer
par.	paragraf

PE	<i>private equity</i>
PKD	polska klasyfikacja działalności
pkt	punkt
plc	public limited company
PLN	złoty
poz.	pozycja
r.	rok
red.	redakcja
RFN	Republika Federalna Niemiec
RP	Rzeczpospolita Polska
s.	strona
S.A.	spółka akcyjna
SA	<i>société anonyme</i>
SAS	<i>société par actions simplifiée</i>
SCS	<i>société en commandite simple</i>
SCSp	<i>société en commandite spéciale</i>
SFIO	specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty
SICAR	<i>société d'investissement à capital risque</i>
S.K.A.	spółka komandytowo-akcyjna
SE	spółka europejska
sp.k.	spółka komandytowa
sp. z o.o.	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
sygn.	sygnatura
t.	tom
t. j.	tekst jednolity
TFI	towarzystwo funduszy inwestycyjnych
tj	to jest
tłum	tłumaczenie
tzn.	to znaczy
tw.	tak zwany
UCITS	<i>undertakings for collective investments in transferable securities</i>
UK	Wielka Brytania

USA	Stany Zjednoczone Ameryki Północnej
ust.	ustęp
wg	według
ww	wyżej wymieniony
VC	<i>venture capital</i>
vol.	wolumin
ZASI	zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną
zd.	zdanie
ze zm.	ze zmianami
zob.	zobacz

WSTĘP

1. Przedmiot i cel pracy oraz uzasadnienie wyboru tematu

Przedmiotem niniejszej pracy jest funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. Jest to temat o dużej doniosłości praktycznej, który w ciągu ostatnich kilku lat systematycznie zyskuje na popularności, jednak dotychczas nie doczekał się jeszcze kompleksowego opracowania, w szczególności w kontekście funduszy *venture capital*. Dnia 4 czerwca 2016 r. weszła w życie nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹ w ramach implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r.² Na skutek rzeczzonej nowelizacji powstała nowa kategoria podmiotów, obejmująca spółki prowadzące nieregulowaną dotąd w ramach reżimu publicznoprawnego działalność inwestycyjną w Polsce. Mowa tutaj właśnie o tytułowych alternatywnych spółkach inwestycyjnych, które stanowią *nomen omen* alternatywę szczególnie dla działających dotychczas funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Alternatywna spółka inwestycyjna zdefiniowana została w art. 8a ust. 1 w zw. z art. 3 ust. 4 pkt 2 w zw. z art. 2 pkt 10a u.f.i. jako „instytucja wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędąca funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”, a zarazem „będąca alternatywnym funduszem inwestycyjnym, innym niż specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty”. Rekonstrukcja definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej powinna zostać ponadto uzupełniona o wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets

¹ Ustawa o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 4 maja 2016 poz. 615).

² 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.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1–73) – dalej dyrektywa ZAFI.

Authority³), które wprowadzicie nie mają formalnie mocy wiążącej i stanowią jedynie *soft law*⁴, ale są powszechnie respektowane, również przez Komisję Nadzoru Finansowego. Podobny charakter mają także stanowiska dotyczące najistotniejszych pojęć związanych z zagadnieniem alternatywnych spółek inwestycyjnych, wydawane sukcesywnie przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego⁵. Wykładnia prezentowana przez UKNF nie jest formalnie źródłem prawa, jednak z uwagi na fakt, iż właśnie KNF wydaje zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi i dokonuje ich rejestracji, a następnie także nadzoruje ich działalność⁶, to stosowanie się do owych interpretacji wydaje się znajdować głębokie uzasadnienie pragmatyczne. Niezwykle istotne w omawianym kontekście pozostaje również rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 231/2013⁷, które jest bezpośrednio stosowane w zakresie uzupełniającym postanowienia dyrektywy ZAFI.

Wymogiem rejestracji lub uzyskania zezwolenia KNF na prowadzenie działalności objęte są nie same alternatywne spółki inwestycyjne, ale podmioty zarządzające nimi. Obowiązek ten zmaterializował się w dniu 4 czerwca 2017 r., tj. wraz z upływem 12 miesięcy od dnia wejścia w życie wspomnianej nowelizacji, gdyż taki właśnie okres *vacatio legis* został wyznaczony przez art. 54 ustawy zmieniającej na dostosowanie działalności do nowych regulacji. W dniu 18 maja 2017 r., tj. niecały miesiąc przed upływem tego terminu, zostało opublikowane stanowisko Urzędu KNF⁸

³ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI* z dn. 13.08.2013 r., ESMA/2013/611 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pl_tra.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.) – dalej wytyczne ESMA.

⁴⁴ Niemniej jednak, w myśl art. 16 ust. 1 w zw. z ust 3 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE, właściwe organy i uczestnicy rynku finansowego muszą dołożyć wszelkich starań, aby zastosować się do tych wytycznych. Ponadto, właściwe organy, do których wytyczne mają zastosowanie, powinny zachować zgodność z wytycznymi, włączając je do swoich praktyk nadzorczych, w tym w szczególności w tych obszarach, w których poszczególne wytyczne są skierowane głównie do uczestników rynku finansowego.

⁵ Zob. m.in. stanowisko UKNF ws. wypełniania obowiązków informacyjnych oraz sprawozdawczych przez zarządzających ASI wpisanych do rejestru zarządzających ASI z dnia 29 stycznia 2019 r., stanowisko UKNF w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej z dnia 5 marca 2018 r. oraz stanowisko UKNF w sprawie sposobu określania przedmiotu działalności przez zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających ASI, jak również sposobu określania przedmiotu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej z dnia 24 stycznia 2018 r.

⁶ Zob. m.in. art. 70ze ust 2, 70zk ust. 1, 70zl ust. 1, 70zm ust. 1 oraz 70zn ust. 1 u.f.i.

⁷ 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 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 83, str. 1) – dalej rozporządzenie ZAFI.

⁸ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 maja 2017 r. w sprawie identyfikacji przez spółki publiczne oraz inne podmioty czy ich działalność wymaga rejestracji lub zezwolenia KNF na

z ostrzeżeniem o ewentualnych surowych konsekwencjach niedokonania przez wskazane podmioty terminowej autoidentyfikacji jako wewnątrznie lub zewnątrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną. Komisja powołała się przy tym na dwa przepisy karne zawarte w ustawie, określające czyny zabronione stanowiące przestępstwa publicznoskargowe ścigane z urzędu, którym mogą podlegać osoby prowadzące wspomnianą działalność. Warto zaznaczyć, że w myśl pierwszego ze wskazanych przepisów, tj. art. 287 ust. 1 u.f.i., za lokowanie środków pieniężnych bez zezwolenia albo wpisu do rejestru grozi kara grzywny do 10 000 000 zł i kara pozbawienia wolności do lat 5. Za przestępstwo określone w art. 295 u.f.i. może natomiast zostać nałożona kara grzywny do 5 000 000 zł albo kara pozbawienia wolności do lat 5, albo obie te kary łącznie. Mimo to szacuje się jednak, że wiele podmiotów prowadzących działalność, którą można zakwalifikować jako zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, nie zgłosiło dotychczas ani wniosku o wpis do rejestru, ani o udzielenie zezwolenia na prowadzenie przedmiotowej działalności.

Mało prawdopodobne wydaje się, że ktoś mógłby nie zgłosić faktu wykonywania wspomnianej działalności pomimo świadomości grożącej kary oraz możliwości relatywnie łatwego wykrycia dokonywanych transakcji, mogących zostać przez organy publiczne zakwalifikowane jako rodzące obowiązek takiego zgłoszenia. Bardziej przekonującym wytłumaczeniem wydaje się być, że świadomość społeczna owych regulacji jest na tyle niewielka, iż nie każdy zdaje sobie sprawę ze zmiany stanu prawnego, która nastąpiła w ostatnich latach. Dotychczas bowiem zarówno fundusze *venture capital*, jak i inne przedsiębiorstwa prowadzące działalność o podobnym profilu, mogły prowadzić ją bez wymogu uzyskania zezwolenia ani wpisu do rejestru, podlegając jedynie regulacjom prywatnoprawnym, w tym Kodeksowi spółek handlowych. Warto podkreślić, że na skutek przywołanej nowelizacji została wprowadzona zasada *numerus clausus* katalogu form prawnych prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania w Polsce⁹. Pierwszą z nich są tzw. UCITS (ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*), do których zaliczamy w Polsce

podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2016 r. poz. 1896, z późn. zm.) oraz art. 54 ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615), dostępne pod https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_w_sprawie_obowiazku_identyfikacji_Zarzadzajacych_ASI_18_05_2017_56990.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)

⁹ M. Walenda, *Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikulów inwestycyjnych w Polsce*, Komisja Nadzoru Finansowego 2019, s. 8.

fundusz inwestycyjny otwarty oraz fundusz zagraniczny, a drugą – alternatywne fundusze inwestycyjne, w ramach których wyróżnia się specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty, unijny alternatywny fundusz inwestycyjny oraz tytułową alternatywną spółkę inwestycyjną. Istotne jest zatem, aby niniejsza problematyka została głębiej zbadana w ramach doktryny prawniczej, dzięki czemu większa liczba podmiotów będzie miała możliwość nie tylko zapoznania się z odpowiednimi regulacjami dotyczącymi owej działalności, ale również nabycia odpowiedniej wiedzy do jej prowadzenia. Z tego względu jednym z celów niniejszej pracy jest przeanalizowanie, jak tytułowe funkcjonowanie funduszy *venture capital* wpisuje się w regulacje dotyczące alternatywnych spółek inwestycyjnych.

Dodatkowym powodem wyboru tematu niniejszej pracy jest dynamicznie rozwijający się rynek *venture capital* – zarówno na świecie, jak i w Polsce. Z roku na rok coraz mniej atrakcyjny staje się dla inwestorów rynek publiczny, a jednocześnie rośnie popularność inwestycji prywatnych. Zgodnie ze statystykami przedstawianymi przez Bank Światowy w ciągu ostatnich 20 lat na giełdzie amerykańskiej, która od dekad inicjuje światowe trendy, liczba notowanych spółek zmniejszyła się z 8090 w 1996 r. prawie o połowę, tj. do 4397 w 2018 r.¹⁰ W Polsce natomiast, mimo że liczba ta póki co zdaje się nie spadać zbyt drastycznie, to znacznie zwiększa się ilość *delistingów*, czyli wycofań akcji spółek z obrotu na rynku giełdowym. W ciągu ostatnich 5 lat, zaledwie 8 *delistingów* w roku 2014, liczba tego typu operacji gospodarczych wzrosła prawie 3-krotnie, tj. do 23 w 2019 roku¹¹. Tym samym, ilość kapitału znajdującego się w prywatnym zarządzaniu w ciągu ostatnich ok. 10 lat wzrosła ponad dwukrotnie – z 2,2 bilionów dolarów w 2007 roku do prawie 5 bilionów w 2017 roku, z czego klasa aktywów obejmująca *private equity* i *venture capital* zwiększyła się odpowiednio z 1,47 biliona dolarów do 2,83 biliona¹². Ponadto, zgodnie ze stanem na początek 2019 roku, w Polsce działalność prowadzi już ponad 150 funduszy *venture capital*¹³.

¹⁰ World Bank, *Listed domestic companies, total - United States*, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?end=2018&locations=US&start=1996&view=chart> (dostęp: 15.02.2020 r.)

¹¹ Dane statystyczne publikowane na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na sierpień 2019), <https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw> (dostęp: 15.02.2020 r.).

¹² Global Alternatives Report, *Global PE&VC Report*, Preqin 2018, ISBN: 978-1-912116-14-0, s. 31.

¹³ J. Krysztofiak-Szopa, M. Wisłowska, Michał K., *The Golden Book of Venture Capital in Poland 2019*, Startup Poland, Warszawa 2019, s. 14.

2. Struktura pracy i metody badawcze

Niniejsza praca, w odniesieniu do opisywanych zagadnień, ustrukturyzowana została według kryterium od ogółu do szczegółu. W pierwszej kolejności zostały bowiem opisane materie najbardziej ogólne, dotyczące pierwszego członu tematu, tj. pojęcia funduszu *venture capital*, a następnie drugiego – alternatywnej spółki inwestycyjnej, która posiada definicję normatywną, zawartą w znowelizowanej ustawie. W kolejnym rozdziale znalazło się porównanie najważniejszych zagadnień dotyczących prowadzenia działalności przez fundusze *venture capital* w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, w szczególności funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych. W dalszej kolejności zaprezentowane zostało ujęcie prawnoporównawcze przedmiotowej problematyki. Następnie przedstawione zostały dwa najobszerniejsze i najbardziej szczegółowe rozdziały, dotyczące sedna omawianej problematyki, a zarazem zagadnień najbardziej skomplikowanych, gdyż prawie nieporuszanych jeszcze w doktrynie. Przeanalizowane zostały bowiem przesłanki kwalifikacji podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna na gruncie obowiązującej definicji ustawowej, uzupełnionej o wytyczne ESMA, stanowiska KNF i literaturę przedmiotu, po czym w kolejnym rozdziale opisane zostało zagadnienie reglamentacji wykonywania działalności zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w Polsce. Na koniec, aby dopełnić rozważania nad тезami niniejszej pracy, zaprezentowana została analiza empiryczna tytułowej problematyki. Szczegółowa struktura pracy przedstawia się w następujący sposób:

W rozdziale pierwszym przedstawione zostały zagadnienia pojęciowe o kluczowym znaczeniu dla omawianej tematyki. Przeanalizowano rozumienie pojęcia funduszu *venture capital* wraz z opisem elementów składowych tworzących przedmiotową definicję, a także wyeksponowano różnice pomiędzy terminami *venture capital* i *private equity*, które to często bywają mylnie utożsamiane ze sobą. Wyszczególnione zostały również rodzaje funduszy *venture capital* poprzez zestawienie ich z najważniejszymi podziałami funduszy inwestycyjnych wyróżnianych w literaturze przedmiotu. Ze względu na dużą liczbę typologii, zostały one podzielone w oparciu o kryteria prawne i ekonomiczne. Zbadano również najważniejsze definicje związane z omawianą problematyką, tj. definicję funduszu inwestycyjnego oraz wyszczególnienie jego organów i podstawowych zasad funkcjonowania; definicję alternatywnego funduszu

inwestycyjnego wraz z dalszym podziałem tej kategorii pojęciowej na konkretne typy, w tym alternatywną spółkę inwestycyjną; definicję zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, a także pojęcie *startupu*, które to pozbawione jest definicji normatywnej, przez co konieczne było posiłkowe wykorzystanie definicji małych i średnich przedsiębiorstw, zdefiniowanych przez prawodawcę unijnego.

W drugim rozdziale niniejszej pracy przedstawiono porównanie korzyści i strat, które z perspektywy inwestorów rozważających prowadzenie działalności inwestycyjnej w sektorze *venture capital* związane są z wyborem formy prawnej alternatywnej spółki inwestycyjnej zamiast funduszu inwestycyjnego zamkniętego, w szczególności funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych. Przed wprowadzeniem do polskiego porządku prawnego instytucji alternatywnej spółki inwestycyjnej wiele funduszy *venture capital* prowadziło bowiem działalność jako fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych. Zestawione zostały ze sobą zalety i wady obu form prawnych w kontekście rozpoczynania działalności, ograniczeń inwestycyjnych, obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych oraz kosztów związanych z prowadzeniem działalności.

W rozdziale trzecim omówione zostało funkcjonowanie funduszy *venture capital* w ujęciu prawnoporównawczym – przeprowadzono analizę komparatystyczną prawodawstwa w Luksemburgu, Niemczech, Francji, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych. Tamtejsze regulacje zostały zbadane nie tylko w celu oceny przepisów obowiązujących w Polsce z zakresu przedmiotowej problematyki, ale również, aby odpowiedzieć sobie na pytanie, czy z perspektywy polskich funduszy *venture capital* warto rozważyć stworzenie tam transgranicznych struktur prawnych. W każdym z wymienionych państw przeanalizowano funkcjonowanie rynku *venture capital* oraz obowiązujące go przepisy i dostępne struktury prawne, a także we wszystkich krajach europejskich zbadano regulacje dotyczące alternatywnych funduszy inwestycyjnych i ewentualne odrębności w tym zakresie.

Rozdział czwarty poświęcony został omówieniu złożonych i w praktyce niezmiernie problematycznych przesłanek kwalifikacji podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna, rodzących po stronie potencjalnego zarządzającego obowiązek wystąpienia z odpowiednim wnioskiem do KNF. Przeanalizowano kolejno pojęcie instytucji wspólnego inwestowania, przesłankę wielości inwestorów, zbierania aktywów, lokowania ich w interesie inwestorów oraz posiadania określonej polityki

inwestycyjnej. Zgłębiała została również definicja klienta profesjonalnego, do którego to w szczególności skierowana jest omawiana forma prawna. Dopuszczalne jest wprowadzenie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu wśród klientów nieprofesjonalnych, tj. detalicznych, lecz ustawa przewiduje taką możliwość jedynie w wyjątkowych przypadkach. Przedstawiono również ograniczenia i wyłączenia definicyjne dotyczące alternatywnej spółki inwestycyjnej. Dla dopełnienia wykładni przedmiotowych przesłanek przytoczono również wytyczne ESMA i stanowiska KNF odnoszące się do ich interpretacji.

W rozdziale piątym, będącym również najobszerniejszym, przedstawione zostało kluczowe zagadnienie dla tytułowej problematyki z punktu widzenia regulacji prawnych – reglamentacja wykonywania działalności przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w Polsce. Omówiona została tym samym dopuszczalna struktura organizacyjna, tj. prowadzenie działalności w formie zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i zarządzającego w sposób wewnętrzny, wraz z podstawowymi wątpliwościami, które pojawiają się w tym kontekście obu modeli. Następnie przeanalizowane zostały regulacje dotyczące dwóch trybów reglamentacji przedmiotowej działalności – zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną oraz wpisu do rejestru zarządzających. Przedstawiono również najdonioślejsze kwestie problematyczne, które mogą wyłonić się na tle złożenia przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wniosku o wpis do rejestru lub o uzyskanie przez niego zezwolenia na wykonywanie przedmiotowej działalności.

W ostatnim, szóstym rozdziale niniejszej pracy, przeprowadzono analizę empiryczną, zarówno w zakresie przedmiotu działalności podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jak i form prawnych funkcjonowania funduszy *venture capital* niewpisanych do tego rejestru. Opierając się na publicznych rejestrach, publikacjach i raportach branżowych, wykonano swoiste studium empiryczne przedmiotowego zagadnienia, aby zweryfikować prawidłowość tez przyjętych w niniejszej pracy. Badaniu poddani zostali wszyscy zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzący działalność w Polsce oraz wszystkie aktywne fundusze *venture capital*.

Zastosowaną metodą badawczą jest w szczególności metoda dogmatyczna, oparta na interpretacji poszczególnych przepisów prawa, przy uwzględnieniu poglądów wyrażonych w literaturze i doktrynie. Z uwagi na liczne finansowo-ekonomiczne aspekty wybranego tematu, skorzystano również z metody ekonomicznej analizy prawa, która wydaje się najwłaściwsza do opisanego zagadnienia na styku prawa i finansów. W celu spojrzenia na tematykę pracy z szerszej perspektywy, posłużono się ponadto metodą prawnoporównawczą oraz miejscami, incydentalnie, metodą historyczną. Z uwagi jednak na fakt, iż niniejsza praca ma mieć w szczególności wymiar praktyczny i stanowić pewnego rodzaju kompendium wiedzy w zakresie funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej na gruncie polskich regulacji, dwie ostatnie metody zostały potraktowane jedynie pomocniczo – wyeksponowano głównie podobieństwa i różnice między polskimi i zagranicznymi przepisami. Tym samym, analiza regulacji obowiązujących w Polsce została przeprowadzona znacznie bardziej szczegółowo niż analiza regulacji zagranicznych. Wykorzystano również metodę empiryczną w celu dowiedzenia postawionych tez oraz zbadania odpowiednich statystyk. Takie połączenie metod badawczych zdaje się bowiem dawać gwarancję rozważenia wszystkich aspektów omawianej tematyki.

3. Przyjęte tezy i założenia

Tezy niniejszej pracy można podsumować w następujący sposób:

- I. Alternatywna spółka inwestycyjna jest aktualnie optymalną formą prawną prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania w Polsce, które funkcjonują jako fundusze *venture capital*. W szczególności wybór tej formy prawnej jest z perspektywy zarządzających i inwestorów korzystniejszy niż prowadzenie działalności jako fundusz inwestycyjny zamknięty, w tym również posiadający status funduszu aktywów niepublicznych.
- II. Większość aktualnie zarejestrowanych w Polsce zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi to albo podmioty zarządzające funduszem *venture capital* (zewnątrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną), albo podmioty, które same prowadzą działalność o charakterze *venture capital* (wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną). Ponadto, relacja ta działa również w odwrotnym kierunku, tj. większość aktualnie

funkcjonujących w Polsce funduszy *venture capital* prowadzi działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej.

- III. Zakres definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej przyjęty przez polskiego ustawodawcę w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi jest wystarczająco szeroki, aby objąć wszystkie rodzaje działalności założone przez prawodawcę, a przy tym jednocześnie wystarczająco wąski, aby nie powodować nieuzasadnionego objęcia tymi regulacjami wszystkich drobnych inwestorów. W niniejszym zakresie implementacja dyrektywy ZAFI do polskiego porządku prawnego zasługuje tym samym na aprobatę, a jej wpływ na ogólne funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce należy ocenić pozytywnie, m.in. ze względu na zwiększenie zaufania społecznego do instytucji wspólnego inwestowania na skutek objęcia ich nadzorem sprawowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Z uwagi na fakt, iż problematyka funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej ma złożony i wielowątkowy charakter, niezbędne jest przyjęcie pewnych założeń wstępnych, aby z jednej strony ograniczyć zakres przedmiotowy niniejszej pracy, a z drugiej – wyjaśnić zasadność posługiwania się pewnymi pojęciami w kontekście omawianej tematyki.

Po pierwsze, należy mieć na uwadze, że tytułowa tematyka stanowi zagadnienie, które wyjątkowo rzadko poruszane jest wśród polskiej doktryny prawniczej. Przyczyn tego zjawiska można dopatrywać się w stosunkowo niedawnym wprowadzeniu do polskiego porządku prawnego instytucji alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz w fakcie, iż materia inwestycji *venture capital* niewątpliwie stanowi wąskie i niszowe zagadnienie. Niemniej jednak, należy podkreślić, iż od wprowadzenia wspomnianej nowelizacji nie ukazała się żadna publikacja monograficzna o charakterze naukowym dotycząca alternatywnych spółek inwestycyjnych. W ramach polskiej doktryny prawniczej, problematyka ta była dotychczas przedmiotem zaledwie kilku krótkich opracowań, sygnalizujących tylko najważniejsze kwestie problemowe. Z tego względu wiele z poczynionych rozważań oraz wątków poruszonych w niniejszej pracy ma charakter autorski, nieomawiany wcześniej w ramach polskiej doktryny. Tym samym, konieczne okazało się przeprowadzenie kwerendy literatury zagranicznej, szczególnie anglojęzycznej, zarówno w kontekście tematyki *venture capital*, jak i zagadnienia

alternatywnych funduszy inwestycyjnych. W odniesieniu do problematyki *venture capital* szczególnie pomocne okazały się publikacje amerykańskie z uwagi na niepodważalnie wiodącą rolę tamtejszego rynku w rozwoju inwestycji o charakterze *venture capital*. Ze względu na niewielką liczbę polskich opracowań w tym przedmiocie znaczna część anglojęzycznej terminologii była używana w jej oryginalnej postaci – przedstawiano przy tym tylko wolne tłumaczenia dla lepszego oddania znaczenia omawianych pojęć. W odniesieniu do alternatywnych funduszy inwestycyjnych skorzystano natomiast z dorobku naukowego innych państw należących do Unii Europejskiej, które zaimplementowały już dyrektywę ZAFI do swojego porządku prawnego, przez co musiały już zmierzyć się z wieloma przedstawianymi problemami, zarówno natury prawnej, jak i praktycznej.

Po drugie, jedną z przyczyn, dla których w polskiej doktrynie prawniczej tak rzadko porusza się tematykę *venture capital* może być jej wielowątkowy charakter, wymagający często specjalistycznej wiedzy z dyscypliny finansów i ekonomii. Aby w pełni zrozumieć wszelkie osobliwości związane z tytułową problematyką oraz biznesowe korzyści wynikające dla inwestorów z prowadzenia działalności poprzez mniej sformalizowaną od tradycyjnych typów funduszy, alternatywną spółkę inwestycyjną, wielokrotnie niezbędne jest sięgnięcie do publikacji branżowych, znacznie wykraczających swoim zakresem poza obszar ściśle prawniczy. Mając jednak na uwadze, że niniejsza praca stanowi opracowanie z dyscypliny nauk prawnych, powoływana literatura, należąca do dyscyplin naukowych innych niż prawo, w tym w szczególności finansowa i ekonomiczna, została ograniczona do niezbędnego minimum, pozwalającego na zrozumienie omawianych zagadnień. Niemniej jednak, poprzez swoiste połączenie dorobku prawniczego z kwerendą sektora finansowego i holistyczne spojrzenie na przedmiotową tematykę, niniejsza praca może posłużyć jako pewnego rodzaju kompendium wiedzy w ramach omawianej problematyki.

Po trzecie, pozornie mogłoby się wydawać, że przywołane w tytule alternatywne spółki inwestycyjne nie są funduszami, gdyż stanowią właśnie alternatywę wobec tego rodzaju podmiotów. Taki wniosek nie byłby jednak prawidłowy, gdyż przywołany wyżej przepis art. 8a ust. 1 u.f.i. stanowi, że alternatywna spółka inwestycyjna jest w istocie „alternatywnym funduszem inwestycyjnym”, jednak „innym niż specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty”. Ustawodawca doprowadził zatem do powstania pewnej niejasności i pozornej sprzeczności nomenklaturalnej pomiędzy tymi kategoriami pojęciowymi. Z drugiej

strony można jednak argumentować, że taki zabieg językowy znajduje uzasadnienie w potocznym rozumieniu wskazanych terminów. Alternatywna spółka inwestycyjna z definicji zajmuje się bowiem „zbieraniem aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów”, a zatem wpisuje się ściśle w ekonomiczną definicję funduszu, gdyż gromadzi wydzielone środki pieniężne, przeznaczone na określony cel inwestycyjny¹⁴. Można tym samym patrzeć na niniejszą problematykę z dwóch różnych perspektyw – z jednej strony, przy opisywaniu alternatywnych spółek inwestycyjnych uzasadnione jest posługiwanie się pojęciem spółki, a z drugiej strony, w ramach reżimu publicznoprawnego, na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, można używać w odniesieniu do niej pojęcia funduszu, zarówno w kontekście ekonomicznego rozumienia tego terminu, jak i z racji zaliczenia jej przez ustawodawcę do kategorii alternatywnych funduszy inwestycyjnych. W takim właśnie znaczeniu pojęcie to będzie używane w niniejszej pracy. Należy przy tym wyraźnie podkreślić, że alternatywna spółka inwestycyjna nie jest też odrębnym, pozakodeksowym typem spółki, lecz pojęcie to odnosi się do reżimu publicznoprawnego, mając swoje źródło w art. 8a u.f.i.

Po czwarte, przedmiotem analizy w niniejszej pracy będą szczególnie te spośród funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, które zostały wpisane do rejestru lub uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności w Rzeczypospolitej Polskiej, nie zaś w innym państwie członkowskim Unii Europejskiej. Tym samym, poza zakresem przedmiotowym znajdują się w szczególności desygnaty pojęć takich jak fundusz zagraniczny, spółka zarządzająca, unijny alternatywny fundusz inwestycyjny oraz zarządzający z UE. Wszystkie te terminy zostały zdefiniowane w art. 2 u.f.i. i dotyczą podmiotów, które odpowiednio uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności lub zostały zarejestrowane przez właściwy organ w państwie członkowskim UE innym niż Rzeczpospolita Polska. Mimo że zdecydowana większość rozważań poczynionych w niniejszej pracy będzie mogła znaleźć do powyższych podmiotów odpowiednie zastosowanie z uwagi na ograniczoną swobodę pozostawioną ustawodawcom krajowym przez prawodawcę unijnego, to należy mieć na uwadze, że ze względu na swoistość, którą charakteryzuje się instytucja dyrektywy Unii Europejskiej, każde z państw członkowskich miało możliwość wdrożenia przedmiotowych regulacji w nieco innym kształcie. Zostanie jednak

¹⁴ S. Biczynski, B. Miedziński, *Słownik ekonomiki i organizacji przedsiębiorstwa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, s. 44.

przeanalizowane, jak wybrane państwa europejskie poradziły sobie z implementacją owej dyrektywy oraz jak polskie regulacje prezentują się na ich tle. Poza zakresem przedmiotowym niniejszej pracy znajdują się również zagadnienia natury karnistycznej oraz kwestie prawopodatkowe. Zostaną one jedynie gdzieś tam zaszyfrowane, jednak ich szczegółowa analiza, jako wykraczająca poza tematykę ściśle gospodarczą, nie będzie przedmiotem przeprowadzanych badań.

Rozdział 1. Zagadnienia pojęciowe

1.1 Wprowadzenie

Dla zachowania klarowności rozważań przedstawionych w dalszej części niniejszej pracy konieczne jest osadzenie omawianej problematyki w ramach pewnej siatki pojęciowej, w szczególności w kontekście zakresu znaczeniowego funduszu *venture capital* i alternatywnej spółki inwestycyjnej. Pomimo, że pierwsze na świecie przedsięwzięcia noszące znamiona inwestycji *venture capital* sięgają ponad 200 lat wstecz¹⁵, ów rynek w Polsce rozwinął się stosunkowo niedawno. Początki tego typu inwestycji miały bowiem miejsce w naszym kraju dopiero w latach 90. XX wieku, po przemianie ustrojowej¹⁶. Z tego względu, w polskiej terminologii branżowej utarła się praktyka używania tytułowego anglojęzycznego pojęcia do nazwania tego typu inwestycji. Brak jest bowiem adekwatnego polskiego odpowiednika dla terminu *venture capital*. Pojawiają się jednak mniej lub bardziej udane próby tłumaczenia go, jak np. „kapitał ryzyka”¹⁷, „kapitał wysokiego ryzyka”¹⁸, „kapitał podwyższonego ryzyka”¹⁹, „kapitał spekulacyjny”²⁰. Większość z nich odwołuje się do ryzyka jako zasadniczego elementu omawianej tematyki, co jednak zdaje się nie oddawać całej istoty problemu. W niniejszym rozdziale zaprezentowane zostanie szerokie spektrum definicyjne pojęcia *venture capital*, a także funduszu VC, będącego niejako jego pochodną. Przedstawione zostaną definicje wskazanego pojęcia proponowane przez przedstawicieli zarówno polskiej doktryny, jak i doktryny zagranicznej, która zrodziła się znacznie wcześniej. Omówione zostaną również podstawowe typologie funduszy *venture capital* w oparciu o prawne i ekonomiczne kryteria podziału.

¹⁵ A. Dąbkowski, *Finansowanie innowacji - Venture Capital. Zarządzanie*, Teoria i Praktyka nr 1 (3), 2011, s. 55. Autor wskazuje, że spółka Societe Generale uważana jest za pierwszą, która dokonała tego typu inwestycji. Miało to miejsce w 1822 roku w Belgii. Niektórzy autorzy dopatrują się początków inwestycji *venture capital* nawet wcześniej, tj. pod koniec XVIII w. na terenach Wielkiej Brytanii. Zob. I. Fałat-Kilijańska, *Private equity - więcej niż kapitał*, CeDeWu 2014, s. 14.

¹⁶ B. Woś, *Venture capital w okresie transformacji systemowej w Polsce*, Polityka Gospodarcza, nr 1, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999, s. 194.

¹⁷ M. Krawczyk, *Venture capital w Polsce - od okresu transformacji systemowej po dzień dzisiejszy*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica nr 219/2008, s. 123.

¹⁸ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka: proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa, Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2006, ISSN 0867-7727 542, s. 26.

¹⁹ *Ibidem*

²⁰ B. Gabriel, *Pierwsze stadia venture capital na rynku polskim oraz europejskim*, Zarządzanie i Finanse 2013, r. 11, nr 2, cz. 2, s. 86. Określenie to nie zostało jednak powszechnie przyjęte w doktrynie, głównie ze względu na udział zarządzających funduszem *venture capital* w prowadzeniu spółki portfelowej. Autor ponadto słusznie zauważa, że spekulacja dotyczy głównie krótkoterminowych lokat kapitału, a nie inwestycji długoterminowych.

Zgłębienie pierwszego członu tytułu niniejszej pracy, tj. pojęcia funduszu *venture capital*, powinno zostać ponadto uzupełnione o analizę pozostałej części opisywanej problematyki. Z tego względu, w niniejszym rozdziale opisana zostanie definicja normatywna funduszu inwestycyjnego oraz jego dwóch rodzajów, tj. funduszu inwestycyjnego otwartego i alternatywnego funduszu inwestycyjnego, wraz z dalszym podziałem tego ostatniego na specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, funduszu inwestycyjny zamknięty oraz tytułową alternatywną spółkę inwestycyjną. Powyższy zakres rozważań, w odniesieniu do funduszu inwestycyjnego otwartego, specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz funduszu inwestycyjnego zamkniętego, z uwagi na specyfikę problematyki niniejszej pracy, zostanie ograniczony do nakreślenia jedynie podstawowych ram definicyjnych. W niniejszym rozdziale, a także w następnych, dokładnie zbadana zostanie natomiast definicja alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz nieodłącznie sprzężony z nią termin, którym jest zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną - zarówno w sposób zewnętrzny, jak i wewnętrzny. Przeanalizowane zostanie również pojęcie *startupu*, będące kluczowym dla inwestycji *venture capital*, jednak pozbawione definicji legalnej i poruszane raczej jedynie w ramach doktryny prawniczej i finansowej. Z tego względu, przedstawiona zostanie także definicja małych i średnich przedsiębiorstw, które to mają pewne cechy wspólne z pojęciem *startupu*, a doczekały się definicji normatywnej.

Pomimo, że alternatywna spółka inwestycyjna nie jest funduszem inwestycyjnym w rozumieniu art. 3 u.f.i., ale jest jednym z rodzajów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, innym niż wymienione w art. 4 ust. 2 pkt 3 u.f.i., pozbawionym pewnych cech właściwych dla funduszy inwestycyjnych²¹, to ma ona wiele elementów wspólnych z pozostałymi rodzajami funduszy wyszczególnionych w ustawie. Można do nich zaliczyć chociażby wymóg posiadania depozytariusza, sporządzenia polityki inwestycyjnej, obowiązek dokonywania cyklicznej wyceny aktywów, utrzymywania kapitałów własnych na odpowiednich poziomach oraz fakt objęcia ich nadzorem przez Komisję Nadzoru Finansowego, zarówno w zakresie tworzenia, jak i prowadzenia funduszu. Z tego względu, poszczególne elementy dotyczące funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, mające również zastosowanie do działalności prowadzonej przez alternatywne spółki inwestycyjne, zostaną w niniejszym rozdziale wskazane i omówione, w szczególności w kontekście istotnym

²¹ Por. wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 19 października 2018 r. (sygn. akt III SA/Wa 4045/17).

dla funduszy *venture capital*. Sam podział funduszy, jako, że został już omówiony wcześniej, nie będzie przedmiotem rozważań niniejszego rozdziału.

Analiza regulacji prawnych oraz zawartych w nich definicji będzie opierać się w znacznej mierze na przepisach o dużym stopniu ogólności, dotyczących szczególnie funduszu inwestycyjnego otwartego, jako podstawowego typu funduszu objętego rzeczonymi regulacjami. Bywa on bowiem nazywany wprost funduszem UCITS (ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*)²², dla podkreślenia zgodności jego konstrukcji prawnej z obowiązującymi regulacjami Unii Europejskiej w zakresie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe²³. Model ten zakłada jednak inwestowanie przede wszystkim przez inwestorów indywidualnych, w dużej mierze nieprofesjonalnych. Fundusze przeznaczone do inwestycji *venture capital*, tj. używany dotychczas fundusz inwestycyjny zamknięty oraz nowowprowadzona alternatywna spółka inwestycyjna, zakładają natomiast zaangażowanie inwestorów odznaczających się przynajmniej pewną dozą profesjonalizmu. Z tego względu, różnice pomiędzy rozumieniem omawianych pojęć na gruncie poszczególnych typów funduszy zostaną w niniejszym rozdziale wyraźnie zaznaczone i omówione.

1.2 Pojęcie funduszu *venture capital*

1.2.1 Elementy składowe definicji

Aby zrekonstruować kompletną definicję pojęcia funduszu *venture capital*, trzeba najpierw zastanowić się, czym właściwie są same inwestycje określane mianem *venture capital*. Można spotkać się z szeroką gamą propozycji rozumienia owego terminu, jednak większość z nich łączy pewien wspólny mianownik. Jest nim, przytoczony powyżej w kontekście prób tłumaczenia rzeczzonego pojęcia na język polski, aspekt ryzyka, którego podkreślenie w ramach omawianego zagadnienia jest bez wątpienia istotne. W dużej mierze wciąż aktualna pozostaje definicja sformułowana w latach 90. ubiegłego wieku przez Europejskie Stowarzyszenie Venture

²² Obowiązujące obecnie akty prawa europejskiego w tym zakresie to 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 (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 257, str. 186) oraz liczne rozporządzenia i dyrektywy wykonawcze Komisji Europejskiej.

²³ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018, s. 1183.

Capital i Private Equity (European Venture Capital and Private Equity Association²⁴). Zakładała ona rozumienie przez *venture capital* kapitału obciążonego dużym ryzykiem dla nowo założonych przedsięwzięć oraz już istniejących małych przedsiębiorstw, posiadających wysoki potencjał generowania zysku, działających w obszarze nowych technologii. Wskazuje się jednak, że zaakcentowanie w powyższej definicji wczesnego stadium rozwoju przedsiębiorstw nie zawsze przystaje do realiów rynkowych. Sugeruje się tym samym określenie rzeczoności kapitału mianem kapitału prywatnego, nie precyzując przy tym w jakim stadium rozwoju powinna znajdować się sama spółka²⁵. Podobne zarzuty stawiane są w stosunku do wymogu, aby kluczowym elementem definicji była branża nowych technologii, w których działać ma spółka²⁶. Z tego względu, inną, wartą przytoczenia definicją pojęcia *venture capital*, jest określenie go jako inwestycji średnio- i długoterminowych o charakterze udziałowym w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie, zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim²⁷. Powyższa definicja, choć zawiera wiele istotnych elementów o zasadniczym znaczeniu w kontekście omawianego pojęcia, to niektóre z nich nie przystają do szerszego spektrum postrzegania inwestycji *venture capital*.

Niektórzy przedstawiciele doktryny podkreślają, że przedmiotowe inwestycje nie zawsze muszą mieć charakter udziałowy, gdyż tego typu transakcje nierzadko odbywają się również poprzez finansowanie w formie pożyczek konwertowalnych na udziały²⁸ lub akcje, czy też poprzez inne instrumenty dłużne, np. obligacje. W podobnym kierunku zdają się zmierzać regulacje Unii Europejskiej. Komisja Europejska, w art. 2 pkt 66 rozporządzenia nr 651/2014²⁹, dotyczącego pomocy publicznej w kontekście finansowania ściśle związanego z branżą *venture capital* sektora małych i średnich przedsiębiorstw, zawarła definicję inwestycji quasi-kapitałowych w następującym brzmieniu: „rodzaj finansowania mieszczący się między kapitałem własnym a długiem, charakteryzujący się większym ryzykiem niż dług

²⁴ Najpopularniejsza w Europie organizacja z branży *venture capital*, zrzeszająca inwestorów z całej Europy i organizująca wydarzenia branżowe, m.in. coroczne Investor's Forum w Szwajcarii. Dnia 1 października 2015 roku zmieniła nazwę na Invest Europe, pod którą znana jest obecnie.

²⁵ Z. Drewniak, *Private equity czy venture capital – rozważania teoretyczne o właściwym stosowaniu terminologii*, Copernican Journal of Finance & Accounting 2013, nr 2, s. 56, ISSN 2300-3065

²⁶ W.A. Sahlman, *Insights from the American Venture Capital Organisation*, University of Harvard, Boston 1990, s. 23.

²⁷ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity...*, s. 13.

²⁸ F. Cornelli, O. Yosha, *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, The Review of Economic Studies 2003, Vol. 70, s. 7.

²⁹ Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu (Dz.U. UE L 187 z 26.6.2014).

uprzywilejowany, a niższym niż kapitał podstawowy i z którego zwrot dla posiadacza udziałów (akcji) jest przede wszystkim oparty na zyskach lub stratach przedsiębiorstwa docelowego i które nie jest zabezpieczone na wypadek upadłości tego przedsiębiorstwa. Inwestycje quasi-kapitałowe mogą mieć taką strukturę jak dług, niezabezpieczony i podporządkowany, w tym dług typu *mezzanine*, a w niektórych przypadkach mogą być wymienne na kapitał własny, lub kapitał własny uprzywilejowany”. Komisja Europejska poszła zatem o krok dalej, rozszerzając zakres pojęciowy inwestycji *venture capital* również na bliżej niesprecyzowaną kategorię pośrednią pomiędzy finansowaniem udziałowym a dłużnym. Odwołanie do powyższej definicji można znaleźć również w par. 3 pkt 3 rozporządzenia Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 grudnia 2016 r. w sprawie udzielania pomocy na dostęp mikroprzedsiębiorców, małych i średnich przedsiębiorców do finansowania w ramach regionalnych programów operacyjnych na lata 2014-2020. Wspomniane rozszerzenie spektrum desygnatów omawianej definicji ocenić należy pozytywnie, gdyż w ten sposób pojęcie inwestycji *venture capital* zdaje się być bardziej dostosowane do realiów rynkowych, które pokrywają szeroką gamę scenariuszy w zakresie instrumentów finansowych wykorzystywanych do finansowania MŚP. Niektórzy przedstawiciele doktryny także zdają się podzielać powyższą tezę, uwzględniając w swoich definicjach element finansowania quasi-kapitałowego w inwestycjach *venture capital*³⁰.

Przytoczona wyżej definicja pojęcia *venture capital* słusznie jednak odwołuje się do średnio- i długoterminowego horyzontu inwestycyjnego, gdyż znakomita większość funduszy działających zarówno na polskim rynku, jak i na rynkach zagranicznych, przyjmuje okres inwestycyjny trwający od trzech do pięciu lat³¹. Najczęściej uznaje się, że inwestycje krótkoterminowe obejmują inwestycje, w których zbycie przedmiotu inwestycji następuje w okresie nie dłuższym niż rok, długookresowe w okresie dłuższym niż 5 lat, natomiast średniookresowe pokrywają horyzont inwestycyjny wynoszący od 1 roku do 5 lat³². Na aprobatę zasługuje również uwzględnienie w zaprezentowanej definicji wsparcia menedżerskiego, którego spółce portfelowej dostarczają osoby zaangażowane w prowadzenie funduszu *venture capital*. W literaturze zagranicznej ogół działań o takim charakterze nazywa się mianem

³⁰ P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital. Narodziny i rozwój, warunki rozwoju venture capital w Polsce*, Transformacja Gospodarki nr 60, Gdańsk 1995, s.3.

³¹ J. Barrot. Investor Horizon and the Life Cycle of Innovative Firms: Evidence from Venture Capital, *Management Science* 2017, Vol. 63, s. 3024.

³² *Ibidem*, s. 3026.

*smart money*³³, akcentując tym samym, że dostarczane spółce finansowanie pociąga za sobą również wkład intelektualny inwestora oraz jego kontakty branżowe³⁴.

Z uwagi na powyższe trudności w uchwyceniu rdzenia omawianego pojęcia, czasami odchodzi się od formułowania definicji terminu *venture capital*, zastępując ją wyliczeniem elementów konstytutywnych dla tego zagadnienia. Wśród nich wymienia się: finansowanie typu equity lub quasi-equity, inwestowanie w nowo założone przedsiębiorstwa, wysokie ryzyko inwestycji, dostarczanie tzw. *smart money*, długoterminowy charakter inwestycji, dochód głównie w postaci zysków kapitałowych, inwestowanie w przedsiębiorstwa o wysokiej stopie zwrotu, transfer tzw. *know-how* do przedsiębiorstwa, inwestowanie w przedsiębiorstwa technologiczne i innowacyjne (ang. *high-tech enterprises*)³⁵.

Większość aspektów ujętych w niniejszym wyliczeniu została już omówiona powyżej, jednak można wskazać tu również elementy, których nie uchwycono w przedstawionych próbach definicyjnych. Należy tutaj wspomnieć chociażby o fakcie nakierowania funduszy *venture capital* na zyski kapitałowe z inwestycji. Jest to kluczowy element, zwracający uwagę na istotę tego rodzaju finansowania – inwestorzy nie liczą bowiem na wypłacanie dywidendy, gdyż zyski generowane przez spółkę są najczęściej reinwestowane, aby umożliwić dalszy rozwój i ciągłość funkcjonowania przedsiębiorstwa. Taka transakcja bardziej przypomina zatem inwestycję w towary lub przedmioty, które nabywane są po niższej cenie, z założeniem zbycia ich w przyszłości z zyskiem, za cenę wyższą. Z taką sytuacją w istocie mamy do czynienia w przypadku inwestycji *venture capital*, gdzie udziały w przedsiębiorstwie stają się częścią portfela, niewymagającego angażowania się w ciągłą działalność operacyjną, a sprowadzają się do cyklicznego nadzoru zarządzających.

Odrębną kwestią jest element powyższego wyliczenia, który zakłada transfer wiedzy (tzw. *know-how*) od osób prowadzących fundusz *venture capital* do zarządzających spółką portfelową. Na skutek zwiększenia dostępności finansowania dla spółek na wczesnym etapie rozwoju, w tym również w fazie *pre-seed*, założyciele dobrze rokujących *startupów*³⁶ często mogą przebierać w ofertach skierowanych do nich przez rozmaite fundusze *venture capital*³⁷. Jednym z aspektów podjęcia decyzji od

³³ M. Sørensen, *How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital*, The Journal of Finance 2007, Vol. 62, No. 6, s. 2731.

³⁴ *Ibidem*, s. 2733.

³⁵ P. Tamowicz, *Fundusze...*, s. 8.

³⁶ Zob. rozdz. 1.7 niniejszej pracy.

³⁷ Łączna wartość transakcji *venture capital* przeprowadzonych w ubiegłym roku w samych Stanach Zjednoczonych wyniosła ok. 533 miliardy złotych (137,6 miliarda dolarów), a przy tym przez niespełną dekadę zwiększyła się ona prawie sześciokrotnie, bo z poziomu ok. 100 miliardów złotych (27,2 miliarda

którego z nich przyjąć finansowanie staje się zatem skład osobowy zespołu zarządzającego funduszem oraz rozległość ich wiedzy i doświadczenia. Istotne okazuje się nie tylko *smart money*, tj. wiedza, którą ów zespół posiada, ale również możliwość jej transferu do samej spółki portfelowej. Dla rozwoju przedsiębiorstwa kluczowe jest bowiem, aby jego menadżerowie sami byli w stanie poradzić sobie w obliczu codziennych wyzwań, przed którymi staje spółka, a także rozwijać się wraz ze zwiększaniem skali prowadzonej działalności³⁸.

1.2.2 *Venture capital a private equity*

Jak już wcześniej sygnalizowano, kategoria pojęciowa inwestycji *venture capital* zawiera się w zakresie pojęcia *private equity*. Rozróżnienie tych dwóch pojęć początkowo obecne było wyłącznie wśród przedstawicieli doktryny amerykańskiej, natomiast w doktrynie europejskiej termin *venture capital* i *private equity* były utożsamiane ze sobą i stosowane zamiennie³⁹. Z czasem jednak, wraz z popularyzacją inwestycji VC, coraz częściej zaczęto dostrzegać istotne różnice pomiędzy nimi⁴⁰. Obecnie, inwestycje *private equity* definiuje się jako ogół inwestycji w spółki na rynku niepublicznym, w celu zrealizowania zysku⁴¹. W ramach *private equity* wyróżnia się, obok funduszy *venture capital*, również tzw. fundusze wykupowe (ang. *buyout funds*)⁴². Zasadniczą różnicę pomiędzy nimi stanowi fakt, iż fundusze wykupowe nabywają znacznie większy pakiet udziałów, niż ma to miejsce w przypadku funduszy *venture capital*⁴³ - z reguły jest to ponad 50% udziałów. Wiąże się to z pozbawieniem dotychczasowych udziałowców kontroli nad spółką i przejęciem aktywnej roli w zarządzaniu przedsiębiorstwem przez nowego nabywcę. Po przejęciu spółki często przeprowadza się jej restrukturyzację, aby uczynić ją bardziej atrakcyjną w przypadku dalszej odsprzedaży⁴⁴. Niekiedy przeprowadzana jest również fuzja spółki lub jej części z innymi przedsiębiorstwami znajdującymi się w portfelu inwestycyjnym funduszu, aby uzyskać efekt synergii⁴⁵. Należy podkreślić, że taki model operacyjny niemal nigdy nie pojawia się w przypadku inwestycji *venture capital*, chyba, że dojdzie do naruszenia umowy inwestycyjnej

dolarów) w 2008 roku. Zob. PitchBook, *NVCA Venture Monitor 3Q*, PB 2019, s. 4, https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/3Q_2019_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)

³⁸ M. Sørensen, *How Smart Is Smart Money...*, s. 2731.

³⁹ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.

⁴⁰ M. Wrzeński, *Kapitał podwyższonego...* s. 25.

⁴¹ David P. Stowell, *Investment banks, hedge funds, and private equity*, Elsevier Academic Press, 2012, s. 341.

⁴² M. Simkovic, *Leveraged Buyout Bankruptcies*, *Columbia Business Law Review* 2011/1, SSRN 1632084. s. 118.

⁴³ *Ibidem.* (Simkovic)

⁴⁴ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.

⁴⁵ *Ibidem.*

i konieczne stanie się przejęcie zarządzania nad spółką portfelową przez fundusz w celu zażegnania kryzysu w przedsiębiorstwie. Jest to jednak sytuacja niewątpliwie nadzwyczajna, stanowiąca swoisty wyjątek od reguły. Najczęstszą praktyką jest bowiem przejmowanie przez fundusz *venture capital* pakietu 10–25% udziałów w spółce w ramach poszczególnych inwestycji⁴⁶, nazywanych rundami finansowania⁴⁷. Podczas każdej z rund, których najatrakcyjniejsze spółki mogą otrzymać nawet ponad dwadzieścia, inwestorzy muszą skalkulować, jaki odsetek udziałów warto nabyć, aby z jednej strony zagwarantować sobie satysfakcjonujący zysk, a z drugiej strony ograniczyć ekspozycję na ryzyko, nie pozbawić założycieli spółki motywacji do zarządzania, oraz pozostawić miejsce na ewentualne dodatkowe rundy finansowania w przyszłości.

Dodatkową różnicą między inwestycjami *private equity* a *venture capital* jest faza rozwoju spółek portfelowych, których udziały nabywa fundusz. Inwestycje VC obejmują spółki we wczesnej fazie rozwoju⁴⁸, tj. od fazy załączkowej, przez etap startu, aż do wczesnej fazy wzrostu⁴⁹. Inwestycje *private equity* to natomiast transakcje, w których nabywane są udziały lub akcje przedsiębiorstw dojrzałych, w zaawansowanych stadiach rozwoju, zazwyczaj w celu sfinansowania ekspansji spółki na rodzimym rynku, lub na rynkach zagranicznych⁵⁰. Z tego względu, inwestycje *venture capital* wiążą się ze znacznie większym ryzykiem, niż te dające się zakwalifikować jako *private equity*. W USA coraz częściej zdarzają się przypadki uzyskania finansowania od funduszy *venture capital* przez spółki, które są jeszcze przed fazą załączkową, tj. na etapie *pre-seed*⁵¹. Są to przedsiębiorstwa, które nie dysponują jeszcze żadnym namacalnym produktem, a jedynie pomysłem na jego realizację. Czasami ów pomysł jest dopiero przed tzw. weryfikacją koncepcji biznesowej (ang. *proof-of-concept*)⁵², przez co ryzyko niepowodzenia całego przedsięwzięcia wzrasta diametralnie w stosunku do spółek, które często od wielu lat prowadzą już działalność i dodatkowe finansowanie ma zostać przeznaczone na zwiększenie skali ich działalności. Zazwyczaj nie ma bowiem możliwości odzyskania kapitału w ramach likwidacji, gdyż w przypadku niepowodzenia

⁴⁶ M. Kleinschmidt, *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*, Deutscher Universitätsverlag 2007, s. 76.

⁴⁷ *Ibidem*, s. 41.

⁴⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne 2011, s. 62.

⁴⁹ E. Głogowski, M. Munch, *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1996, s.281.

⁵⁰ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.

⁵¹ E. Rasmussen, R. Sørheim, *How governments seek to bridge the financing gap for university spin-offs: proof-of-concept, pre-seed, and seed funding*, *Technology Analysis & Strategic Management Journal*, Volume 24, 2012, s. 9.

⁵² E. R. Mollick, *Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs* (March 25, 2013), SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2239204>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2239204>

projektu, otrzymane od funduszu finansowanie jest już dawno wykorzystane na próby stworzenia produktu, wynagrodzenia zarządzających i inne koszty operacyjne. Z drugiej strony, podwyższone ryzyko inwestycji jest jednak kompensowane inwestorom poprzez prawie nieograniczony potencjał w zakresie zwrotu z kapitału – nawet kilkaset razy większego niż kwota zainwestowanych środków⁵³.

1.3 Rodzaje funduszy *venture capital*

Przyglądając się próbom zdefiniowania inwestycji *venture capital*, nie sposób nie zauważyć, że są one wysoce zróżnicowane zarówno w zakresie związanym z samymi funduszami dokonującymi inwestycji, jak i spółkami portfelowymi, w których lokowany jest ich kapitał. Z tego względu, warto szerzej opisać rodzaje funduszy *venture capital* występujące w rzeczywistości rynkowej oraz główne różnice, które nie pozostają bez wpływu na ich funkcjonowanie.

Aby lepiej zrozumieć specyfikę funduszy *venture capital*, poniżej przedstawiono najczęściej prezentowany w literaturze przedmiotu podział funduszy inwestycyjnych, na który następnie nałożony został podział funduszy VC. Niektórych typologie proponowane przez przedstawicieli doktryny w oczywisty sposób nie nadawały się do zestawienia ich z osobliwymi cechami funduszy *venture capital*, gdyż pewne elementy podziału musiałyby pozostać puste. Przykładowo, w przypadku popularnej typologii funduszy inwestycyjnych ze względu na instrumenty finansowe, w których fundusz lokuje swój kapitał, wyróżnia się fundusze akcji, obligacji, hybrydowe, rynku pieniężnego oraz alternatywne⁵⁴, do których to rzecz jasna zaliczają się fundusze *venture capital*. Bezzasadne byłoby zatem dokonywanie podziału funduszy VC w ramach tej kategorii. Podobnie sprawa wygląda w przypadku typologii funduszy inwestycyjnych na inwestujące w spółki publiczne i niepubliczne⁵⁵ – fundusze *venture capital* z założenia będą tutaj umiejscowione w drugiej z wymienionych kategorii, ponieważ spółki portfelowe, w których udziałach lub akcjach podmioty te lokują swój kapitał, są z definicji przedsiębiorstwami młodymi, potrzebującymi kapitału

⁵³ Przykładowo, w 2014 roku *Sequoia Capital*, jeden z największych na świecie amerykańskich funduszy *venture capital*, sprzedał spółkę *WhatsApp*, w którą zainwestował 60 mln dolarów. Nabywcą był *Facebook*, technologiczny gigant i twórca serwisu społecznościowego, który kupił spółkę za 3 mld dolarów. Zysk funduszu *Sequoia Capital* z inwestycji wyniósł zatem ponad 365 razy więcej niż suma pierwotnie zainwestowanego kapitału.

⁵⁴ S. Ignatiuk, *Fundusze inwestycyjne jako forma lokowania środków pieniężnych*, *Ekonomia i Zarządzanie* 2012, nr 3, s. 29.

⁵⁵ D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 34.

na swój rozwój⁵⁶. Gdyby spółki te posiadały natomiast status publicznych, nie potrzebowałyby wówczas kapitału od funduszy *venture capital*, gdyż mogłyby go pozyskać poprzez emisję nowych akcji na rynku publicznym⁵⁷.

Niektóre z zaprezentowanych poniżej odrębności wiążą się z odmiennym reżimem publicznoprawnym, któremu podlegają podmioty prowadzące działalność inwestycyjną. Relamentacja wykonywania działalności przez zarządzających funduszem funkcjonującym w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej jest bowiem bardziej rygorystyczna w przypadku, gdy łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zarządza dany zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną przekracza wyrażoną w złotych równowartość kwoty 100 milionów euro⁵⁸.

Ze względu na wielość typologii funduszy inwestycyjnych⁵⁹, w które można wpisać podział funduszy *venture capital*, przedstawione poniżej typologie zostały przyporządkowane do grupy prawnych lub ekonomicznych kryteriów podziału – takie podejście przyjmuje się również w literaturze⁶⁰. Z kryteriów ekonomicznych, z uwagi na specyfikę niniejszej pracy i dyscyplinę naukową, którą ma ona eksplorować, wybrano wyłącznie te, które są kluczowe dla zrozumienia istoty funkcjonowania funduszy *venture capital* i w pewnym stopniu oddziałują na aspekt prawny funkcjonowania funduszu.

1.3.1 Prawne kryteria podziału

a) Forma organizacyjno-prawna prowadzenia działalności

Podstawowym kryterium podziału funduszy inwestycyjnych jest forma organizacyjno-prawna prowadzenia przez nie działalności. Podział ten wpisuje się ponadto w tematykę niniejszej pracy oraz jedną z przyjętych tez, gdyż dotyczy on problematyki prowadzenia funduszy *venture capital* w jednej z najczęściej wybieranych form prawnych dla tego typu działalności inwestycyjnej, tj. w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, lub funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W ocenie autora niniejszej pracy, jak już wyżej zaznaczono, alternatywna spółka inwestycyjna wydaje się być optymalną formą prawną dla funkcjonowania funduszy *venture capital*

⁵⁶ A. Bubna, S. R. Das, N. Prabhala, *Venture Capital Communities*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, s. 9, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2146955 (dostęp: 15.02.2020 r.)

⁵⁷ P. Tamowicz, *Venture capital – kapitał na start*, Gdańsk 2004, s.8.

⁵⁸ Por. art. 70zb. w zw. z art. 70e ust. 1 u.f.i. i art. 70s u.f.i.

⁵⁹ K. Dąbrowska, M. Gruszczyński, *Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce*, PWN, Warszawa 2001, s. 133.

⁶⁰ D. Dawidowicz, *Fundusze...*, s. 17.

w Polsce. W ramach omawianego kryterium formy organizacyjno-prawnej prowadzenia działalności, w doktrynie często stosuje się również podział na fundusze typu umownego i typu statutowego⁶¹. Fundusze statutowe cechuje brak rozdziału pomiędzy majątkiem podmiotu zarządzającego funduszem, a majątkiem samego funduszu, utworzonego z wkładów wniesionych przez inwestorów. Uczestnicy funduszu występują zatem zarówno w roli inwestorów, jak i udziałowców lub akcjonariuszy funduszu, nabywając tym samym prawa korporacyjne i majątkowe charakterystyczne dla udziałowców lub akcjonariuszy spółek prawa handlowego ze wszelkimi potencjalnie negatywnymi konsekwencjami takiego rozwiązania⁶². W świetle polskiego prawa, w myśl art. 14 ust. 1 w zw. z art. 2 pkt 3 u.f.i., fundusz inwestycyjny może być utworzony wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które, na mocy art. 4 ust. 1 u.f.i. zarządza nim i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi, działając jako organ funduszu. Uczestnicy funduszu związani są z nim umową, przez co opisana wyżej konstrukcja prawna funduszu statutowego rzecz jasna nie występuje⁶³. Mamy zatem w tym przypadku do czynienia z drugim typem funduszu w kontekście formy organizacyjno-prawnej jego prowadzenia – funduszem typu umownego⁶⁴. Charakteryzuje się on tym, że majątek inwestorów oddzielony jest od majątku podmiotu zarządzającego funduszem⁶⁵. Mimo twierdzeń niektórych autorów, iż polska konstrukcja funduszy wykazuje pewne cechy funduszu statutowego, nie sposób nie zauważyć, że interesy uczestników pozostają jednak chronione⁶⁶, gdyż majątek funduszu inwestycyjnego jest odrębny od majątku towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Rozważając, jak powinno się umiejscowić fundusze *venture capital* na tle poczynionego powyżej podziału, należy wysnuć wniosek, iż odpowiedź na to pytanie zależeć będzie od przyjętej formy prawnej ich prowadzenia. W przypadku wyboru funduszu inwestycyjnego zamkniętego, mamy do czynienia z funduszem typu umownego, gdyż oba wymienione podmioty posiadają odrębny majątek. Jeżeli jednak działalność funduszu *venture capital* prowadzona jest w formie alternatywnej spółki

⁶¹ R. Blicharz, A. Lichosik, *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych* [w:] A. Bielska-Brodziak (red.), *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015, s. 249.

⁶² J. Głowacka, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*. KPP 1999, s. 358.

⁶³ R. Blicharz, A. Lichosik, *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych* [w:] A. Bielska-Brodziak (red.), *O czym mówią...*, s. 250..

⁶⁴ J. Głowacka, *Ustawa...*, s. 361.

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ R. Blicharz: *Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych*. Cz. 2. Pr.Spółek 2002, nr 11, s. 47

inwestycyjnej, możliwe są dwa przypadki. Jeśli podmiot zarządzający nią działa jako zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną (art. 8b ust. 2 pkt 1 *in fine*)⁶⁷, konstrukcja ta będzie zbliżona do funduszu inwestycyjnego zamkniętego, a zatem funduszu typu umownego, gdyż majątki obu podmiotów pozostaną odrębne. Jeżeli natomiast fundusz *venture capital* będzie prowadzony w formie wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 8b ust. 2 pkt 2 *in fine* u.f.i.)⁶⁸, wówczas nie może być mowy o odrębności majątków zarządzającego funduszem i samego funduszu, a zatem konstrukcja ta wpisuje się będzie w fundusze typu statutowego.

b) Zakres podlegania regulacjom publicznoprawnym

Niniejszy podział wiąże się ściśle z podziałem dokonany powyżej, gdyż właśnie w zależności od wyboru formy organizacyjno-prawnej działalności - w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego lub alternatywnej spółki inwestycyjnej - zależec będzie, w jakim zakresie fundusz *venture capital* będzie podlegał regulacjom publicznoprawnym. W przypadku jego funkcjonowania jako fundusz inwestycyjny zamknięty, nawet lokujący kapitał w aktywa niepubliczne⁶⁹, podlega ona znacznie większemu rygorowi zarówno w zakresie funkcjonowania, obowiązków sprawozdawczych, jak i nadzoru prowadzonej przez siebie działalności, niż ma to miejsce w przypadku wyboru formy alternatywnej spółki inwestycyjnej⁷⁰.

Podstawowym podziałem funduszy inwestycyjnych w ramach niniejszej kategorii jest wyróżnienie funduszy regulowanych i nieregulowanych⁷¹, odnosząc je do regulacji publicznoprawnych, którym podlega fundusz inwestycyjny w zakresie swojej działalności. Podział ten, dokonywany abstrakcyjnie w ramach całego katalogu funduszy, nie przystaje jednak do aktualnych realiów prowadzenia funduszu inwestycyjnego w Polsce, gdyż wraz z implementacją do polskiego porządku prawnego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2011/61/UE w postaci nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, wprowadzającej kategorię alternatywnych spółek inwestycyjnych, katalog prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce został w tym zakresie zamknięty. Nie może tu być zatem mowy o funduszach nieregulowanych, które pozostawałyby wyłącznie w sferze regulacji prawa handlowego i nie podlegały

⁶⁷ Zob. rozdz. 5.2.1 niniejszej pracy.

⁶⁸ Zob. rozdz. 5.2.2 niniejszej pracy.

⁶⁹ Definicja funduszu aktywów niepublicznych została zawarta w art. 196 ust. 1 u.f.i.

⁷⁰ Por. rozważania poczynione w rozdz. 2 niniejszej pracy.

⁷¹ K. Perez, Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność, Wolters Kluwer, Warszawa 2012, s. 44

reglamentacji publicznoprawnej w ramach prowadzonej działalności. Biorąc pod uwagę aktualny stan prawny dotyczący opisywanej problematyki, w szczególności w kontekście funduszy *venture capital*, można zatem wyróżnić fundusze regulowane w szerszym, lub węższym zakresie, jednak nie może być mowy o funduszach nieregulowanych, opartych wyłącznie na ogólnych przepisach prawa, nieobjętych szczególnym rygorem w związku z prowadzeniem działalności inwestycyjnej.

c) Osobowość prawna i konstrukcja funduszu

Podział funduszy inwestycyjnych oraz zawierających się w nich funduszy *venture capital*, na mające osobowość prawną i jej nieposiadające, mógłby wydawać się zbędny. Taka konkluzja w istocie nie byłaby jednak właściwa. W istocie nie jest bowiem przesądzone, że każdy fundusz musi posiadać osobowość prawną. Wbrew literalnemu brzmieniu art. 3 ust. 1 u.f.i., który stanowi, że „fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych”, sytuacja wygląda zgoła odmiennie w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych, które zgodnie z możliwością wyrażoną w art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i. działają w formie spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej. W doktrynie zarówno spółkę komandytową⁷², jak i komandytowo-akcyjną⁷³ zgodnie zalicza się do grona spółek osobowych, których znamioną cechą jest nieposiadanie osobowości prawnej⁷⁴. Możliwą, a ponadto często występującą w praktyce rynkowej, jest zatem sytuacja, w której fundusz *venture capital* funkcjonuje w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, działającej jako spółka komandytowo-akcyjna, bądź niekiedy, chociaż rzadziej, spółka komandytowa. Należy bowiem podkreślić, iż wbrew intuicyjnemu rozumieniu art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i., który dzieli fundusze inwestycyjne na fundusze inwestycyjne otwarte oraz alternatywne fundusze inwestycyjne (do których zalicza specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte) oraz brzmieniu art. 8a ust. 1 u.f.i., zaliczającego alternatywne spółki inwestycyjne do jednego z podtypów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, alternatywna spółka inwestycyjna nie jest w istocie funduszem inwestycyjnym. Posiadanie przez rzeczony podmiot osobowości prawnej nie jest więc przesądzone z punktu widzenia treści art. 3 ust. 1 u.f.i.⁷⁵.

Odmianą kwestią od posiadania osobowości prawnej przez sam fundusz, prowadzący działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, jest posiadanie jej

⁷² A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyzioł, I. Weiss, *Prawo spółek*. Wydanie 2, C.H. Beck 2016, s. 101

⁷³ *Ibidem*, s. 154.

⁷⁴ *Ibidem*, s. 103.

⁷⁵ Zob. uwagi w rozdz. 1.5.3 niniejszej pracy.

przez podmiot zarządzający ową alternatywną spółką inwestycyjną. Zarówno w sytuacji, gdy fundusz *venture capital* funkcjonuje jako fundusz inwestycyjny zamknięty, jak i wtedy, gdy działa on jako alternatywna spółka inwestycyjna, podmiot, który zarządza owym funduszem, musi w istocie posiadać osobowość prawną. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych stanowi o tym powołany wyżej art. 4 ust. 1 w zw. z art. 2 pkt 3 u.f.i., zgodnie z którym towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzy fundusz inwestycyjny, zarządza nim i reprezentuje fundusz w stosunkach z osobami trzecimi. Alternatywne spółki inwestycyjne także muszą być zarządzane przez podmiot, który posiada osobowość prawną, ze względu na regulacje art. 8b ust. 2 pkt 1 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 1 u.f.i. oraz 8b ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i.. Przepisy te w odniesieniu do wszystkich możliwych struktur prawnych obejmujących alternatywną spółkę inwestycyjną i podmiot nią zarządzający, tj. zarówno wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, jak i zarządzającego zewnętrze, stanowią, że ów zarządzający musi prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, a zatem, na gruncie polskiego katalogu spółek prawa handlowego - spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, bądź spółki akcyjnej.

Typologizując fundusze inwestycyjne ze względu na konstrukcję funduszu, wyróżnia się fundusze otwarte, zamknięte oraz fundusze mieszane (hybrydowe)⁷⁶. W polskim porządku prawnym mamy do czynienia z pewnym rodzajem funduszu, który można nazwać mianem hybrydowego, tj. specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, łączącym pewne cechy właściwe zarówno dla funduszu otwartego, jak i zamkniętego⁷⁷. Czasami ów podział nazywa się podziałem ze względu na możliwość przystąpienia nowych uczestników, eksponującym tym samym kluczową cechę odróżniającą od siebie wymienione rodzaje funduszy, którą jest ograniczenie lub jego brak w stosunku do zwiększania, bądź zmniejszania liczby tytułów uczestnictwa⁷⁸. W funduszu inwestycyjnym otwartym, jego uczestnicy nabywają jednostki uczestnictwa, których liczba jest zmienna – może się ona dowolnie kształtować w zależności od zapotrzebowania uczestników⁷⁹. Możliwe jest zarówno nabycie dodatkowych jednostek uczestnictwa, jak i zbycie ich przez uczestników na rzecz funduszu, wskutek czego są one umarżane⁸⁰. Jednostki uczestnictwa nie są papierami

⁷⁶ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck 2015, s. 162.

⁷⁷ Kropiwnicki, J., *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników*, Lexis Nexis 2009, s. 29.

⁷⁸ S. Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, KNF, Warszawa 2010, s. 103.

⁷⁹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 163.

⁸⁰ Zgodnie z art. 82 u.f.i. „fundusz inwestycyjny otwarty zbywa jednostki uczestnictwa i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarżane z mocy prawa”.

wartościowymi i nie mogą być przedmiotem obrotu – możliwe jest wyłącznie ich zbycie na rzecz samego funduszu⁸¹. W funduszu inwestycyjnym zamkniętym liczba tytułów uczestnictwa, nazywanych certyfikatami inwestycyjnymi, jest natomiast w danym przedziale czasowym wartością stałą. Dodatkowe certyfikaty inwestycyjne mogą, co prawda, zostać wyemitowane przez fundusz, ale nie mamy tutaj do czynienia z pewnego rodzaju automatyzmem, który jest charakterystyczny dla funduszu inwestycyjnego otwartego⁸². Certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego są papierami wartościowymi i mogą być przedmiotem obrotu⁸³.

Wyróżniane przez doktrynę fundusze inwestycyjne o charakterze mieszanym, nazywane również hybrydowymi, stanowią niejako kategorię pośrednią pomiędzy funduszami otwartymi, a zamkniętymi⁸⁴. Podmioty te gromadzą bowiem kapitał poprzez emisję jednostek uczestnictwa, lecz po spełnieniu określonych przesłanek, mają obowiązek ich wykupu i umorzenia na żądanie uczestnika. Jest to zatem rozwiązanie dające większą swobodę inwestorom, jako, że w prawie dowolnym momencie mogą oni podjąć decyzję o rezygnacji z uczestnictwa w funduszu. Takie rozwiązanie jest dopuszczalne na gruncie aktualnej ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, jeżeli w statucie funduszu znajdzie się stosowane postanowienie stanowiące o wykupywaniu przezeń certyfikatów inwestycyjnych⁸⁵. Pewnego rodzaju odmianą funduszu inwestycyjnego o charakterze mieszanym jest także fundusz, w ramach którego występują różne kategorie jednostek uczestnictwa. Z takim rozwiązaniem możemy mieć do czynienia w funduszu inwestycyjnym otwartym oraz w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, przy odpowiednich postanowieniach statutowych. Możliwe jest bowiem zróżnicowanie opłat manipulacyjnych, które uczestnicy funduszu zobowiązani są uiścić w przypadku zbycia jednostki uczestnictwa⁸⁶. Jest to narzędzie służące do zarządzania polityką kosztów funduszu⁸⁷.

Regulacje dotyczące specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych opierają się na przepisach dotyczących standardowych funduszy inwestycyjnych otwartych. Jest to logiczna konsekwencja faktu, iż stanowią one pewnego rodzaju

⁸¹ Zob. art. 83 ust. 2, art. 89 ust. 1 oraz art. 84 ust. 1 u.f.i.

⁸² Por. m.in. treść art. 84 u.f.i.

⁸³ Por. art. 117 ust. 2 u.f.i.

⁸⁴ M. Michalski, [w:] Michalski, M., Sobolewski, L., *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999 Beck, s. 120.

⁸⁵ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 164.

⁸⁶ A. Chłopecki, [w:] M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, C.H. Beck 2016, s. 408.

⁸⁷ *Ibidem*.

podrodzaj tych ostatnich. Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte charakteryzują się dwiema cechami, odróżniającymi je od omówionych wyżej podstawowych typów funduszy. Cechą zbliżającą je do funduszy otwartych jest fakt, iż ich uczestnikiem zasadniczo może być każdy. Możliwe jest jednak uzależnienie tegoż uczestnictwa od uprzedniego spełnienia pewnych warunków określonych w statucie funduszu⁸⁸, który może w tym zakresie pójść nawet o krok dalej i sprecyzować konkretne podmioty, uprawnione do przystąpienia do funduszu w charakterze uczestnika⁸⁹. Takie uregulowanie zbliża w zasadzie specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty do funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Innym odstępstwem od ogólnej zasady towarzyszącej standardowym funduszom inwestycyjnym otwartym, zgodnie z którą uczestnicy mają prawo w dowolnym momencie zażądać umorzenia posiadanych przez siebie jednostek uczestnictwa, jest możliwość określenia konkretnych warunków, których spełnienie będzie konieczne, aby uczestnik mógł wystąpić z takim żądaniem⁹⁰. Mowa tutaj przede wszystkim o momencie, w którym uczestnik powinien zgłosić sam zamiar żądania wspomnianego odkupienia jednostek uczestnictwa⁹¹.

Opisane powyżej osobliwości eksponują dodatkowy podział funduszy inwestycyjnych, który można wyróżnić biorąc pod uwagę ich konstrukcję. Mowa tutaj o typologii funduszy na publiczne, prywatne i specjalne⁹². Do publicznych funduszy inwestycyjnych, nazywanych też powszechnymi, może w zasadzie przystąpić dowolny podmiot – zarówno osoba fizyczna, osoba prawna, jak i jednostka organizacyjna nieposiadająca osobowości prawnej. Fundusze inwestycyjne prywatne kierują swoją ofertę jedynie do wybranych adresatów, lub są tworzone niejako na zlecenie konkretnego podmiotu. Fundusze specjalne skierowane są natomiast do szerszego grona podmiotów, jednak z reguły ograniczonego – najczęściej do inwestorów instytucjonalnych. Jak widać, podział ten w znacznym stopniu pokrywa się z podziałem na fundusze otwarte, zamknięte i mieszane. Mimo jednak, że typologizuje je w zasadzie w ten sam sposób, to eksponuje nieco inną cechę dotyczącą funkcjonowania funduszy.

Odnosząc opisany podział do funduszy *venture capital*, należy stwierdzić, że teoretycznie mogą one działać w którejkolwiek z wymienionych form prawnych, tj. zarówno jako fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, jak i fundusz inwestycyjny zamknięty. Zestawiając z nim jednak opisaną

⁸⁸ Zob. art. 113 ust. 1 u.f.i.

⁸⁹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 163.

⁹⁰ *Ibidem*.

⁹¹ M. Dyl, Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym, PPW 2002, nr 8, s. 15.

⁹² D. Dawidowicz, *Fundusze...*, s. 34.

wyżej definicję funduszu *venture capital*, która zakłada lokowanie aktywów w spółki na wczesnym etapie rozwoju⁹³, najczęściej młode, a co za tym idzie szczególnie ryzykowne⁹⁴, wydaje się wysoce nieprawdopodobne, aby fundusz *venture capital* prowadził działalność w formie funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego. Uczestnicy funduszu zapewne nie chcieliby nabywać jednostek uczestnictwa bez jakiegokolwiek wiedzy o spółkach, w które inwestuje fundusz, a umożliwienie im wglądu do często poufnych informacji dotyczących spółki, stanowiących tajemnicę przedsiębiorstwa, mogłoby spowodować poważne straty finansowe po stronie spółki. Udostępnienie takich danych wszystkim potencjalnym uczestnikom funduszu inwestycyjnego otwartego byłoby w istocie publicznym ujawnieniem tych informacji, gdyż krąg podmiotów, które mogą przystąpić do tego rodzaju funduszu jest praktycznie nieograniczony.

W kontekście formy prawnej funduszu inwestycyjnego zamkniętego warto nadmienić, iż owszem, zdarzają się fundusze *venture capital*, które decydują się na wdrożenie takiej właśnie struktury, jednak po wspomnianej nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, wprowadzającej instytucję alternatywnej spółki inwestycyjnej do kręgu dopuszczalnych form prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce, znakomita większość funkcjonujących aktualnie funduszy *venture capital* prowadzeni działalność właśnie w tej formie prawnej⁹⁵. Na polskim rynku wciąż działa jednak kilka funduszy VC, które funkcjonują jako fundusze inwestycyjne zamknięte – są to m.in. krakowski fundusz Satus, warszawska Opera oraz fundusz Internet Ventures, działający w ramach grupy MCI Capital S.A. Funkcjonują one jednak zazwyczaj w ramach dużych grup kapitałowych, skupiających w swoich strukturach większą liczbę funduszy. Takie przypadki należy zatem uznać za wyjątkowe, zwłaszcza biorąc pod uwagę ilość wszystkich funduszy *venture capital* prowadzących działalność w Polsce.

d) Szczególne rodzaje funduszy

Wiele konstrukcji prawnych funduszy inwestycyjnych nie przystaje do podstawowych podziałów, które przedstawione zostały powyżej. Jedną z najpopularniejszych struktur, która stanowi niejako odrębne zagadnienie od opisanych, jest tzw. fundusz parasolowy, tj. fundusz inwestycyjny z wydzielonymi

⁹³ M. Kleinschmidt, *Venture Capital...*, s. 76.

⁹⁴ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 13.

⁹⁵ Zob. rozdz. 6 niniejszej pracy.

subfunduszami⁹⁶. W praktyce każdy z subfunduszy, od strony operacyjnej, traktowany jest jako osobny produkt inwestycyjny, jednak formalnie osobowość prawną ma wyłącznie fundusz, w ramach którego mieszczą się owe subfundusze⁹⁷. Każdy z subfunduszy ma najczęściej odrębną politykę inwestycyjną i związany z nią profil ryzyka, a co za tym idzie, mogą występować znaczne różnice między cenami jednostek uczestnictwa każdego z nich⁹⁸. Jest to jednak rozwiązanie korzystne dla uczestników funduszu parasolowego od strony podatkowej, gdyż zbywanie jednostek uczestnictwa w jednym subfunduszu i nabywanie ich w drugim, mieszczącym się w ramach tego samego parasola funduszy, nie wiąże się z powstaniem zobowiązania podatkowego uczestnika funduszu z tytułu zysków kapitałowych.

Innym typem funduszu szczególnego rodzaju jest tzw. fundusz funduszy⁹⁹, tj. podmiot, w którego portfelu mieszczą się nie spółki, a fundusze. Od strony organizacyjnej działa on zatem niejako o „poziom wyżej” niż tradycyjne fundusze inwestycyjne, chociaż jego model funkcjonowania jest znacząco zbliżony do standardowego funduszu. Zazwyczaj fundusz funduszy lokuje swoje aktywa w jednostkach uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych. Patrząc jednak na ów model nieco szerzej, szczególnie w kontekście funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, można również mówić o funduszu funduszy jako podmiocie inwestującym w udziały lub akcje alternatywnych spółek inwestycyjnych. Takim podmiotem na polskim rynku jest PFR Ventures, w ramach którego działa pięć funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych o różnym profilu inwestycyjnym. Każdy z nich ma możliwość lokowania swoich aktywów zarówno w jednostkach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jak i udziałach lub akcjach funduszy *venture capital*, prowadzących działalność jako alternatywne spółki inwestycyjne w dowolnie wybranej, z katalogu dopuszczalnych ustawowo, formie prawnej. Może to być zatem zarówno spółka kapitałowa, jak i jedna z dwóch wskazanych spółek osobowych, tj. spółka komandytowa lub komandytowo-akcyjna¹⁰⁰.

Odrębnym rodzajem funduszu, który stanowi ciekawe rozwiązanie prawne, jest konstrukcja funduszu podstawowego i funduszy powiązanych, która uregulowana

⁹⁶ T. Węgrzyn, *Efektywność funduszy inwestycyjnych stosujących aktywne strategie zarządzania portfelem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2015, s. 143.

⁹⁷ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 166.

⁹⁸ A. Chłopecki, [w:] M. Stec (red.), *Prawo instrumentów...*, s. 408.

⁹⁹ R. S. Harris, T. Jenkinson, S. N. Kaplan, R. Stucked, *Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform?*, *Journal of Financial Economics* 2018, Vol. 129, s. 293.

¹⁰⁰ Zob. PFR Ventures, *Załącznik nr 9: Kluczowe warunki naboru oraz wyboru Funduszy VC - PFR Otwarte Innowacje FIZ („Term Sheet”)*, https://pfrventures.pl/media/attachments/Zalacznik_nr_9_Kluczowe_warunki_naboru_oraz_wyboru_Funduszy_VC_Termsheet_Na_ZU7mYzw.docx (dostęp: 15.02.2020 r.)

została w rozdziałach 2a i 3 działu VI ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Zgodnie z art. 169 ust. 1 u.f.i., „fundusz inwestycyjny otwarty może prowadzić działalność jako fundusz powiązany, polegającą na lokowaniu co najmniej 85% aktywów funduszu w jednostki uczestnictwa innego funduszu inwestycyjnego otwartego lub tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego (fundusz podstawowy)”. Podobna regulacja dotyczy funduszy inwestycyjnych zamkniętych, gdzie w myśl art. 170 ust. 1 u.f.i., „towarzystwo może utworzyć fundusz inwestycyjny (fundusz podstawowy), który będzie zbywał jednostki uczestnictwa albo emitował certyfikaty inwestycyjne wyłącznie określonym w statucie innym funduszom inwestycyjnym utworzonym przez to samo towarzystwo (fundusze powiązane)”. Jak wynika z treści przepisów, uczestnikami funduszu podstawowego mogą być wyłącznie utworzone w ramach niego fundusze powiązane, które to z kolei mogą inwestować wyłącznie w aktywa funduszu podstawowego. W konsekwencji takiego powiązania, zarówno fundusz podstawowy, jak i fundusze powiązane, posiadają taką samą politykę inwestycyjną, gdyż te ostatnie nie mają swobody w doborze aktywów, w których ulokują swój kapitał.

Szczególne rodzaje funduszy zostały ponadto wymienione w dziale VII u.f.i. zatytułowanym „specjalne typy funduszy inwestycyjnych”; fundusz rynku pieniężnego (rozdział 1), fundusz portfelowy (rozdział 2), fundusz sekurytyzacyjny (rozdział 3) oraz fundusz aktywów niepublicznych (rozdział 4). Fundusz rynku pieniężnego może zostać utworzony tylko z wykorzystaniem funduszu inwestycyjnego otwartego. Zapewnia on maksymalną płynność gromadzonych aktywów, gdyż zgodnie z wymogiem ustawowym, fundusz ten może inwestować wyłącznie w instrumenty rynku pieniężnego oraz depozyty o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok. Fundusz portfelowy i fundusz sekurytyzacyjny są natomiast zastrzeżone wyłącznie dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Fundusz portfelowy dokonuje w sposób ciągły emisji certyfikatów inwestycyjnych, które oferowane są w drodze oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Założeniem leżącym u podstaw funkcjonowania funduszu sekurytyzacyjnego jest zaś skupywanie przez niego wierzytelności, również publicznych. Dochodzi w ten sposób do transferu ryzyka z podmiotu będącego wcześniej wierzycielem, na fundusz inwestycyjny, który nabywa owe wierzytelności z odpowiednim dyskontem, tj. poniżej ich wartości nominalnej¹⁰¹.

¹⁰¹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 168.

1.3.2 Ekonomiczne kryteria podziału

Z uwagi na fakt, iż niniejsza praca stanowi studium w dyscyplinie nauk prawnych, a nie ekonomicznych, przedstawione poniżej podziały funduszy inwestycyjnych, oraz zawartych w nich funduszy *venture capital*, zostaną ograniczone wyłącznie do tych, które są kluczowe dla omawianej problematyki. Zaprezentowane podziały mają również istotny wymiar praktyczny, a ponadto wiążą się pośrednio z przedstawionymi powyżej prawnymi aspektami omówionych typologii.

a) Zasięg geograficzny

Zasięg geograficzny funduszu inwestycyjnego jest dość oczywistym aspektem dotyczącym jego funkcjonowania, który jednak odgrywa wyjątkowo istotną rolę w kontekście funduszy *venture capital*. Podczas gdy inne fundusze, inwestujące w akcje, obligacje, lub instrumenty rynku pieniężnego, nabywają aktywa do swojego portfela w drodze ograniczenia celów inwestycyjnych do określonych obszarów geograficznych, lub konkretnych rynków, aby zapewnić sobie pewien rodzaj specjalizacji, to sytuacja z funduszami nabywającymi akcje młodych, technologicznych spółek, wygląda zgoła odmiennie. Inwestycje funduszy *venture capital* opierają się bowiem na specyficznej relacji między osobami zarządzającymi funduszem, a osobami kierującymi potencjalną spółką portfelową¹⁰². Konieczne jest wystąpienie elementu zaufania pomiędzy obiema stronami, albo przynajmniej przekonania każdej ze stron o trafnym wyborze kontrahenta¹⁰³. Ze względu na fakt, iż omawiane inwestycje obarczone są znacznie większym ryzykiem niż konwencjonalne lokaty kapitału dokonywane przez fundusze inwestycyjne, osoby zarządzające funduszem *venture capital* zazwyczaj bardzo skrupulatnie badają zarówno samą spółkę w zakresie jej struktury prawnej, ale również, i w szczególności, założycieli spółki - ich determinację, ekspertyzę branżową i stworzony przez nich produkt. Przeprowadzają tzw. badanie *due diligence*¹⁰⁴, które jest niczym innym, jak tylko dokładnym sprawdzeniem wszelkich potencjalnych zagrożeń związanych z inwestycją w udziały lub akcje spółki oraz próbą ich zneutralizowania¹⁰⁵. Podobnie sytuacja wygląda z drugiej strony - założyciele spółki, którzy rozważają przyjęcie finansowania od danego funduszu

¹⁰² L. Bottazzi, M. Da Rin, T. Hellmann, *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital*, Review of Financial Studies 29, 2016, s. 2287.

¹⁰³ *Ibidem*, s. 2287.

¹⁰⁴ Duncan Angwina, *Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers*, Journal of World Business, Volume 36, Issue 1, Spring 2001, Pages 32-57

¹⁰⁵ J. Perry, T. Herd, *Reducing M&A risk through improved due diligence*, Strategy & Leadership 2004, Vol. 32 No. 2, s. 12-19. <https://doi.org/10.1108/10878570410525089> (dostęp: 15.02.2020 r.)

venture capital najczęściej dokładnie analizują, czy jest on w stanie, oprócz samego kapitału, wnieść do spółki realną wartość, tj. czy wygeneruje tzw. *smart money*. Spółka, która desperacko poszukuje finansowania i nie ma możliwości wyboru pomiędzy funduszami, prawdopodobnie przyjmie, rzecz jasna, kapitał od jakiegokolwiek funduszu, który wyrazi chęć sfinansowania jej działalności. Takie przypadki pozostają jednak poza zakresem rozważań, gdyż stanowią niejako odstępstwo od ogólnej reguły, a ponadto pewną patologię rynkową, w której projekty, które nie mają potencjału biznesowego, otrzymują finansowanie, wypłacane następnie założycielom spółki tytułem wynagrodzenia, zamiast przeznaczenia go na rozwój przedsiębiorstwa i jego produktu¹⁰⁶. Wyraźnie więc widać, że miejsce prowadzenia działalności przez potencjalną spółkę portfelową funduszu *venture capital* zdecydowanie nie może być przypadkowe, lecz powinno być starannie przemyślane. Konieczne jest bowiem zapewnienie obu stronom możliwości cyklicznych interakcji, tworząc sposobność do wymiany wiedzy i przeprowadzenia dyskusji nad napotkanymi problemami biznesowymi¹⁰⁷.

Większość funduszy *venture capital* ogranicza zasięg geograficzny swoich inwestycji na bazie znajomości danego rynku, dostosowania wielkości finansowania do prowadzenia działalności w danym miejscu oraz tożsamości języka, którym posługują się zarządzający funduszem i założyciele spółek¹⁰⁸. Istotne jest również, czy na danym obszarze rozwinięty jest rynek *venture capital* i *private equity*, a także, czy założyciele spółek mają świadomość możliwości tego typu finansowania oraz towarzyszących mu uwarunkowań¹⁰⁹. Praktyka rynkowa pokazuje jednak, że fundusze *venture capital* najczęściej ograniczają swoje inwestycje wyłącznie do swojego rodzimego rynku i niechętnie zapewniają finansowanie zagranicznym spółkom¹¹⁰. Wyjątkiem są tutaj fundusze z USA, które z uwagi na ogromny kapitał posiadany w swoim zarządzaniu, często lokują go również poza granicami swojego kraju, np. w Azji i Europie¹¹¹. Możemy zatem podzielić fundusze na inwestujące lokalnie *sensu stricto*, tj. wyłącznie w swoim regionie, np. województwie, stanie, lub kantonie i *sensu largo*, tj. na

¹⁰⁶ W. Wales, K.C. Cox, J. Lortie, C.R. Sproul, *Blowing Smoke? How Early-Stage Investors Interpret Hopeful Discourse within Entrepreneurially Oriented Business Plans*, *Entrepreneurship Research Journal* 2018, s. 9.

¹⁰⁷ A. P. Groh, H. Liechtenstein, *International allocation determinants for institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships*, *International Journal of Banking, Accounting and Finance* 2011/3, s. 176–206

¹⁰⁸ Wendy A. Bradley, Gilles Duruflé, Thomas F. Hellmann, Karen E. Wilson, *Cross-Border Venture Capital Investments: What Is the Role of Public Policy?*, *Journal of Risk and Financial Management*, 2019, s. 7.

¹⁰⁹ T. Tykvová, A. Schertler, *Cross-border venture capital flows and local ties: Evidence from developed countries*, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 2011/51, s. 37.

¹¹⁰ M. M. Mäkelä, V. J. Maula, *Attracting cross-border venture capital: the role of a local investor*, *Entrepreneurship & Regional Development* 2008/20, s. 243.

¹¹¹ *Ibidem*.

terenie całego swojego kraju, oraz na fundusze globalne, które nie ograniczają się tylko do jednego państwa, lecz inwestują we wszystkie spółki, które spełnią ich wymogi i oczekiwania inwestycyjne.

b) Sposób inwestycji

Przyglądając się sposobowi inwestycji funduszy *venture capital* w spółki portfelowe, należy wyróżnić dwa zasadnicze instrumenty, które wykorzystywane są do tego rodzaju transakcji. Są to mianowicie udziały lub akcje spółki oraz pożyczki konwertowalne na udziały¹¹². Najczęstszym sposobem inwestycji w branży *venture capital* w Polsce są inwestycje udziałowe, natomiast w USA, gdzie rynek ten jest znacznie bardziej rozwinięty, sprawa wygląda zgoła inaczej, szczególnie jeśli chodzi o spółki w najwcześniejszych stadiach rozwoju¹¹³. W przypadku inwestycji na etapie *pre-seed*, czyli tzw. zasiewu, kiedy spółka nie ma jeszcze przychodów i zazwyczaj nie posiada nawet żadnego fizycznego produktu, dysponując wyłącznie ustrukturyzowanym pomysłem, na amerykańskim rynku często stosowane jest finansowanie dłużne. Tamtejsze spółki niejednokrotnie otrzymują od funduszy *venture capital* finansowanie w postaci pożyczek konwertowalnych na udziały lub akcje (ang. *convertible debt*¹¹⁴ lub *convertible notes*¹¹⁵). Takie ustrukturyzowanie transakcji daje szereg korzyści zarówno spółce, jak i inwestorom¹¹⁶.

Na całym świecie podkreśla się kwestię problemu z wyceną spółek na tak wczesnym etapie rozwoju¹¹⁷. Trudno bowiem przewidzieć, czy takie przedsięwzięcie wygeneruje ponadprzeciętne zyski i osiągnie sukces rynkowy¹¹⁸, czy też, co zdarza się zdecydowanie częściej¹¹⁹, zakończy się niepowodzeniem i zmarnotrawieniem całości zainwestowanego kapitału. Jeśli jednak z czasem spółka zacznie się rozwijać i będzie potrzebowała dodatkowego finansowania, znacznie korzystniejszym rozwiązaniem z perspektywy inwestora jest przeprowadzenie wtedy konwersji udzielonej uprzednio

¹¹² C. W. Calomiris, R. J. Herring, *How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem*, *Journal of Applied Corporate Finance* 2013, Vol. 58, s. 1141.

¹¹³ K. M. Schmidt, L. Maximilian, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, *Journal of Finance* 2003, Vol. 25, s. 43.

¹¹⁴ F. Cornelli, O. Yosha, *Stage Financing...*, s. 8.

¹¹⁵ A. Huerga, C. Rodríguez-Monroy, *Mandatory Convertible Notes as a Sustainable Corporate Finance Instrument*, *Sustainability* 2019, 11, 897.

¹¹⁶ J. C. Stein, *Convertible bonds as backdoor equity financing*, *Journal of Financial Economics* 1992, Vol. 32, s. 19.

¹¹⁷ K. M. Schmidt, L. Maximilian, *Convertible Securities...*, s. 46.

¹¹⁸ Za taki sukces można uznać osiągnięcie przez *startup* statusu tzw. jednorożca (ang. *unicorn*), tj. wyceny przekraczającej 1 miliard dolarów. Zob. W. Gornall, I. A. Strebulaev, *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*, *Journal of Financial Economics* 2017, s. 13.

¹¹⁹ W USA przyjmuje się, że ok. 80% nowoutworzonych *startupów* kończy się niepowodzeniem. Zob. W. Wales, K.C. Cox, J. Lortie, C.R. Sproul, *Blowing Smoke? How Early-Stage...*, s. 14.

pożyczki, niż posiadanie małego pakietu jej udziałów, nabytego w ramach poprzedniej rundy finansowania¹²⁰. Pożyczka jest bowiem konwertowana na udziały (akcje) z zastrzeżonym w umowie dyskontem¹²¹, które pozwala funduszowi *venture capital* nabyć udziały (akcje) po cenie niższej od nominalnej, ale zarazem sprawiedliwej z punktu widzenia spółki, która nie oddaje inwestorom zbyt dużej części swojej struktury właścicielskiej¹²². Ponadto, w umowach pożyczek konwertowalnych często pojawia się klauzula maksymalnej wyceny, po której może nastąpić konwersja, tj. tzw. klauzula *cap*. Ma ona służyć zabezpieczeniu interesów inwestora, który zyskuje niejako gwarancję, że za kwotę udzielonej spółce pożyczki obejmie liczbę udziałów nie niższą niż zastrzeżona w umowie. Jeśli natomiast wycena spółki byłaby wyższa niż ustalony *cap*, zainwestowana uprzednio przez fundusz *venture capital* kwota konwertowana jest po wartości równej *cap*¹²³. W przypadku, gdy dana umowa zawiera zarówno postanowienie o dyskoncie przy konwersji, jak i klauzulę *cap*, konwersja na udziały lub akcje następuje według formuły korzystniejszej dla inwestora.

Zarówno w przypadku inwestycji w spółkę portfelową w formie pożyczki konwertowalnej, jak i w razie nabywania akcji spółki, fundusz *venture capital* zazwyczaj obejmuje akcje uprzywilejowane. Rzeczono uprzywilejowanie dotyczy najczęściej zarazem przypadku likwidacji spółki, jak i jej zbycia. Pełni ono zatem niejako dwie funkcje jednocześnie. Z jednej strony, służy ono zabezpieczeniu interesów inwestora na wypadek niepowodzenia przedsięwzięcia, uprawniając go w takim wypadku do pierwszeństwa zaspokojenia z masy upadłości i dając szansę na odzyskanie całości zainwestowanego kapitału. Z drugiej jednak strony, owo uprzywilejowanie obejmuje także sytuację, w której spółka zostaje sprzedana np. inwestorowi strategicznemu lub konkurentowi branżowemu. Jeśli cena transakcji będzie wtedy opiewała na kwotę wyższą, niż wycena spółki w momencie inwestycji przez wspomnianego inwestora, zrealizuje on atrakcyjny zysk, nie korzystając z uprzywilejowania. Jeżeli natomiast cena będzie niższa, niż w chwili pierwotnej transakcji, to inwestor zachowa przynajmniej szansę na odzyskanie całości wpłaconego kapitału. Opisana klauzula w prawie anglosaskim znana jest pod nazwą *liquidation preference*¹²⁴. Tłumaczenie niniejszego pojęcia może być mylące, gdyż jak wyżej wspomniano, poza przypadkami likwidacji,

¹²⁰ A. Huerga, C. Rodríguez-Monroy, *Mandatory Convertible...*, s. 898.

¹²¹ J. C. Stein, *Convertible...*, s. 21

¹²² *Ibidem*.

¹²³ K. M. Schmidt, L. Maximilian, *Convertible...*, s. 47.

¹²⁴ D. P. J. Leisen, *Staged venture capital contracting with ratchets and liquidation rights*, *Review of Financial Economics* 2012, Vol. 21, s. 23.

obejmuje ona również sytuacje zbycia spółki¹²⁵. Ów mechanizm pozwala beneficjentowi na wybranie jednej z dwóch opcji skorzystania z niego – możliwe jest wspomniane odzyskanie zainwestowanego kapitału (co jest opłacalne, jeśli cena zbycia spółki jest niższa niż wartość, na którą inwestor wycenił ją w momencie inwestycji) lub pominięcie uprzywilejowania akcji i otrzymanie części ceny z transakcji, opartej na strukturze udziałowej, która istniała w momencie pierwotnej inwestycji. Jeśli zatem, przykładowo, inwestor zainwestował w spółkę milion złotych, wyceniając ją na dziesięć milionów i obejmując tym samym 10% udziałów w spółce, będzie on uprawniony do otrzymania 10% z kwoty, za jaką spółka zostanie zbyta.

Powyższa klauzula funkcjonuje w praktyce w dwóch, znacznie różniących się od siebie wariantach. Może ona bowiem przyjąć postać *non-participating liquidation preference*¹²⁶ albo *participating liquidation preference*¹²⁷. Pierwszy z wymienionych wariantów jest niejako standardowym i mechanizm jego działania został przedstawiony powyżej. W przypadku drugiego z nich, inwestor nie musi natomiast wybierać jednej z dwóch opisanych opcji, gdyż ma niejako możliwość skorzystać z obu jednocześnie. Najpierw zwracana jest mu bowiem całość pierwotnie zainwestowanego kapitału, a następnie nadwyżka kwoty uzyskanej z likwidacji lub zbycia dzielona jest proporcjonalnie pomiędzy właścicieli spółki. Daje ona zatem inwestorowi znacznie większe zyski, niż ma to miejsce przy zrealizowaniu standardowego postanowienia *non-participating liquidation preference*. Stosowanie tej klauzuli jest wysoce ograniczone w praktyce, gdyż jest czasami uznawana za nierynkową z uwagi na nadmiernie uprzywilejowanie inwestora w zakresie zysków z udanego przedsięwzięcia¹²⁸. Można jednak polemizować z takim stanowiskiem, gdyż w przypadku inwestycji *venture capital* praktycznie całe ryzyko finansowe ponoszone jest przez inwestora, a nie założycieli spółki, którzy wnoszą do niej wyłącznie wartości niematerialne w postaci pomysłu biznesowego oraz własną pracę na rzecz spółki.

Przedstawione wyżej rozważania dotyczą akcji, w szczególności spółek amerykańskich, jednak w pewnym zakresie można odnieść je również do udziałów. Zarówno jednak na gruncie prawa obowiązującego w USA¹²⁹, jak i prawa polskiego, sytuacja znacznie się komplikuje, gdy próbujemy przełożyć zastosowanie opisanych

¹²⁵ *Ibidem*.

¹²⁶ K. M. Schmidt, *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, Journal of Finance 2003, Vol. 25, s. 48.

¹²⁷ D. P. J. Leisen, *Staged venture...*, s. 27.

¹²⁸ C. Casamatta, *Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists*, Journal of Finance 2003, Vol. 58, s. 2059.

¹²⁹ D. P. J. Leisen, *Staged venture...*, s. 29.

klauzul na grunt spółki z ograniczoną odpowiedzialności lub jej odpowiednika amerykańskiego – *limited liability company* albo brytyjskiego – *limited company*. W Stanach Zjednoczonych często wykorzystywaną strukturą prawną do tego typu inwestycji jest *C corporation*¹³⁰, czyli odpowiednik polskiej spółki akcyjnej. Przy próbie zastosowania spółki LLC lub Ltd do transakcji opartej na finansowaniu poprzez pożyczkę konwertowalną na udziały, napotykamy na problem obecny w obu wymienionych typach spółek, związany z brakiem możliwości uprzywilejowania samych udziałów, a jedynie sposobnością przyznania wspólnikowi osobistych, niezbywalnych uprawnień, znacznie słabiej chroniących jego interesy w przypadku chęci ewentualnej konwersji¹³¹. Na gruncie prawa polskiego, w myśl art. 174 § 2 k.s.h., możliwe jest zastrzeżenie w umowie spółki z o.o. udziałów uprzywilejowanych. Wykorzystanie tego typu spółki jest jednak o tyle problematyczne, że zgodnie z art. 246 § 3 k.s.h., „uchwała dotycząca zmiany umowy spółki, zwiększająca świadczenia wspólników lub uszczuplająca prawa udziałowe bądź prawa przyznane osobiście poszczególnym wspólnikom, wymaga zgody wszystkich wspólników, których dotyczy”. Gdyby zatem spółka, która otrzymała już wcześniejszą rundę finansowania od funduszu *venture capital* oddając mu część swoich udziałów, chciała następnie pozyskać dodatkowe finansowanie od innego inwestora w formie pożyczki konwertowalnej na udziały, konieczne byłoby wyrażenie zgody na przyznanie rzeczoności uprzywilejowania przez ów fundusz *venture capital*, będący udziałowcem spółki¹³². Uprzywilejowanie udziałów tylko niektórych wspólników jest bowiem w praktyce uszczupleniem praw udziałowych wszystkich pozostałych wspólników, przez co nie sposób przyjąć, że zmiana umowy spółki w takim zakresie nie będzie wymagała zgody tych udziałowców, których udziały nie zostaną uprzywilejowane¹³³. Mimo, iż wyrażony powyżej pogląd pozostaje dyskusyjny¹³⁴, to jest jednak zdecydowanie dominującym w doktrynie, co skutecznie ogranicza stosowanie spółek z o.o. do transakcji finansowania poprzez pożyczki konwertowalne na udziały. Podjęcie bowiem takiej uchwały bez wymaganej zgody wszystkich pozostałych wspólników byłoby obwarowanie skutkiem nieważności¹³⁵.

¹³⁰ *Ibidem*.

¹³¹ S. A. Ravid, I. Venezia, A. Ofer, V. Pons, S. Zuta, *When are Preferred Shares Preferred? Theory and Empirical Evidence*, Journal of Financial Stability 2007, Vol. 3, s. 207.

¹³² M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych Komentarz*, LexisNexis 2013, s. 468.

¹³³ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom I i II*, Wolters Kluwer 2019, s. 1251

¹³⁴ Por. K. Kopaczyńska-Pieczniak, *Ustanie członkostwa w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Wolters Kluwer 2002, s. 103

¹³⁵ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 1251. Inaczej M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych Komentarz*, LexisNexis 2013, s. 454, który przyjmuje, że w przypadku braku wymaganej

Na gruncie spółki akcyjnej, mimo obowiązywania pozornie podobnego przepisu do omówionego powyżej w zakresie uszczuplenia praw poszczególnych udziałowców spółki, sytuacja wygląda jednak zgoła odmiennie. Zgodnie z art. 415 § 3 k.s.h., „uchwała dotycząca zmiany statutu, zwiększająca świadczenia akcjonariuszy lub uszczuplająca prawa przyznane osobiście poszczególnym akcjonariuszom zgodnie z art. 354 k.s.h., wymaga zgody wszystkich akcjonariuszy, których dotyczy”. Ustawodawca wyraźnie zróżnicował zatem regulacje w odniesieniu do obu typów spółek, obejmując w tym przypadku wymogiem rzeczonyj zgody wyłącznie te uchwały, które dotyczą uszczuplenia praw przyznanych osobiście poszczególnym akcjonariuszom spółki akcyjnej. Zgodnie z rozumieniem tego pojęcia prezentowanym przez Sąd Najwyższy, prawa przyznane osobiście to prawa przyznane bezpośrednio określonej osobie stanowiące niezbywalne prawa podmiotowe¹³⁶. Nie może być zatem mowy o wymogu uzyskania zgody wszystkich akcjonariuszy na emisję akcji uprzywilejowanych w spółce akcyjnej. Dzięki temu, spółka ta jest odpowiednią formą prawną do ustrukturyzowania finansowania w formie pożyczki konwertowalnej na akcje uprzywilejowane w Polsce, zabezpieczając tym samym interesy inwestorów. Z uwagi na regulację spółki komandytowo-akcyjnej i odesłanie poczynione w art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h. do przepisów dotyczących spółki akcyjnej w sprawach wprost nieuregulowanych (niedotyczących stosunku prawnego komplementariuszy, ani ich wkładów do spółki), ta forma prawna również zdaje się być odpowiednia do przeprowadzania omawianego rodzaju transakcji. Praktyka pokazuje ponadto, że spółka komandytowo-akcyjna (w której komplementariuszem jest spółka z o.o.) jest w istocie niezwykle często stosowaną formą prawną prowadzenia spółek funkcjonujących na rynku *venture capital* w Polsce¹³⁷.

Należy ponadto nadmienić, iż w Kodeksie spółek handlowych nie została w żaden sposób ograniczona wysokość uczestnictwa w podziale masy likwidacyjnej, zarówno przez wspólników spółki z o.o., jak i akcjonariuszy spółki akcyjnej. Pozostaje to zatem do rozstrzygnięcia przez samych wspólników (akcjonariuszy)¹³⁸. Z uwagi na otwarty katalog uprzywilejowania¹³⁹ w obu typach spółek – tj. w art. 174 § 3 oraz 351 § 2 k.s.h., w myśl których uprzywilejowanie może dotyczyć „w szczególności prawa głosu, prawa do dywidendy lub podziału majątku w przypadku likwidacji spółki”, możliwe jest

zgody wszystkich wspólników, których dotyczy zmiana umowy spółki, uchwała w tej sprawie powinna zostać uznana za tzw. uchwałę nieistniejącą.

¹³⁶ Wyrok z dnia 6 marca 2002 r. (sygn. V CKN 846/00, LEX nr 54476)

¹³⁷ Por. wyniki przeprowadzonego studium empirycznego, które zostały przedstawione w rozdz. 6.2 niniejszej pracy.

¹³⁸ A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych...*, s. 807.

¹³⁹ M. Mataczyński, [w:] S. Sołtysiński (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301-490*, C.H. Beck 2013, s. 394.

ukształtowanie go w ramach likwidacji spółki na kilka różnych sposobów. Może to być zarówno prawo dostępu do wydzielonej specjalnie dla określonej grupy wspólników (akcjonariuszy) kwoty likwidacyjnej czy składników *in natura*, pierwszeństwo przed innymi wspólnikami, czy też przykładowo termin, do jakiego uprzywilejowanie obowiązuje¹⁴⁰. W praktyce, uprzywilejowanie to najczęściej polega albo na wskazaniu pewnej kwoty minimalnej (wydzielonego funduszu), która zawsze musi przypaść na udziały (akcje) uprzywilejowane, albo na zastrzeżeniu, że udziały (akcje) uprzywilejowane korzystać będą z pierwszeństwa przed pozostałymi udziałami w przypadku wypłaty sum likwidacyjnych¹⁴¹.

W literaturze podkreśla się, że finansowanie poprzez *convertible debt* jest opłacalne również z perspektywy samej spółki. Sprecyzowanie jej wyceny na zbyt wczesnym etapie, oprócz tego, że jest bardzo nieuchwytne, generuje bowiem dla założycieli wysokie ryzyko rozwodnienia ich udziałów w kolejnej rundzie finansowania, gdyby okazało się, że wartość przedsiębiorstwa wzrosła szybciej, niż pierwotnie zakładano. Ponadto, finansowanie w formie pożyczki konwertowalnej jest również tańsze, biorąc pod uwagę koszty obsługi prawnej¹⁴². W USA szacuje się, że koszt finansowania poprzez *convertible notes* to ok 1-2 tysiące dolarów, w porównaniu z prawie dziesięciokrotnie wyższym kosztem (10-30 tysięcy dolarów) w przypadku standardowej emisji akcji¹⁴³. Relatywnie tania jest również emisja obligacji przez spółkę, przez co taki sposób finansowania również cieszy się pewną popularnością w Stanach Zjednoczonych.

c) Faza rozwoju spółek portfelowych

Jak już sygnalizowano, fundusze *venture capital* inwestują w spółki we wczesnych stadiach rozwoju¹⁴⁴, tj. od fazy załączkowej (nazywanej również fazą zasiewu, ang. *seed financing*), przez etap startu (ang. *start-up*), aż do wczesnej fazy ekspansji (ang. *early growth, early expansion*)¹⁴⁵. Jest to jednocześnie ich cecha charakterystyczna, odróżniająca je od inwestycji *private equity*. Drugie z wymienionych obejmują bowiem transakcje, w których nabywane są udziały lub akcje przedsiębiorstw dojrzałych, w zaawansowanych stadiach rozwoju, zazwyczaj w celu sfinansowania ekspansji spółki na rodzimym rynku, lub na rynki zagraniczne¹⁴⁶.

¹⁴⁰ A. Kidyba, *Spółka z o.o. Komentarz*, s. 266; S. S. Soltysiński, *Kodeks handlowy komentarz*. Tom II, C.H. Beck 1998, s. 387.

¹⁴¹ M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek...*, s. 463.

¹⁴² A. Huerga, C. Rodríguez-Monroy, *Mandatory Convertible...*, 898.

¹⁴³ *Ibidem*.

¹⁴⁴ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *Kapitał...*, s. 62.

¹⁴⁵ E. Głogowski, M. Munch, *Nowe usługi...*, s.281.

¹⁴⁶ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.

Początkową fazą rozwoju *startupu*, będącą pierwszą w tzw. cyklu życia spółki, jest faza załączkowa, w której to założyciele zazwyczaj posiadają zalednie wstępną koncepcję modelu biznesowego przedsiębiorstwa, zwykle bez żadnego fizycznego produktu¹⁴⁷. Owa koncepcja musi następnie zostać sprawdzona w warunkach rynkowych, przez co to stadium często nazywane jest fazą *proof-of-concept*¹⁴⁸. Przedsiębiorstwa na tym etapie zwykle nie potrzebują dużych środków finansowych, gdyż ich głównym celem jest stworzenie produktu lub jego prototypu, z którym będzie możliwe sprawdzenie, czy pomysł ma szansę spotkać się z rynkową aprobatą. Ze względu na wczesną fazę przedsięwzięcia, założyciele w takim przypadku zazwyczaj nie posiadają jeszcze uformowanej struktury prawnej. Finansowanie, które usiłują uzyskać od funduszu *venture capital*, przeznaczone jest między innymi na ten właśnie cel, wymagający konsultacji w zakresie prawa korporacyjnego, prawa podatkowego i innych istotnych zagadnień. Podobnie sprawa wygląda w kontekście zabezpieczenia praw własności intelektualnej – z uwagi na brak uformowanej ostatecznej wersji produktu i niepewność co do przyszłości projektu, założyciele *startupu* na takim etapie zwykle nie zajmują się ochroną swoich dzieł, patentowaniem wynalazków, ani własnością przemysłową. Środki finansowe pozyskane od inwestorów, obok niniejszego celu, przeznaczone są również na przygotowanie przedsięwzięcia do prowadzenia działalności operacyjnej, tj. na zakup potrzebnych maszyn, sprzętów i urządzeń, a także na zatrudnienie pracowników. Przedsiębiorstwo dostosowywane jest tym samym do rozpoczęcia funkcjonowania nie tylko na gruncie regulacyjno-prawnym, ale również operacyjnym. Założyciele, a w konsekwencji również inwestorzy, muszą podjąć na tym etapie decyzję co do ekonomicznego sensu dalszego prowadzenia działalności w ramach przedsięwzięcia.

Czasami mówi się również o tzw. fazie *pre-seed*¹⁴⁹, czyli „przedzałączkowej”. Wyróżnienie tego stadium ma na celu podkreślenie, że przedsięwzięcia nie można jeszcze nawet zakwalifikować jako będącego w fazie zasiewu, ponieważ nie posiada ono jeszcze niczego, oprócz samego pomysłu. Podczas gdy w fazie *seed* założyciele mają już przygotowany biznesplan oraz skompletowany zespół operacyjny, który gotowy jest rozpocząć działalność nad projektem, to w fazie *pre-seed* niejednokrotnie zdarza się, że pojedyncze osoby, posiadające pewien pomysł biznesowy i bardzo wstępny, ramowy plan jego ewentualnej realizacji, usiłują uzyskać od funduszu *venture capital* finansowanie. Zdarza się, że fundusz rzeczywiście inwestuje w taki surowy projekt,

¹⁴⁷ R. Phelps, R. Adams, J. Bessant, *Life cycles of growing organizations: a review with implications for knowledge and learning*, International Journal of Management Reviews 2007, 9(1), s. 21.

¹⁴⁸ D. P. J. Leisen, *Staged venture...*, s. 27.

¹⁴⁹ E. Rasmussen, R. Sørrheim, *How...*, s. 9.

jednak zazwyczaj opiera się to na doświadczeniu konkretnej osoby, a nie samym pomysłem. Wiele funduszy *venture capital* wychodzi bowiem z założenia, że sam pomysł odpowiada tylko za niewielką część sukcesu przedsiębiorstwa, a najważniejszym aspektem przedsięwzięcia jest właśnie doświadczenie, zaangażowanie i umiejętności zespołu¹⁵⁰. Paradoksalnie, z pozoru nieracjonalne inwestycje w takich okolicznościach okazują się jednak po głębszym przeanalizowaniu uzasadnione, gdyż przykładowo osoba, która posiada tytuł profesora w danej dziedzinie nauki i zamierza stworzyć w jej ramach określony produkt, deklarując przy tym zaangażowanie całego swojego czasu zawodowego w owe przedsięwzięcie, ma w rzeczywistości niemałą szansę na sukces projektu. Na tym etapie, a także na etapie zasiewu, oprócz funduszy *venture capital*, nierzadko inwestorami są również tzw. aniołowie biznesu, czyli osoby posiadające kapitał przeznaczony na inwestycje w rozwijające się spółki.

Kolejnym stadium rozwoju spółki, następującym bezpośrednio po fazie załączkowej, jest etap startu (*startup stage*¹⁵¹). Można tutaj mówić o pewnego rodzaju stadium *startupu sensu stricto*, gdyż jako *startup* w szerokim znaczeniu określa się zazwyczaj każdą spółkę, która potencjalnie może kwalifikować się do otrzymania finansowania od funduszy *venture capital*, niezależnie od tego, w którym z opisywanych stadiów rozwoju się znajduje¹⁵². Nazwa tej fazy rozwoju związana jest ze startem działalności operacyjnej uformowanej już spółki i rozpoczęciem produkcji lub świadczenia usług przy pomocy produktu, np. platformy internetowej, aplikacji mobilnej, lub gotowego modelu biznesowego¹⁵³. Pozyskiwani są więc pierwsi klienci i weryfikowane jest, czy zbudowanie odpowiedniej skali działalności jest w istniejących okolicznościach rynkowych wykonalne. Jeśli sprzedaż, a w konsekwencji przychody spółki, zostaną zwiększone, będzie to znak, że przedsiębiorstwo jest bliskie przejścia do przeobrażenia się w następne stadium działalności. Nie jest konieczne, aby na tym etapie pojawiły się już zyski spółki, ponieważ początkowo przychody są w dużej mierze, albo nawet prawie w całości, reinwestowane w celu przyspieszenia tempa rozwoju spółki¹⁵⁴. Przedsiębiorstwa na tym etapie rozwoju niekiedy funkcjonują zatem na skraju rentowności, a czasami nawet systematycznie wykazują stratę, co nie oznacza

¹⁵⁰ F. Muñoz-Bullón, M. J. Sanchez-Bueno, A. Vos-Saz, *Startup team contributions and new firm creation: the role of founding team experience*, Entrepreneurship and Regional Development 2015, Vol. 27(1-2), s. 11.

¹⁵¹ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press 2006 2nd edition, s. 226.

¹⁵² Zob. uwagi poczynione w rozdz. 1.7 niniejszej pracy.

¹⁵³ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture...*, s. 231.

¹⁵⁴ G. Rapiér, T. Wolverton, Uber lost \$5.2 billion in 3 months. Here's where all that money went, Business Insider, 9 sierpnia 2019, <https://www.businessinsider.com/where-uber-spends-its-money-lost-5-billion-second-quarter-2019-8?IR=T> (dostęp: 15.02.2020 r.)

jednak, że nie są na dobrej drodze do osiągnięcia spektakularnego sukcesu w dłuższej perspektywie. Często bowiem oparcie się na finansowaniu od funduszy *venture capital* przez długi okres czasu ma szanse przynieść bardzo korzystne efekty dla spółki, gdyż dodatkowy kapitał może zostać przeznaczony na ciągłe ulepszanie produktu, marketing i inne wydatki pozwalające na powiększenie skali prowadzonej działalności. Taki model rozwoju sprawdza się szczególnie w przypadku przedsięwzięć, które opierają się na stosunkowo prostym, łatwym do zduplikowania pomysłem, określanym w anglojęzycznej terminologii mianem *marketplace*¹⁵⁵. W takich projektach kluczowe znaczenie ma bowiem szybkość przejścia rynku danego produktu i zwalczenie konkurencji, nie dając tym samym szansy rozwoju innym przedsiębiorstwom z uwagi na brak czasu lub niewystarczającą ilość środków finansowych¹⁵⁶.

Ostatnim stadium rozwoju *startupu*, przy którym można jeszcze mówić o inwestycjach *venture capital*, jest wczesna faza ekspansji (ang. *early growth, early expansion*). To właśnie tutaj styka się ze sobą pojęcie *venture capital* z pojęciem *private equity*, tworząc stosunkowo cienką, często nieuchwytną granicę między oboma terminami. W fazie wczesnej ekspansji, spółka zazwyczaj poszerza zakres swojej działalności na dodatkowe rynki – kolejne miast, obszary kraju lub inne państwa, zarówno sąsiednie, jak i oddalone o znaczne odległości, w zależności od profilu klienta. W wielu przypadkach zasadne okazuje się również zwiększenie gamy oferowanych produktów, zamiast jedynie ulepszania pierwotnie istniejącego. W konsekwencji wzrostu skali działalności przyjmowani są nowi pracownicy do prowadzenia kolejnych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa, takich jak zaawansowana księgowość, marketing wielokanałowy, relacje z klientami, dostawcami i partnerami, czy rekrutacja. Nie jest co prawda konieczne, aby na tym etapie spółka generowała już zysk, ale jeśli taka sytuacja ma miejsce, to nawiązuje ona zwykle stałą współpracę ze specjalistami w zakresie prawa podatkowego, prawa własności intelektualnej, prawa spółek i innych gałęzi właściwych dla profilu spółki.

Właśnie w rentowności można doszukiwać się granicy pomiędzy *venture capital*, a *private equity*, gdyż w sytuacji, gdy spółka generuje już zyski wystarczające do kontynuowania działalności, jej skalowania, a czasami także na dywidendy dla udziałowców, przestaje ona potrzebować zewnętrznego finansowania of funduszy *venture capital*¹⁵⁷. To właśnie od tego momentu następuje rozpoczęcie generowania

¹⁵⁵ M. S. Furlong, *Turning Silver into Gold: How to Profit in the New Boomer Marketplace*, FT Press 2007, s. 43.

¹⁵⁶ *Ibidem*.

¹⁵⁷ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.

zwrotu z inwestycji zrealizowanej przez fundusz *venture capital*, czy aniołów biznesu, gdyż spółka przestaje potrzebować ciągłej pomocy i konsultacji, a zaczyna samodzielnie się rozwijać w stabilny sposób. Na tym etapie mogą też pojawić się inwestorzy z branży *private equity*, którzy dokonują inwestycji w spółki mające już sprawdzony, ukształtowany i stabilny model działalności. Po jednej stronie transakcji znajdują się wtedy założyciele spółki i fundusze *venture capital*, a po drugiej fundusz *private equity*. W konsekwencji, przekroczenie przez spółkę progów wczesnej fazy ekspansji może spowodować, że zbywcy w istocie zakończą swoje zaangażowanie w przedsięwzięcie *venture capital*, oddając je w ręce inwestorów *private equity*. Ci ostatni często nabywają pakiet większościowy w spółce, albo nawet wszystkie udziały (akcje) aby przejąć nad nią kontrolę, zrestrukturyzować zarówno jej model operacyjny, jak i strukturę finansowania (np. zmieniając strukturę pasywów - proporcję między kapitałem własnym a kapitałem dłużnym), po czym sprzedają ją za wyższą kwotę¹⁵⁸. Fundusze *private equity* prezentują zatem zupełnie odmienne podejście, niż inwestorzy *venture capital* – nie skupiają się oni bowiem na rozwoju przedsiębiorstwa, lecz na jego restrukturyzacji w celu wygenerowaniu zysku z przeprowadzonych optymalizacji.

d) Wielkość inwestycji i profil inwestycyjny

Przedstawiony wyżej podział funduszy *venture capital* ze względu na fazę rozwoju spółek portfelowych ściśle łączy się z dysponowanym przez fundusze kapitałem i zakładaną kwotą inwestycji, czyli tzw. *ticketem* inwestycyjnym¹⁵⁹. Nowopowstałe spółki, a zatem znajdujące się w najwcześniejszym stadium rozwoju, potrzebują zazwyczaj znacznie mniejszej ilości środków finansowych, niż przedsiębiorstwa, które istnieją na rynku od wielu lat. Naturalną konsekwencją takiego stanu rzeczy jest zatem fakt, iż profil inwestycyjny funduszy *venture capital* o niskiej kapitalizacji zakłada inwestycje w spółki na wcześniejszych etapach rozwoju, niż fundusze zarządzających większym kapitałem.

Średni *ticket* inwestycyjny wśród wszystkich funduszy *venture capital* na świecie znacznie różni się w zależności od fazy rozwoju spółek portfelowych. W 2018 roku, dla spółek w fazie załóżkowej było to ok. 1 mln euro, dla fazy startu ok. 5 mln euro, natomiast dla wczesnej fazy wzrostu ok. 10,3 mln euro¹⁶⁰. Kwoty te zwiększyły się ponad dwukrotnie w ciągu ostatnich ok. 5 lat, tj. od 2013 roku – z 0,5 mln euro dla fazy

¹⁵⁸ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego...*, s. 26.

¹⁵⁹ W. Gornall, I. A. Strebulaev, *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*, *Journal of Financial Economics* 2017, s. 13.

¹⁶⁰ *Venture Pulse, Q1'19, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise 2019*, s. 8, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/04/venture-pulse-q1-2019.pdf>, (dostęp: 15.02.2020 r.)

seed, 2,1 mln euro dla fazy *start-up* i 5,1 mln euro dla fazy *early growth*. Co ciekawe, liczba przeprowadzonych globalnie transakcji *venture capital* w 2018 roku była niemal identyczna jak w 2013 roku i wyniosła ok. 12 tysięcy. Mimo, iż do 2015 roku liczba ta systematycznie rosła z miesiąca na miesiąc, to od 2016 roku zaczęła drastycznie spadać¹⁶¹. Warto wspomnieć, że udział poszczególnych stadiów rozwoju spółek portfelowych w przytoczonej liczbie prezentował się następująco: 7 tysięcy transakcji w ramach fazy zasiewu i po 2,5 tysiąca transakcji dla fazy startu i wczesnej fazy ekspansji. Zarówno w roku 2013, jak i 2018 proporcje te wyglądały podobnie, co oznacza, że liczba przeprowadzanych transakcji jest rokrocznie prawie 3 razy większa wśród spółek na najwcześniejszym etapie rozwoju, niż w jakimkolwiek innym stadium. Jeśli jednak spojrzeć na rzeczony kategorie kwotowo, to można zauważyć, że wartość inwestycji w poszczególnych stadiach w ciągu ostatnich ok. 5 lat zwiększyła się kilkukrotnie, tj. z 5 mld dolarów dla fazy *seed*, 10 mld dolarów dla fazy *start-up* i 40 mld dolarów dla fazy *early growth* w 2013 roku do odpowiednio 10 mld, 40 mld i 160 mld dolarów w 2018 roku¹⁶². Widać zatem wyraźnie, że pomimo znacznie mniejszej liczby inwestycji w ramach spółek w stadium *growth*, kwota zainwestowanego kapitału jest kilkanaście razy większa niż ma to miejsce dla najwcześniejszych stadiów, a ponadto wartość ta w ciągu ostatnich ok. 5 lat wzrosła ok. 4-krotnie.

Należy podkreślić fakt, iż od lat, niezmiennie, liczba transakcji *venture capital* przeprowadzanych na rynku amerykańskim odpowiada za ponad połowę ze wszystkich światowych inwestycji tego rodzaju – od 2013 roku liczba ta utrzymuje się na podobnym poziomie i wynosi ok. 8 tysięcy transakcji rocznie¹⁶³. Nieznacznie większa od średniej jest również przeciętna wielkość inwestycji w spółki. W 2018 roku wyniosła ona 1,1 mln dolarów dla fazy *seed*, 5,8 mln dolarów dla fazy *start-up* oraz 10,3 mln dolarów dla fazy *early growth*. Przyglądając się statystykom dotyczącym inwestycji *venture capital* w Polsce, można zauważyć kilka prawidłowości. Po pierwsze, liczba transakcji jest na nieporównywalnie niskim poziomie w porównaniu do światowej średniej, gdyż w ciągu całego roku 2018 zostały w Polsce przeprowadzone tylko 43 transakcje typu *venture capital*¹⁶⁴. Po drugie, były to inwestycje o stosunkowo niskiej wartości, gdyż tylko 7 z nich opiewało na kwotę

¹⁶¹ *Ibidem*, s. 11.

¹⁶² *Ibidem*.

¹⁶³ *Ibidem*, s.48.

¹⁶⁴ Dealroom.co, 2018 full year report, Annual European Venture Capital Report, s. 11, <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2019/02/Dealroom-2018-vFINAL.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.)

wyższą niż 2 mln euro, a tylko 3 z nich na kwotę ponad 5 mln euro¹⁶⁵. Po trzecie, w Polsce działa obecnie ok. 150 funduszy *venture capital*, z czego tylko 3 mają średni *ticket* inwestycyjny wynoszący ponad 1 mln euro, a pozostałe oscylują w granicach poniżej 0,5 mln euro¹⁶⁶. Mowa tutaj o wszystkich inwestycjach *venture capital*, nie tylko w ramach fazy *seed*. Widać zatem wyraźnie, że wielkość polskich transakcji nie przystaje do światowych standardów, gdzie kwota ok. 1 mln euro jest przeciętną kwotą inwestycji w ramach stadium zasiewu, podczas gdy dla Polski tylko 3 fundusze zakładają w ogóle inwestycje powyżej tej granicy. Większe transakcje na rynku polskim zarezerwowane są raczej dla branży *private equity*, która pod względem inwestowanych kwot również pozostaje daleko w tyle za państwami zachodnimi.

Fundusze *venture capital* można zasadniczo podzielić na dwa rodzaje, biorąc pod uwagę ich profil inwestycyjny – fundusze uniwersalistyczne, nazywane też „generalistycznymi” (od ang. *generalistic*) oraz fundusze specjalistyczne¹⁶⁷. W ramach funduszy posiadających specjalizację można dokonać ich dalszej typologii – oprócz inwestujących w tradycyjne branże, takie jak przemysł ciężki, chemiczny, energetyka, farmaceutyka, czy telekomunikacja, również na działające w obszarze nowych technologii, m.in. sztucznej inteligencji, uczenia maszynowego, Internetu rzeczy, automatyki i robotyki, przemysłu 4.0, czy *big data* i *e-commerce*.

Przyglądając się profilom inwestycyjnym funduszy *venture capital* działających w Polsce, można zauważyć, że tylko 15 ze 150 aktywnych funduszy funkcjonuje w modelu uniwersalistycznym¹⁶⁸. Zdecydowana większość, bo aż 90% wszystkich z nich działa zatem w modelu specjalistycznym, którego wady podkreślane są w doktrynie od wielu lat¹⁶⁹. Może to wydawać się niezrozumiałe, gdyż zwraca się uwagę, że w przypadku skupienia się przez zarządzających wyłącznie na wąskim spektrum działalności spółek portfelowych, częstokroć może dojść do sytuacji, w której funduszowi zabraknie celów inwestycyjnych z uwagi na brak wystarczającej liczby satysfakcjonujących projektów, spełniających wymagania zespołu¹⁷⁰. Z drugiej strony, mało prawdopodobne jest, aby zarządzający funduszem nie mieli szerszej wiedzy w jakimś sektorze gospodarki, w który inwestowali w przeszłości. Taki stan rzeczy

¹⁶⁵ J. Krysztofiak-Szopa, M. Wisłowska, Michał K., *The Golden Book...*, s. 25. Wspomniane 3 największe transakcje w 2018 roku to: Docplanner (15m eur), Brainly (12,4m eur), Booksy (11,5m eur)

¹⁶⁶ *Ibidem*, s. 17. Te 3 fundusze z ticketem ponad 1 mln eur to: mAccelerator.vc (1,5mln eur), TDJ Pitango Ventures (ok. 2m eur), MCI.TechVentures (6,1m EUR).

¹⁶⁷ P. Gompers, A. Kovner, J. Lerner, *Specialization and success: evidence from venture capital*, *Journal of Economics and Management Strategy* 2009/18, s. 822.

¹⁶⁸ A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, *VC in Poland...*

¹⁶⁹ J. C. Stein, *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, *Journal of Finance* 52. 1997. s. 118.

¹⁷⁰ *Ibidem*, s. 119.

może w istocie doprowadzić do sytuacji, w której teoretycznie uniwersalistyczny fundusz będzie jednak inwestował w kilka specyficznych sektorów, zbieżnych z ekspertyzą zespołu nim zarządzającego¹⁷¹. Sektory te mogą być jednak różne dla poszczególnych członków zespołu, co może wywołać kłótnie oraz ewentualny paraliż decyzyjny, zagrażający funkcjonowaniu tego podmiotu¹⁷². Ten argument wydaje się jednak chybiony, gdyż w znakomitej większości przypadków, podział zysków funduszu (tzw. *carried interest*¹⁷³), dokonywany jest w równych częściach dla wszystkich zarządzających, albo według z góry ustalonego schematu, niezależnego od tego, która z inwestycji przyniosła największy zysk. Członkowie zespołu nie mają zatem powodu, aby nadmiernie forsować upodobane przez siebie projekty, a raczej skupiają się na maksymalizacji zysku z całego portfela spółek.

Innym zagrożeniem, związanym z prowadzeniem funduszu *venture capital* o profilu specjalistycznym, jest sam wybór owej specjalizacji. Pomijając fakt, iż wytypowany przez zarządzających sektor gospodarki może okazać się po prostu chybiony, tj. nierentowny i pozbawiony perspektyw w dłuższym okresie czasu, to mogą pojawić się również inne problemy. Jednym z nich jest choćby ryzyko, że wiedza i ekspertyza dobranego zespołu osób zarządzających funduszem oraz towarzyszących im ekspertów, może być niewystarczająca do dostrzeżenia prawdziwych okazji inwestycyjnych wśród ocenianych projektów¹⁷⁴. Wskazuje się bowiem, że największy potencjał do generowania ponadprzeciętnych zwrotów z inwestycji przez specjalistyczne fundusze *venture capital* leży w wytypowaniu przez nie spółek dysponujących cenną technologią już na początkowym etapie, zanim jeszcze pomysł zostanie zweryfikowany i dostrzeżony przez innych uczestników rynku¹⁷⁵. Dzięki temu, fundusz ma możliwość wynegocjować ze spółką niższą wycenę, w oparciu o którą dokonywana jest inwestycja, przez co, w konsekwencji, może objąć większą ilość jej akcji.

Pomimo licznych wad związanych z prowadzeniem funduszu o profilu specjalistycznym, badania rentowności obu rodzajów funduszy wyraźnie wskazują, że te z nich, które pozbawione są specjalizacji, osiągają przeciętnie niższe zwroty z całości

¹⁷¹ R. G. Raghuram, H. Servaes, L. Zingales, *The Cost of Diversity: Diversification Discount and Inefficient Investment*, Journal of Finance 55, 2000, s. 37.

¹⁷² *Ibidem*.

¹⁷³ *Carried interest* (nazywane również w skrócie *carry*) oznacza w branży *venture capital* udział w zyskach, przypadający dla zarządzających funduszem, będący ustalonym odsetkiem nadwyżki wartości udziałów (akcji) spółki portfelowej nad ich wartością zapłaconą przez fundusz w momencie pierwotnego nabycia (GP). Zob. M. Kleinschmidt, *Venture Capital...*, s. 76.

¹⁷⁴ P. Fulghieri, S. Merih, *Size and Focus of Venture Capital Portfolios*, University of North Carolina Working Paper, 2005, S. 13.

¹⁷⁵ P. Gompers, A. Kovner, J. Lerner, D. Scharfstein, *Venture capital investment cycles: The role of experience and specialization*, Journal of Financial Economics 81, 2005, s. 654.

portfela swoich inwestycji¹⁷⁶. Może to być wyjaśnieniem dla przedstawionej wyżej statystyki, dotyczącej profili inwestycyjnych funduszy *venture capital* w Polsce. Dodatkowym powodem może być pewna wartość marketingowa posiadania przez fundusz specjalizacji, gdyż *startupy* zdają się preferować współpracę z inwestorami mogącymi dostarczyć im wspomniane już *smart money*¹⁷⁷. Nie wszystkie fundusze uniwersalistyczne wykazują jednak rentowność niższą od przeciętnej. Jednymi z najlepszych funduszy na świecie są Sequoia Capital, Benchmark i First Round Capital, a wszystkie z nich pozbawione są specjalizacji. Należy zatem sceptycznie podchodzić do oceny, który z przedstawionych rodzajów profili inwestycyjnych jest skuteczniejszy i dobrać go w zależności od specyfiki zespołu zarządzającego, który rzecz jasna zawsze będzie miał zróżnicowane mocne strony. Jednocześnie warto mieć na uwadze, że wspomniana specjalizacja funduszu ma największą wartość przy inwestycjach w spółki na początkowych etapach rozwoju, gdyż może tam zostać wykorzystana do wcześniejszego rozpoznania okazji inwestycyjnych i zrealizowania w ten sposób ponadprzeciętnego zysku.

1.4 Fundusz inwestycyjny

Definicja normatywna funduszu inwestycyjnego znajduje się w art. 3 ust. 1 u.f.i. i stanowi, że „fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w ustawie również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe”. Definiens przytoczonej definicji został więc zarysowany stosunkowo szeroko, przez co rekonstrukcja niniejszego pojęcia wymaga dodatkowo sięgnięcia do innych przepisów ustawy. W ustępie drugim powyższego artykułu, ustawodawca wyjaśnił, co należy rozumieć przez publiczne proponowanie nabycia, tj. „proponowanie nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 150 osób lub do nieoznaczonego adresata”.

Przed nowelizacją z dnia 3 marca 2013 r., w przywołanej ustawie na próżno było szukać definicji publicznego proponowania nabycia¹⁷⁸. W art. 3 u.f.i. znajdowało się bowiem odesłanie do art. 3 u.o.p., zawierającego definicję oferty publicznej. Pomimo

¹⁷⁶ *Ibidem*, s. 822.

¹⁷⁷ M. Sørensen, *How Smart Is Smart Money...*, s. 2731.

¹⁷⁸ M. Dumkiewicz, M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 121.

wprowadzenia, na skutek tejże nowelizacji, samoistnej definicji owego pojęcia w u.f.i., ustawodawca starał się jednak zachować jednolitość obu terminów¹⁷⁹, definiując ofertę publiczną jako udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Należy zatem zaakcentować dowolność formy proponowania nabycia - może ono nastąpić w każdej dopuszczalnej przepisami prawa formie i w dowolny sposób. Propozycja taka musi jednak być skierowana do co najmniej 150 osób adresatów lub do nieoznaczonego adresata. W myśl natomiast art. 117 ust. 2 u.f.i., certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte mogą być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, lub wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu, jeżeli statut funduszu inwestycyjnego tak stanowi. Przepis ten daje zatem wyraz nie regule, a raczej wyjątkowi od niej¹⁸⁰. Zasadą w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych jest niepubliczne proponowanie nabycia certyfikatów inwestycyjnych¹⁸¹. Jeśli jednak miałyby one stać się przedmiotem oferty publicznej lub wniosku o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, w statucie funduszu musi znaleźć się odpowiednie postanowienie w tym przedmiocie¹⁸².

Kwestię publicznego, bądź niepublicznego proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych należy odróżnić od szczególnego rodzaju funduszu inwestycyjnego, a mianowicie funduszu inwestycyjnego aktywów niepublicznych, który został uregulowany w rozdziale 4 działu VII u.f.i. Zgodnie z zawartym w nim art. 196 ust. 1 u.f.i., jako fundusz aktywów niepublicznych może być utworzony fundusz inwestycyjny zamknięty lub specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty stosujący zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego. Konieczne jest jednak spełnienie przez ów podmiot wymogu lokowania co najmniej 80% wartości aktywów w aktywa inne niż jedna z dwóch wymienionych grup, tj. „papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, chyba że papiery wartościowe stały się przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz” oraz „instrumenty rynku

¹⁷⁹ *Ibidem*.

¹⁸⁰ P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska 2014, s. 453.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1387.

pieniężnego, chyba że zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszu”. Zgodnie z brzmieniem ustępu 2 przywołanego artykułu, fundusz zamierzający prowadzić działalność jako fundusz aktywów niepublicznych, ma obowiązek wskazać tę cechę w swoim statucie. Omawiana kwestia związana jest zatem nie ze sposobem proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, lecz ze specyficznym sposobem lokowania tych aktywów przez sam fundusz inwestycyjny¹⁸³.

Na gruncie poprzedniego brzmienia art. 3 ustawy o funduszach inwestycyjnych, długo sprzed nowelizacji z 4 maja 2016 r. wprowadzającej do polskiego porządku prawnego instytucję alternatywnego funduszu inwestycyjnego i alternatywnej spółki inwestycyjnej w ramach implementacji dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2011/61/UE, kwestionowano zasadność wyróżniania funduszy niepublicznych¹⁸⁴. Kwalifikowano je po prostu jako spółki prawa handlowego, działające na podstawie Kodeksu spółek handlowych¹⁸⁵. Już wtedy pojawiały się jednak poglądy, że fundusze niepubliczne mogą istnieć na podstawie zasady swobody działalności gospodarczej, skoro reglamentacją prawną objęte jest tylko lokowanie środków zebranych publicznie¹⁸⁶. Po wprowadzeniu kategorii funduszy aktywów niepublicznych, opisanej powyżej, powstała możliwość wyboru rozwiązania prawnego, które w pełni gwarantuje ochronę inwestorów, nie powodując przy tym wątpliwości, że fundusz inwestycyjny może być prowadzony w formie funduszu niepublicznego.

Powyższa definicja funduszu inwestycyjnego eksponuje dwa zasadnicze kryteria definicyjne – przedmiotowe i podmiotowe¹⁸⁷. Kryterium podmiotowe dotyczy statusu prawnego funduszu jako osoby prawnej, natomiast kryterium przedmiotowe odnosi się do jego przedmiotu działalności¹⁸⁸. W odniesieniu do funduszu inwestycyjnego otwartego, przedmiot działalności został ograniczony do lokat środków finansowych, obejmując w praktyce niemal jedynie papiery wartościowe, depozyty lub instrumenty rynku pieniężnego o określonej charakterystyce¹⁸⁹. Szczegółowe wyliczenie o charakterze enumeratywnym znajduje się w art. 93 u.f.i. Warto tutaj nadmienić, iż przykładowo w stosunku do instrumentów rynku pieniężnego nałożone zostały stosunkowo restrykcyjne ograniczenia w postaci możliwości wyemitowania ich tylko

¹⁸³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, LexisNexis 2013, s. 196.

¹⁸⁴ *Ibidem*.

¹⁸⁵ A. Chróścicki, *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC 1998, s. 18.

¹⁸⁶ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, C.H. Beck 1999, s. 124.

¹⁸⁷ M. Dumkiewicz, M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 119.

¹⁸⁸ *Ibidem*.

¹⁸⁹ R. Wojciechowski [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1267.

przez konkretne podmioty, określone w pkt 4 wskazanego powyżej przepisu. Ustawodawca, wprowadzając omawiane regulacje, starał się przyznać prymat ochronie interesów inwestorów, powierzających funduszowi swój kapitał. Odzwierciedlenie tego zamysłu znalazło wyraz w treści art. 3 ust. 3 u.f.i., który stanowi, że „fundusz inwestycyjny prowadzi działalność, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie”. Można w tym przepisie dostrzec dwa ograniczenia, nałożone na fundusz inwestycyjny. Są to mianowicie; zawężenie jego przedmiotu działalności wyłącznie do lokowania zebranych od uczestników środków pieniężnych, oraz lokowanie ich wyłącznie w aktywa określone w ustawie¹⁹⁰.

Jak podkreśla się w doktrynie, fundusze inwestycyjne należą do instytucji zbiorowego inwestowania¹⁹¹, ze względu na fakt, iż prowadzą działalność wykorzystując środki finansowe pozyskane od inwestorów, którzy nabywają jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne, stając się uczestnikami funduszu i powierzając lokowanie zainwestowanego przez siebie kapitału profesjonalnie zarządzanemu podmiotowi¹⁹². Oprócz owego sposobu zarządzania, zazwyczaj wskazuje się jeszcze dwie inne korzyści, które mogą osiągnąć inwestorzy wpłacający swój kapitał do funduszu – dywersyfikację lokat i płynność inwestycji¹⁹³. Dywersyfikacja lokat funduszu łączy się z kwestią profesjonalnego zarządzania. Osoby zarządzające powinny bowiem nie tylko wiedzieć, że dywersyfikacja portfela jest optymalną strategią inwestycyjną, ale potrafić również dobrać odpowiednie instrumenty finansowe, aby była ona najbardziej efektywna¹⁹⁴. Sam fakt dywersyfikacji także zasługuje na podkreślenie, gdyż większość inwestorów indywidualnych, jeśli w ogóle potrafiłaby dywersyfikować swój portfel, nie byłaby w stanie osiągnąć takiego stopnia owej dywersyfikacji, jaki osiągają fundusze inwestycyjne¹⁹⁵. Często przepisy prawa wprost nakazują funduszom na jakich zasadach i w jakim stopniu ma ona zostać zrealizowana. Aspekt ten niewątpliwie wpływa na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego z perspektywy inwestora. Jest on ponadto potęgowany przez płynność inwestycji, jaką zapewnia lokowanie kapitału w funduszach inwestycyjnych. Inwestor może bowiem zrealizować zwrot i wypłacić środki z funduszu niemal w dowolnym momencie, w szczególności

¹⁹⁰ M. Dumkiewicz, M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 120.

¹⁹¹ P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 93.

¹⁹² *Ibidem*.

¹⁹³ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 160.

¹⁹⁴ *Ibidem*.

¹⁹⁵ R. S. Harris, T. Jenkinson, S. N. Kaplan, R. Stucked, *Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform?*, *Journal of Financial Economics* 2018, Vol. 129, s. 293.

w funduszu inwestycyjnym otwartym. Zwraca się uwagę, że nie mamy tutaj do czynienia z utratą oczekiwanych zysków z wpłaconego kapitału, co często spotykane jest w przypadku lokat bankowych¹⁹⁶.

Przyglądając się bliżej kryterium podmiotowemu definicji funduszu inwestycyjnego, należy stwierdzić, iż art. 3 ust. 1 u.f.i. nie tylko wprowadza definicję funduszu inwestycyjnego, ale również przyznaje mu osobowość prawną¹⁹⁷. Zgodnie bowiem z art. 33 k.c. osobami prawnymi są Skarb Państwa i jednostki organizacyjne, którym przepisy szczególne przyznają osobowość prawną. Takim przepisem szczególnym jest w tym przypadku wspomniana regulacja art. 3 u.f.i. Należy jednak pamiętać, iż fakt przyznania osobowości prawnej funduszom inwestycyjnym jest w pewien sposób obwarowany warunkiem, gdyż zgodnie z art. 15 ust. 6 u.f.i. dopiero w chwili wpisu funduszu inwestycyjnego do rejestru funduszy inwestycyjnych nabywa on osobowość prawną i wtedy też towarzystwo funduszy inwestycyjnych staje się organem funduszu inwestycyjnego¹⁹⁸. Podkreślenia wymaga jednak, że tytułowe alternatywne spółki inwestycyjne nie w każdym przypadku mają osobowość prawną, gdyż działając w formie spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, podlegają reżimowi właściwemu dla tych spółek, tj. spółek osobowych, określonego przez Kodeks spółek handlowych¹⁹⁹. W doktrynie wyraźnie zaznacza się, że najważniejszym elementem definicji funduszu inwestycyjnego pozostaje jednak jej element przedmiotowy, a mianowicie lokowanie przezeń środków pieniężnych²⁰⁰.

Fundusze inwestycyjne funkcjonujące w ramach polskiego porządku prawnego możemy podzielić, w myśl art. 3 ust. 4 u.f.i., na fundusze inwestycyjne otwarte oraz alternatywne fundusze inwestycyjne, do których zaliczamy specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty. Jak zostało już zaznaczone, podstawową różnicą pomiędzy poszczególnymi rodzajami funduszy jest możliwość przystąpienia nowych uczestników, z czym wiąże się ograniczenie lub jego brak w stosunku do zwiększania, bądź zmniejszania liczby tytułów uczestnictwa²⁰¹. Wraz ze wspomnianą nowelizacją przywołanej ustawy wprowadzono w art. 8a ust. 1 u.f.i. dodatkowy rodzaj alternatywnego funduszu inwestycyjnego, którym jest alternatywna spółka inwestycyjna. Tym samym, ze względu na ten zabieg legislacyjny

¹⁹⁶ B. Meluch, E. Nietrzepka, T. Orlik, *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Warszawa 1993, s. 35.

¹⁹⁷ M. Dumkiewicz, M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 119.

¹⁹⁸ A. Kidyba [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I. *Część ogólna*, red. A. Kidyba, Warszawa 2009, s. 151

¹⁹⁹ Zob. uwagi w rozdz. 1.5.3 niniejszej pracy.

²⁰⁰ Kropiwnicki, J., *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników*, Lexis Nexis 2009, s. 33.

²⁰¹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 162.

w postaci uregulowania jej w odrębnym przepisie, a także z uwagi na liczne kwestie, które powodowałyby sprzeczności w wykładni omawianej ustawy, należy przyjąć, że alternatywne spółki inwestycyjne nie są w istocie funduszami inwestycyjnymi w rozumieniu art. 3 ust. 1 u.f.i.

1.4.1 Struktura organizacyjna

Jedynym obligatoryjnym organem funduszu inwestycyjnego jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które nie tylko zarządza funduszem, ale również jest nieodzowne z uwagi na regulację art. 23 ust. 1 u.f.i. – pozostaje ono bowiem podmiotem wyłącznie uprawnionym do złożenia wniosku do KNF o jego utworzenie. Depozytariusz natomiast, nie jest co prawda organem funduszu, ale zawarcie z nim umowy przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest jedną z przesłanek uzyskania od KNF zezwolenia zarówno na utworzenie funduszu inwestycyjnego, jak i na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną²⁰². Organy fakultatywne, które mogą zostać powołane w funduszu inwestycyjnym, zostały wymienione w art. 4 ust. 3 u.f.i. W doktrynie wskazuje się na istnienie zasady *numerus clausus* w odniesieniu do organów funduszu²⁰³, gdyż nie ma dowolności w ich powoływaniu – mogą istnieć tylko te z nich, które zostały przewidziane w ustawie i tylko w przypadkach i na warunkach w niej określonych²⁰⁴. W funduszu inwestycyjnym otwartym oraz specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym może działać zgromadzenie uczestników funduszu – na mocy odpowiednio art. 87a u.f.i. oraz art. 113a u.f.i. W ramach funduszu inwestycyjnego zamkniętego może natomiast funkcjonować organ kontrolny w postaci rady inwestorów lub zgromadzenia inwestorów²⁰⁵.

a) Towarzystwo funduszy inwestycyjnych

W świetle art. 4 ust. 2 w zw. z art. 2 pkt 3 u.f.i., towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które obligatoryjnie musi być spółką akcyjną, jest organem funduszu. Zgodnie z ust. 1, towarzystwo tworzy fundusz inwestycyjny, zarządza nim i reprezentuje fundusz w stosunkach z osobami trzecimi. Ta niewątpliwie ciekawa konstrukcja zastąpiła,

²⁰² Wymóg ten nie dotyczy rejestrowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Zob. uwagi na gruncie rozdz. 5.4.1 niniejszej pracy.

²⁰³ M. Dumkiewicz [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 141.

²⁰⁴ *Ibidem*, s. 142.

²⁰⁵ Zgodnie z art. 114 u.f.i., w statucie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, fakultatywnie może zostać przewidziane utworzenie rady inwestorów jako organu kontrolnego. Ze względu na fakultatywny charakter wymienionych organów oraz ich istotne znaczenie w kontekście nadzoru wewnętrznego funduszu, zostały one szerzej omówione w rozdz. 1.5.1 niniejszej pracy.

wraz z nowelizacją ustawy o funduszach inwestycyjnych w 1997 r., poprzednio obowiązującą regulację. W myśl ówczesnych przepisów ustawy, relacja między uczestnikami funduszu a samym funduszem opierała się na dość niejasnym stosunku powiernictwa²⁰⁶. Dopiero wraz z rzeczoną nowelizacją wprowadzono rozdzielnosc między uczestnikami, a funduszem, przyznając mu osobowosc prawną. Wyraz tej konstrukcji znalazł odzwierciedlenie chociazby w treści art. 6 ust. 3 u.f.i., regulujacego wprost kwestie braku odpowiedzialnosci uczestnikow funduszu za jego zobowiazania. Przytoczony artykul w ust. 1 stanowi, iz uczestnikami moga byc osoby fizyczne, osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadajace osobowosci prawnej. Polski ustawodawca poszedł w owej konstrukcji nawet o krok dalej, gdyz oddal funkcje zarzadzania funduszem wlasnie towarzystwu funduszy inwestycyjnych²⁰⁷. Tym samym, zarzad towarzystwa funduszy inwestycyjnych, będacy jego organem i reprezentujacy je w stosunkach zewnetrznych, dziala niejako za dwa podmioty jednoczesnie – z jednej strony reprezentuje bowiem towarzystwo funduszy inwestycyjnych, ale z racji zarzadzania przez nie dzialalnoscia funduszu inwestycyjnego, reprezentuje rowniez sam fundusz inwestycyjny²⁰⁸. Dokonywane przez zarzad towarzystwa funduszy inwestycyjnych czynnosci prawne wywolujaz zatem bezposredni skutek rowniez dla funduszu inwestycyjnego, ktorym owo towarzystwo zarzadza²⁰⁹.

Konstrukcja opisanej powyzej podwojnej reprezentacji przez zarzad towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest w pewien sposob podobna do najczesciej wybieranej przez fundusze *venture capital* struktury prawnej do prowadzenia dzialalnosci inwestycyjnej. Mowa tutaj o konstrukcji spólki komandytowo-akcyjnej (rzadziej komandytowej), w ktorej funkcje komplementariusza pełni spólka z ograniczona odpowiedzialnoscia. Mozliwosc taka wyraznie dopuszcza art. 103 § 4 k.s.h., regulujacy zagadnienie firmy spólki komandytowej, w ktorej komplementariuszem jest osoba prawna, czyli np. spólka kapitalowa. Jest to konstrukcja podobna do stosowanej w Niemczech GmbH & Co, KG²¹⁰. Dzieki temu wspólnicy osiagaja niejako korzysci zarowno wlasliwe dla spólek osobowych na gruncie prawnopodatkowym, tj. brak tzw. podwojnego opodatkowania zyskow dzieki transparentnosci podatkowej spólki²¹¹, oraz ograniczenie odpowiedzialnosci osobistej – z jednej strony jako komandytariusze spólki komandytowej odpowiadaja tylko do

²⁰⁶ J. Kropiwnicki, Fundusze inwestycyjne, *Prawna ochrona interesu uczestnikow*, LexisNexis 2009, s. 30

²⁰⁷ A. Chłopecki, *Współwłasność czy powiernictwo?*, Prz. Pod. 1993, nr 3, s.22.

²⁰⁸ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2014, s. 159.

²⁰⁹ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestnikow...*, s. 31

²¹⁰ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyzioł, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 101.

²¹¹ A. Sobiech, *Opodatkowanie spółek osobowych*, C.H. Beck 2016, ISBN 978-83-255-8920-2, s. 24.

wysokości sumy komandytowej²¹², a z drugiej strony – jako potencjalni członkowie zarządu spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ich odpowiedzialność jest *nomen omen* ograniczona do wysokości majątku spółki.

W przypadku wyboru przez fundusz *venture capital* przedstawionej wyżej struktury prawnej prowadzenia działalności na gruncie prawa handlowego, najbardziej racjonalnym wydaje się wdrożenie owej konstrukcji w ramach alternatywnej spółki inwestycyjnej i zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Spółka z o.o. działa wtedy, w myśl art. 8b ust. 1 u.f.i., jako podmiot zarządzający i może wykonywać swoją działalność na mocy zezwolenia wydawanego przez Komisję Nadzoru Finansowego lub, w pewnych przypadkach, na podstawie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Zarząd takiej spółki z o.o. musi spełnić pewne wymogi nałożone przez ustawodawcę - podobne do tych, które obowiązują zarząd towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Na mocy normy prawnej zawartej w przepisie art. 70d ust. 2 u.f.i., członkiem zarządu podmiotu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną może być osoba, która spełnia łącznie przesłanki określone w art. 42 ust. 2 u.f.i. Przepis ten odsyła tym samym do regulacji, dotyczących członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, nakładających wymóg, aby członek zarządu posiadał pełną zdolność do czynności prawnych, nie był karany za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe oraz posiadał dobrą opinię w związku ze sprawowanymi funkcjami. W odniesieniu do zarządu podmiotu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, art. 70d ust. 3 pkt 1 u.f.i. nakłada ponadto wymóg posiadania wyższego wykształcenia lub prawa wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego, o którym mowa w art. 126 ust. 3 u.f.i. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Warto podkreślić, iż taką samą treść ma art. 42 ust. 3 pkt 1 w odniesieniu do zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Regulacja art. 70d ust. 3 pkt 2 u.f.i. również do złudzenia przypomina zawartą w 42 ust. 3 pkt 2 u.f.i., jednak jest od niej nieco bardziej liberalna²¹³.

Istotna rola towarzystwa funduszy inwestycyjnych rozpoczyna się jeszcze przed formalnym powstaniem samego funduszu inwestycyjnego. W myśl art. 15 u.f.i.,

²¹² A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 103.

²¹³ Zgodnie z art. 42 ust. 3 pkt 2 u.f.i., zarząd towarzystwa funduszy inwestycyjnych musi legitymować się stażem pracy nie krótszym niż 3 lata na kierowniczym lub samodzielny stanowisku w instytucjach rynku finansowego lub pełnieniem przez ten okres funkcji w organach tych instytucji, natomiast art. 70d ust. 3 pkt 2 u.f.i., w stosunku do zarządu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną stanowi, że musi on legitymować się stażem pracy nie krótszym niż 3 lata na kierowniczym lub samodzielny stanowisku w instytucjach rynku finansowego lub innych podmiotach, prowadzących działalność w zakresie lokowania aktywów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną lub w zakresie strategii inwestycyjnych stosowanych przez alternatywną spółkę inwestycyjną lub pełnieniem przez ten okres funkcji członka organu, komplementariusza lub współnika prowadzącego sprawy tych instytucji lub podmiotów. Druga część przytoczonego wymogu jest zatem mniej rygorystyczna w odniesieniu do zarządu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

fundusz inwestycyjny tworzony jest właśnie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które, zgodnie z ust. 4 tego artykułu, zawiadamia KNF o utworzeniu funduszu inwestycyjnego, niezwłocznie po jego wpisaniu do rejestru funduszy inwestycyjnych, załączając statut funduszu inwestycyjnego oraz informację o dacie wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych i łącznej wysokości wpłat zebranych do funduszu. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest tym samym organem obligatoryjnym i tylko ono może pełnić rolę założyciela funduszu, a jego organem staje się dopiero w chwili wpisu funduszu inwestycyjnego do rejestru, kiedy to również sam fundusz nabywa osobowość prawną. Zgodnie z art. 31 ust. 1 u.f.i., do dnia wpisania funduszu inwestycyjnego do rejestru funduszy inwestycyjnych, towarzystwo dokonuje czynności prawnych, mających na celu utworzenie funduszu, we własnym imieniu i na własny rachunek. Dopiero z chwilą wpisania funduszu inwestycyjnego do rejestru, fundusz inwestycyjny wstępuje w prawa i obowiązki towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Opisana konstrukcja nazywana jest w literaturze przedmiotu translatywnym przekształceniem strony podmiotowej stosunku zobowiązaniowego, istniejącego pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych, a przyszłym uczestnikiem funduszu²¹⁴.

b) Depozytariusz

Pomimo, że rola depozytariusza w funkcjonowaniu zarówno funduszu inwestycyjnego, jak i alternatywnej spółki inwestycyjnej, jest kluczowa, to nie jest on organem funduszu. Zadania depozytariusza określa art. 9 ust. 1 u.f.i., który stanowi, że „depozytariusz wykonuje obowiązki określone w ustawie, w szczególności polegające na przechowywaniu aktywów oraz prowadzeniu rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego lub alternatywnej spółki inwestycyjnej, a także na zapewnieniu właściwego monitorowania przepływu środków pieniężnych tych podmiotów”. W doktrynie zwraca się uwagę, że ani przytoczony przepis, ani żaden inny, mieszczący się we wspomnianej ustawie, nie zawiera definicji depozytariusza²¹⁵. Zestawiając jednak ze sobą odpowiednie regulacje, w szczególności art. 10 u.f.i., formułujący zasadę niezależności działania depozytariusza, art. 71–81a u.f.i. w kontekście depozytariusza funduszu inwestycyjnego, art. 81b–81h u.f.i. w odniesieniu do depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz art. 81i–81n u.f.i. w kontekście powierzenia funkcji depozytariusza innemu podmiotowi, można podjąć próbę takiej definicji. Jest to

²¹⁴ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników...*, s. 31.

²¹⁵ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 189.

zatem podmiot niezależny od towarzystwa funduszy inwestycyjnych (zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną) i uczestników funduszu (inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej), który przechowuje aktywa i prowadzi ich rejestr, a także, w pewnym zakresie, kontroluje prawidłowość funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych (zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną), chroniąc praw uczestników funduszu (inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej)²¹⁶. W myśl art. 9 ust. 2 u.f.i., depozytariusz jest bowiem obowiązany, przy wykonywaniu swoich obowiązków, działać w sposób rzetelny, dochowując najwyższej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej działalności, a także zgodnie z zasadami uczciwego obrotu. Szczegółowe obowiązki depozytariusza funduszu inwestycyjnego zostały określone w art. 72 u.f.i., natomiast w odniesieniu do depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej - w art. 81c u.f.i.

Pochylając się nad kręgiem podmiotów, które mogą pełnić rolę depozytariusza, należy podkreślić, że jest on inny w przypadku depozytariusza funduszu inwestycyjnego (art. 71 ust. 2 u.f.i.), a odmienny w odniesieniu do alternatywnej spółki inwestycyjnej (art. 81b ust. 2). Obydwa przepisy zawierają enumeratywne wyliczenie tych samych trzech podmiotów, tj. bank krajowy, oddział instytucji kredytowej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., jednak w art. 71 ust. 2 u.f.i., przy dwóch pierwszych z nich znajduje się dodatkowo wymóg posiadania przez te podmioty minimalnych kapitałów własnych w wysokości 100.000.000 zł. W odniesieniu do funduszu inwestycyjnego zamkniętego ustawodawca był jeszcze bardziej łaskawy, gdyż wprowadził regulację, zgodnie z którą depozytariuszem może być także firma inwestycyjna uprawniona do wykonywania czynności polegających na przechowywaniu lub rejestrowaniu instrumentów finansowych, w tym na prowadzeniu rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych, oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych, jednak jej kapitał założycielski musi wynosić co najmniej równowartość w złotych 730 000 euro. Ów wymóg kapitałowy został zatem określony na poziomie kilkadziesiąt razy mniejszym, niż ma to miejsce w przypadku pozostałych rodzajów funduszy inwestycyjnych, w szczególności funduszu inwestycyjnego otwartego.

1.4.2 Nadzór zewnętrzny i wewnętrzny

W orzecznictwie i doktrynie zgodnie zalicza się fundusze inwestycyjne oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych do instytucji zaufania publicznego²¹⁷. Wynika to

²¹⁶ *Ibidem*.

²¹⁷ J. Piłtera, *Charakterystyka instytucji zaufania publicznego w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego, Sądu Najwyższego oraz sądów powszechnych*, *Kwartalnik Prawa Publicznego* 7/4 2007, s. 146

z faktu, iż ich działalność, podobnie jak działalność banków, ma doniosłe znaczenie zarówno z punktu widzenia interesu publicznego, jak i całego systemu finansowego²¹⁸. Z uwagi na duży zakres dyskrecjonalności w zakresie podejmowania i wykonywania decyzji inwestycyjnych, jakim dysponują podmioty zajmujące się działalnością związaną z lokowaniem środków finansowych znacznych rozmiarów, konieczne jest funkcjonowanie efektywnych instrumentów nadzoru nad ich działalnością²¹⁹. Z tego względu, działalność funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych, a także tytułowych alternatywnych spółek inwestycyjnych, poddana została zarówno sformalizowanemu nadzorowi zewnętrznemu, jak i nadzorowi wewnętrznemu, wykonywanemu przez organy funduszu. Należy mieć również na uwadze, że pewnego rodzaju kontrolę sprawują również interesariusze funduszu, czyli wszystkie podmioty, które mogą oddziaływać na przedsiębiorstwo lub znajdują się pod wpływem jego działalności²²⁰. W literaturze dzieli się ich na interesariuszy wewnętrznych, czyli takich, którzy są niejako członkami przedsiębiorstwa oraz zewnętrznych – znajdujących się poza jego strukturami²²¹. W przypadku funduszy inwestycyjnych oraz sprzężonych z nimi towarzystw funduszy inwestycyjnych, a także funduszy *venture capital*, działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, można zauważyć znaczący wpływ obu grup interesariuszy na funkcjonowanie podmiotu objętego owym oddziaływaniem.

Przed zagłębieniem się w rozważania na temat szczegółowych regulacji z zakresu nadzoru i kontroli wymienionych wyżej podmiotów, warto pochylić się nad samym znaczeniem terminów nadzór i kontrola. W doktrynie administracyjnoprawnej zgodnie przyjmuje się, że kontrola jest pojęciem węższym od nadzoru i stanowi często niejako etap poprzedzający czynności o charakterze nadzorczym²²². Kontrola wiąże się bowiem z oceną, czy obserwowany stan faktyczny jest spójny ze wzorcowym modelem teoretycznym, który powinien być zostać zrealizowany²²³. W ramach kontroli używane są zatem wyłącznie uprawnienia niewładcze wobec podmiotu kontrolowanego.

²¹⁸ A. Janiak, *Bank jako instytucja zaufania publicznego*, Przegląd Prawa Gospodarczego 2003, nr 2, s. 17

²¹⁹ W kontekście zarządzających portfelem instrumentów finansowych i nałożonych na nich obowiązków przez dyrektywy MiFID zob. T. Sójka, *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny* 2017, nr 1, s. 103-117.

²²⁰ K. Anuszkiewicz, Tomasz Marona Rola interesariuszy w rozwoju przedsiębiorstwa odpowiedzialnego społecznie, *Rynek - Społeczeństwo - Kultura* nr 1 2012, s. 36.

²²¹ A. Paliwoda-Matiolańska, *Teoria interesariuszy w procesie zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem* [w:] H. Brydulak, T. Gołebiowski (red.), *Wspólna Europa: zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa a relacje z interesariuszami*, Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej 2005, s. 14.

²²² J. Zimmermann, *Prawo administracyjne*, Wolters Kluwer Polska 2018. s. 234

²²³ *Ibidem*.

W przypadku nadzoru, podmiot kontrolowany ma natomiast do dyspozycji nie tylko uprawnienia niewładcze, ale również te o charakterze władczym²²⁴. Może on bowiem ingerować w sferę praw i obowiązków podmiotu objętego nadzorem. Brak jest jednak regulacji normatywnych dotyczących rozumienia opisanych pojęć.

W doktrynie prawa administracyjnego zaznacza się, że nadzór może zasadniczo występować w dwóch formach – prewencyjnej i represyjnej²²⁵. Podstawowym celem nadzoru prewencyjnego jest zapobieganie wystąpieniu stanu faktycznego niezgodnego ze wzorcem w skutek uprzedniej kontroli podmiotu²²⁶. Nadzór represyjny ma natomiast za zadanie swoiste skorygowanie niepożądanych działań podmiotu kontrolowanego, które zostały już wykonane²²⁷. Działania nadzorcze opierają się na zaznaczonych powyżej czynnościach o charakterze kontrolnym, które to mogą obejmować trzy podstawowe kryteria – kryterium legalności, celowości i gospodarności²²⁸. W odniesieniu do nadzoru KNF nad działalnością funduszy inwestycyjnych, towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz alternatywnych funduszy inwestycyjnych, kryterium legalności wydaje się być jednak jedynym możliwym do zrealizowania²²⁹.

a) Nadzór zewnętrzny

Nadzór sprawowany nad systemem finansowym w Polsce określany jest jako tzw. model nadzoru zintegrowanego, z racji skoncentrowania uprawnień nadzorczych przyznanych przez ustawodawcę w gestii jednego podmiotu, tj. Komisji Nadzoru Finansowego²³⁰. W doktrynie przyjmuje się, że rynek finansowy dzieli się na pięć odrębnych segmentów, tj. rynek pieniężny, walutowy, terminowy, depozytowo-kredytowy oraz rynek kapitałowy²³¹. W ramach tego ostatniego mieszczą się fundusze inwestycyjne i alternatywne fundusze inwestycyjne, przez co podmioty te również podlegają rzeczonemu nadzorowi zintegrowanemu ze strony Komisji Nadzoru Finansowego²³². Nadzorem tym objęty jest również szereg innych podmiotów, m.in. depozytariusze, agenci transferowi, dystrybutorzy, a także podmioty, którym

²²⁴ *Ibidem*, s. 233.

²²⁵ E. Ochendowski, *Prawo administracyjne – część ogólna*, Toruń 1994, s. 254.

²²⁶ *Ibidem*.

²²⁷ *Ibidem*, s. 256.

²²⁸ J. Zimmermann, *Prawo administracyjne...*, s. 343

²²⁹ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników...*, s. 191.

²³⁰ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 116.

²³¹ A. Gomułowicz, J. Małecki, *Polskie prawo finansowe*, LexisNexis, 2006, ISBN 83-7334-585-X, s. 19.

²³² R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 117.

towarzystwo funduszy inwestycyjnych lub zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną powierzyli wykonywanie swoich obowiązków²³³

Nawiązując do zarysowanego wyżej podziału, warto zaznaczyć, że Komisja Nadzoru Finansowego dysponuje szeregiem uprawnień zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i represyjnym²³⁴. Do uprawnień prewencyjnych można zaliczyć chociażby uprzednią weryfikację spełnienia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych przewidzianych w art. 58 u.f.i. przesłanek, wymaganych do wydania przez KNF zezwolenia na rozpoczęcie działalności. Dopiero towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które uzyskało zezwolenie, może starać się o utworzenie funduszu inwestycyjnego. Stanowi o tym wprost art. 23 ust. 1 u.f.i., zgodnie z którym „komisja wydaje zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego” oraz art. 14 ust. 3a u.f.i., w myśl którego „fundusz inwestycyjny, o którym mowa w ust. 3 pkt 2 i 3, może być utworzony wyłącznie przez towarzystwo, które uzyskało zezwolenie na wykonywanie działalności określonej w art. 45 ust. 1a”. Należy zauważyć, że w art. 23 ust. 2 zostało zawarte enumeratywne wyliczenie przesłanek odmowy wydania zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego, jednak z uwagi na użycie w ich treści sformułowań nieostrych takich jak „osoby mogące wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu”, „osoby w sposób nienależycie zabezpieczający interesy uczestników funduszu”, „statut funduszu inwestycyjnego lub umowa z depozytariuszem nie uwzględniający należycie interesu uczestników funduszu”, czy „towarzystwo nie zapewniające zarządzania w sposób należyty funduszem inwestycyjnym”, wprowadzona została w praktyce znaczna uznaniowość decyzji KNF w przedmiotowej kwestii²³⁵.

Regulacje dotyczące działalności funduszy inwestycyjnych oparte są na zasadzie podwójnego zezwolenia, gdyż oprócz konieczności uzyskania zezwolenia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, zezwolenie takie musi również otrzymać fundusz inwestycyjny. Oczywiście stroną takiego postępowania jest zawsze towarzystwo funduszy inwestycyjnych, ponieważ w myśl art. 31 ust. 1 u.f.i, fundusz inwestycyjny uzyskuje osobowość prawną dopiero w momencie wpisu do rejestru. Podobne wymogi tyczą się, zgodnie z art. 61 ust. 1 pkt 2 u.f.i., zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi²³⁶. Warto wspomnieć, iż uzyskanie zezwolenia KNF wymagane jest

²³³ *Ibidem*.

²³⁴ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników...*, s.186.

²³⁵ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 197.

²³⁶ Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną jest bowiem obowiązany złożyć wniosek o udzielenie przez KNF zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego (art. 70s ust. 1 u.f.i.) lub wniosek o wpis do rejestru zarządzających (art. 70s ust. 1 u.f.i. - jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących

również w wielu innych przypadkach, wśród których można wymienić chociażby rozszerzenie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych przedmiotu działalności o zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych (art. 45 ust. 2 u.f.i.), zmianę statutu funduszu inwestycyjnego (art. 24 u.f.i.), czy zamiar lokowania kapitału przez fundusz inwestycyjny otwarty w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego będące przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym, oraz w papiery wartościowe i instrumenty rynku pieniężnego, których dopuszczenie do takiego obrotu jest zapewnione, w państwie innym niż Rzeczpospolita Polska, państwo członkowskie lub państwo należące do OECD.

W skład uprawnień nadzorczych o charakterze represyjnym, którymi dysponuje Komisja Nadzoru Finansowego wobec funduszy inwestycyjnych oraz towarzystw funduszy inwestycyjnych, wchodzi szereg możliwych do nałożenia nakazów, zakazów, sankcji o charakterze karno-administracyjnym oraz kar pieniężnych. Można tutaj wymienić chociażby art. 230 ust. 1 u.f.i. nakazujący zastąpienie albo odwołanie członków zarządu, rady nadzorczej lub osób zatrudnionych w towarzystwie funduszy inwestycyjnych, art. 228 ust. 2a u.f.i. nakazujący wprowadzenie zmian w statucie, jeżeli zawiera on postanowienia niezgodne z ustawą lub nieuwzględniające należycie interesu uczestników funduszu, czy art. 229 ust. 5 u.f.i. dający KNF możliwość zakazania ogłaszania informacji reklamowych, które mogłyby wprowadzić w błąd. Komisja może ponadto nałożyć na podmiot nadzorowany kary pieniężne, określone m.in. w art. 54l u.f.i., art. 56 u.f.i., art. 228 u.f.i., art. 228a u.f.i., 229a u.f.i., 229d u.f.i., 230 u.f.i., 230a u.f.i. oraz 232-234a u.f.i. Na mocy jednak art. 64 ust. 2 u.f.i, fundusz inwestycyjny nie ponosi odpowiedzialności za szkodę wynikającą z naruszenia obowiązków towarzystwa w ramach zarządzania funduszem²³⁷. Z tego względu, kary pieniężne dotyczące naruszeń niespowodowanych działalnością samego funduszu inwestycyjnego podlegają egzekucji wyłącznie z majątku towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a nie zaś z majątku funduszu. Kary nakładane przez KNF mogą jednakże objąć nie tylko towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale również inne podmioty, m.in. depozytariusza, zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, członków zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz funduszy zagranicznych.

w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 mln euro). Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną jest ponadto obowiązany informować KNF o zmianach w zarządzanych przez siebie alternatywnych spółkach inwestycyjnych (art. 70w ust. 1 u.f.i. oraz art. 70zd ust. 4 w zw. z ust. 1 pkt 2 u.f.i.). Zob. analizę opisywanego zagadnienia w rozdz. 5.3 i 5.4 niniejszej pracy.

²³⁷ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników*, Warszawa 2009, s. 201.

b) Nadzór wewnętrzny

Nadzór wewnętrzny na działalnością funduszu inwestycyjnego sprawowany jest przez jego organy, w związku z czym różni się, w zależności od wybranego typu funduszu. W przypadku funduszu inwestycyjnego otwartego, w myśl art. 4 ust. 1 u.f.i., obligatoryjnym organem jest tylko zarządzające nim towarzystwo funduszy inwestycyjnych. W art. 87a ust. 1 u.f.i. zawarte zostało jednak wyliczenie enumeratywne sześciu spraw, co do których konieczne jest zwołanie zgromadzenia uczestników w celu wyrażenia odpowiedniej zgody. Są to mianowicie: rozpoczęcie i zaprzestanie prowadzenia przez fundusz działalności jako fundusz powiązany lub rozpoczęcie prowadzenia przez subfundusz w funduszu z wydzielonymi subfunduszami działalności jako subfundusz powiązany, zmiana funduszu podstawowego, połączenie krajowe i transgraniczne funduszy oraz przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo lub spółkę zarządzającą. Wystąpienie tego organu jest zatem o tyle fakultatywne, że nie w każdym funduszu dochodzi w ogóle do zwołania zgromadzenia wspólników, jednak podejmowane przezeń kwestie mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia funkcjonowania funduszu.

W funduszu inwestycyjnym zamkniętym także obligatoryjnym organem jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, lecz oprócz zgromadzenia inwestorów, które analogicznie do zgromadzenia uczestników funkcjonującego w ramach funduszu inwestycyjnego otwartego musi zostać zwołane w określonych w ustawie przypadkach²³⁸, w ramach funduszu inwestycyjnego zamkniętego może działać również rada inwestorów. Stanowi o tym art. 140 ust. 1 u.f.i., zgodnie z którym „w funduszu inwestycyjnym zamkniętym działa rada inwestorów, jako organ kontrolny, lub zgromadzenie inwestorów”. Ze względu na użycie alternatywy łącznej, mogłoby się wydawać, że ustawodawca dopuścił możliwość zastąpienia zgromadzenia inwestorów przez radę inwestorów²³⁹. Literalne brzmienie art. 142-144 u.f.i. zdaje się jednak wykluczać taką możliwość, gdyż wyraźnie stanowi, że do podjęcia opisanych w przepisach czynności uprawnione jest zgromadzenie inwestorów²⁴⁰. Uzasadnieniem

²³⁸ Przypadki te zostały wymienione w art. 144 ust. 1 i 3 u.f.i. i są to mianowicie rozwiązanie FIZ, podejmowane większością co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu, zmiana depozytariusza, przejęcie zarządzania FIZ przez inne towarzystwo lub zarządzającego z UE, emisja nowych certyfikatów inwestycyjnych, zmiana statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych, emisja obligacji, przekształcenie certyfikatów inwestycyjnych imiennych w certyfikaty na okaziciela, zmiana statutu funduszu inwestycyjnego w zakresie oferowania certyfikatów inwestycyjnych w drodze oferty publicznej. Podobnie jak w funduszu inwestycyjnym otwartym, są to zatem przypadki kluczowe z punktu widzenia funkcjonowania funduszu.

²³⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 140.

²⁴⁰ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1479.

dla możliwości powołania rady inwestorów w funduszu inwestycyjnym zamkniętym jest przeznaczenie tej struktury dla węższego grona inwestorów, niż ma to miejsce w przypadku funduszu inwestycyjnego otwartego. Uczestnikami funduszu inwestycyjnego zamkniętego są bowiem najczęściej osoby posiadające pewną wiedzę inwestycyjną i prawną, a ponadto odznaczają się z tego względu większym profesjonalizmem, niż uczestnicy funduszu inwestycyjnego otwartego, w gronie których może znajdować się praktycznie każdy²⁴¹.

Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, z racji bycia funduszem o charakterze hybrydowym²⁴², cechuje się regulacjami zaczerpniętymi zarówno z funduszy inwestycyjnych otwartych, jak i zamkniętych. W ramach specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, na mocy art. 113a ust. 1 u.f.i., funkcjonuje bowiem właściwe dla funduszy inwestycyjnych otwartych zgromadzenie uczestników, które zwołuje się w celu wyrażenia zgody na przejęcie zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo lub zarządzającego z UE. W myśl art. 114 ust. 1 u.f.i., statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może przewidywać jednak utworzenie rady inwestorów jako organu kontrolnego, którego tryb, podobnie jak w funduszu inwestycyjnym zamkniętym, określa statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez samą radę. Możliwość powołania rady inwestorów w ramach specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego została podyktowana tymi samymi motywami, co w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego²⁴³.

Pochylając się zarówno nad regulacjami dotyczącymi rady inwestorów funduszu inwestycyjnego, jak i funduszu inwestycyjnego zamkniętego, czy też specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, warto zwrócić uwagę na fakt, iż wspomniana ustawa nie reguluje trybu działania rady. Kwestia ta została przez ustawodawcę pozostawiona do określenia przez statut funduszu oraz regulamin przyjęty przez samą radę. Wskazuje się, że statut powinien określić minimalną liczbę uczestników funduszu, konieczną do rozpoczęcia działalności przez radę oraz wskazanie przesłanek, jakie muszą zostać spełnione do podjęcia konkretnej uchwały, a ponadto może m.in. przewidywać możliwość zawieszenia działalności rady²⁴⁴.

W doktrynie dyskutuje się również nad zakresem uprawnień rady inwestorów w odniesieniu do funduszu inwestycyjnego oraz nad pytaniem, czy użycie w tym

²⁴¹ *Ibidem*, s. 1480.

²⁴² M. Michalski, [w:] M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 121.

²⁴³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 114.

²⁴⁴ P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 518.

kontekście pojęcia nadzoru jest zasadne, czy może trafniejszym byłoby nazwanie ich mianem kontroli²⁴⁵. Przyjmuje się jednak, że uprawnienia rady inwestorów obejmują weryfikację funkcjonowania funduszu w zakresie kryterium legalności, lecz co do uwzględnienia również kryterium celowości²⁴⁶ i gospodarności²⁴⁷, zdania w doktrynie są podzielone. Wydaje się jednak, że dokonując wykładni funkcjonalnej przepisów ustawy, w szczególności w kontekście treści art. 140 ust. 6 u.f.i. dotyczącego funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który stanowi, że „rada inwestorów może postanowić o rozwiązaniu funduszu inwestycyjnego zamkniętego, a uchwała o rozwiązaniu funduszu jest podjęta, jeżeli głosy za rozwiązaniem funduszu oddali uczestnicy reprezentujący łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby certyfikatów inwestycyjnych danego funduszu”, odpowiedź na to pytanie powinna być twierdząca. Jeżeli rada inwestorów może bowiem postanowić o rozwiązaniu funduszu, opierając się na kryteriach innych niż legalność, o której nie ma mowy w przytoczonym przepisie, ciężko wyobrazić sobie, że kryterium celowości i gospodarności zarządzania funduszem nie zostanie przez inwestorów wzięte pod uwagę przy podejmowaniu rzeczonyj decyzji. Lokując swój kapitał w funduszu, ich nadrzędnym celem pozostaje co do zasady zrealizowanie maksymalnej stopy zwrotu z wniesionych środków pieniężnych²⁴⁸. Powyższe uprawnienie ma zatem wyraźny charakter nadzorczy z racji możliwości głębokiej ingerencji w funkcjonowanie funduszu uzasadnione niesprecyzowanymi ściśle motywami decyzji uczestników o jego rozwiązaniu.

1.4.3 Zagadnienia związane z działalnością funduszu

Działalność funduszy inwestycyjnych obarczona jest wieloma ograniczeniami, a także wymogami i obowiązkami nałożonymi zarówno na sam fundusz inwestycyjny, jak i towarzystwo funduszy inwestycyjnych, będące jego organem²⁴⁹. Oprócz mniej złożonych kwestii dotyczących działalności funduszu, takich jak wymóg posiadania przezeń statutu, dokonania rejestracji w KRS, zawarcia umowy z depozytariuszem, a także nakreślonego wyżej zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego, które wydaje KNF, funkcjonowanie funduszu inwestycyjnego wiąże się również z wieloma innymi wymogami. Poniżej zostały opisane te z nich, które z jednej strony mają

²⁴⁵ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1481.

²⁴⁶ P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 520.

²⁴⁷ G. Borowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 445.

²⁴⁸ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1482.

²⁴⁹ Poczynione w niniejszym rozdziale rozważania w pewnym zakresie odnoszą się również do alternatywnych spółek inwestycyjnych oraz podmiotów nimi zarządzających. Pogłębiona analiza tego zagadnienia została jednak przeprowadzona w rozdziałach dotyczących tej formy prowadzenia działalności. Zob. rozdz. 5.2 niniejszej pracy.

wężłowe znaczenie dla opisywanej problematyki, a z drugiej – pozostają niejako charakterystyczne dla funduszy inwestycyjnych.

a) Polityka inwestycyjna i cel inwestycyjny

Wymóg posiadania przez fundusz inwestycyjny polityki inwestycyjnej zawarty został w art. 20 u.f.i., którego ust. 1 stanowi, iż zasady polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określają sposoby osiągnięcia celu inwestycyjnego, a w szczególności typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu; kryteria doboru lokat; zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne; a także dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. Przepis ten odsyła zatem do celów inwestycyjnych funduszu, które zostały zdefiniowane w art. 19 u.f.i. w kontekście funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, który przy dokonywaniu lokat funduszu nie stosuje zasad i ograniczeń inwestycyjnych określonych dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Mogą być nimi wyłącznie trzy sprecyzowane cele, tj. „ochrona realnej wartości aktywów funduszu inwestycyjnego, osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu inwestycyjnego, lub wzrost wartości aktywów funduszu inwestycyjnego w wyniku wzrostu wartości lokat”. Ustawodawca, określając cele inwestycyjne funduszu, posłużył się zatem wyliczeniem enumeratywnym²⁵⁰, w przeciwieństwie do wyliczenia przykładowego w kontekście sposobów i metod osiągnięcia owych celów zawartych w polityce inwestycyjnej funduszu²⁵¹.

Opisana powyżej regulacja zasługuje na aprobatę, gdyż podstawowym celem uczestników funduszu jest zrealizowanie przez nich zysku z powierzonego funduszowi kapitału. Cel inwestycyjny, określony w przepisie jako „osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu inwestycyjnego” powinien być zatem nadrzędnym, gdyż to właśnie on zapewnia inwestorom wspomnianą korzyść. Warto zauważyć, że „ochrona realnej wartości aktywów funduszu inwestycyjnego” powoduje tylko, że inwestor nie straci kapitału, jednak w ujęciu realnym, a zatem skorygowanym o inflację, jego kapitał nie nabiera większej wartości niż miał w momencie wpłaty. W przypadku natomiast „wzrostu wartości aktywów funduszu inwestycyjnego w wyniku wzrostu wartości lokat”, uczestnicy funduszu niekoniecznie zrealizują zysk, ponieważ zysk funduszu nie jest w istocie tożsamy z zyskiem

²⁵⁰ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 337.

²⁵¹ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 289.

uczestników²⁵². Dochód wypłacany inwestorom jest bowiem pomniejszany o wszelkiego rodzaju koszty związane z działalnością funduszu²⁵³. Podkreśla się ponadto, że określenie celu inwestycyjnego funduszu służy głównie ocenie korzyści, które mogą wiązać się z powierzeniem mu kapitału przez uczestników, natomiast dzięki wskazaniu zasad polityki inwestycyjnej funduszu możliwe jest oszacowanie ryzyka wiążącego się z powierzeniem tegoż kapitału²⁵⁴. Polityka inwestycyjna stanowi zatem niejako uszczegółowienie sposobów osiągania wyznaczonego celu inwestycyjnego i z tego względu powinna pozostawać z nim w pełnej zgodności²⁵⁵.

W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych, ustawodawca świadomie pozostawił swobodę kształtowania celów inwestycyjnych w statucie nadanym przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych²⁵⁶. Należy jednak nadmienić, iż owa swoboda jest ograniczona przez obowiązek uwzględnienia interesu uczestników funduszu²⁵⁷, co wynika z art. 3 ust. 3 u.f.i. Przepis ten stanowi bowiem, że „fundusz inwestycyjny prowadzi działalność, ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie”. Przez ryzyko inwestycyjne, mimo braku jego definicji normatywnej, należy rozumieć swoistą niepewność co do przyszłego rezultatu lokat funduszu i związaną z nią możliwość spadku wartości aktywów, a także, w konsekwencji, ewentualne poniesienie strat przez uczestników funduszu²⁵⁸. W tym kontekście istotna jest dyspozycja art. 19 ust. 2 u.f.i., zgodnie z którą przy określaniu celu inwestycyjnego należy w statucie zastrzec, że fundusz inwestycyjny nie gwarantuje jego osiągnięcia. Jest to postanowienie mające wpływ na budowanie świadomości uczestników funduszu²⁵⁹, szczególnie w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych, w których uczestnicy często nie posiadają rozległej wiedzy finansowej. Poprzez klarowne zastrzeżenie zawarte w statucie funduszu zwiększa się zatem prawdopodobieństwo, że jego uczestnicy zdadzą sobie sprawę z ryzyka, którym obarczone są niemal wszystkie inwestycje na rynku kapitałowym.

Definicja alternatywnej spółki inwestycyjnej, poprzez częściowe odesłanie do art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i. regulującego alternatywny fundusz inwestycyjny, zdefiniowany

²⁵² M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2005...,s.71.

²⁵³ *Ibidem*.

²⁵⁴ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach...*, s. 185.

²⁵⁵ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 56.

²⁵⁶ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer 2014, s. 136.

²⁵⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 53; R. Mroczkowski, *Nadzór...*, s. 339.

²⁵⁸ J. Kropiwnicki, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników...*,s.64.

²⁵⁹ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 277.

w art. 2 pkt 10a ustawy, zawiera już w sobie odniesienie do pojęcia polityki inwestycyjnej. Alternatywny fundusz inwestycyjny stanowi bowiem podmiot, którego przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów w celu ich lokowania zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. Regulacja dotycząca alternatywnych spółek inwestycyjnych, oprócz pojęcia polityki inwestycyjnej funduszu, posługuje się również terminem strategii inwestycyjnej. Zgodnie bowiem z art. 70b ust. 2 u.f.i., polityka inwestycyjna oraz strategie inwestycyjne alternatywnej spółki inwestycyjnej są określane w jej dokumentach założycielskich oraz w innych dokumentach (w tym regulaminach, przyjętych przez zarządzający nią podmiot, dotyczących działalności prowadzonej przez alternatywną spółkę inwestycyjną), zwanych dalej "regulacjami wewnętrznymi alternatywnej spółki inwestycyjnej". Strategia inwestycyjna jest przygotowywana na podstawie przyjętej polityki inwestycyjnej, zatem oba te dokumenty powinny być spójne i wzajemnie się dopełniać²⁶⁰.

b) Dywersyfikacja portfela i kapitały własne

W doktrynie mówi się o zasadzie dywersyfikacji portfela funduszy inwestycyjnych, wymaganej w każdym ich rodzaju, jednak zróżnicowanej w zależności od typu funduszu oraz postanowień statutu każdego z nich²⁶¹. Dywersyfikacja jest procesem takiej alokacji kapitału, która z założenia ma maksymalnie ograniczać ekspozycję portfela na którekolwiek instrumenty, aktywa lub ryzyka²⁶². Jej zasadność od dekad podkreślana jest w ramach nauki ekonomii i finansów²⁶³. Zaznacza się ponadto, co może wydawać się mało intuicyjne, że dzięki dywersyfikacji, w ramach całego portfela możliwe jest osiągnięcie mniejszego ryzyka, niż ryzyko najmniej ryzykownego aktywa wchodzącego w skład tego portfela²⁶⁴. Przez pojęcie zasad dywersyfikacji lokat na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi należy rozumieć limity zaangażowania i koncentracji, których nadrzędnym celem jest ograniczenie negatywnego wpływu potencjalnej niewypłacalności funduszu na wartość zarządzanego przez ten portfel inwestycyjny²⁶⁵.

²⁶⁰ Stanowisko Urzędu KNF z 5.03.2018 r. w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_tresci_dokumentow_polityki_i_strategii_inwestycyjnej_61012.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.))

²⁶¹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 185.

²⁶² A. O'Sullivan, S. M. Sheffrin, *Economics: Principles in Action*. Upper Saddle River, Pearson Prentice Hall 2003, ISBN 0-13-063085-3, s. 273.

²⁶³ P. Samuelson, *General Proof that Diversification Pays*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1967/2, 4.

²⁶⁴ *Ibidem*, s. 9.

²⁶⁵ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 287.

Przepis art. 20 ust. 1a u.f.i., stanowiący, że „statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określa szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych”, został dodany nowelizacją ustawy²⁶⁶, która weszła w życie 13 stycznia 2009 r. wprowadzając wymóg, aby zagadnienie to było uregulowane w statucie funduszu inwestycyjnego²⁶⁷. W kwestii ustawowych mechanizmów ograniczania ryzyka inwestycyjnego funduszu poprzez dywersyfikację aktywów warto wspomnieć o regulacji art. 96 ust. 1 u.f.i, odnoszącej się do funduszu inwestycyjnego otwartego, w myśl której nie może on lokować więcej niż 5% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot. Wymaga podkreślenia, że przy rekonstrukcji normy prawnej zawartej w tym przepisie należy dać wyraz jego wykładni celowościowej²⁶⁸. Zaznacza się bowiem, że nawet jeśli inwestycje funduszu formalnie spełniają powyższy wymóg, ale w rzeczywistości spółki, w których ulokował on swój kapitał mają zbieżny cel inwestycyjny, w praktyce nie dojdzie do wypełnienia wymogu dywersyfikacji aktywów funduszu, gdyż będą one w całości narażone na to samo ryzyko, związane z tym konkretnym celem inwestycyjnym²⁶⁹. Podobna regulacja, zawarta w art. 145 ust. 3 u.f.i., odnosi się do funduszu inwestycyjnego zamkniętego, w ramach którego papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie nie mogą stanowić (z pewnymi wyjątkami) łącznie więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. *Ratio legis* tego przepisu jest zatem niemal identyczne, a przywołane przepisy różnią się jedynie progiem procentowym udziałów w strukturze właścicielskiej spółki, który został dopuszczony przez ustawodawcę.

Poza ustawowymi mechanizmami niejako wymuszającymi na funduszu inwestycyjnym dywersyfikację jego aktywów, dodatkowe zasady określające ową dywersyfikację mogą zostać przewidziane w statucie funduszu. W literaturze wyróżnia się zasadniczo dwa rodzaje ryzyka – rynkowe (nazywane też systemowym – ang. *systematic risk*) oraz indywidualne (nazywane również specyficznym – ang. *firm-specific risk*)²⁷⁰. Zgodnie z powszechnie przyjmowaną w nauce finansów

²⁶⁶ Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy - Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 231, poz. 1546)

²⁶⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 57.

²⁶⁸ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 289.

²⁶⁹ Komunikat KNF z dnia 29.11.2017 r. ws. ograniczeń inwestycyjnych obowiązujących fundusze inwestycyjne (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/componente/img/Ograniczenia_inwestycyjne_obowiazuj%C4%85cych_fundusze_inwestycyjne%20_60293.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.))

²⁷⁰ I. Ansoff, „Strategies for Diversification,” *Harvard Business Review*, 1957, s. 121.

teorią CAPM (ang. *Capital Asset Pricing Model*), tj. modelem wyceny aktywów na rynku kapitałowym, ryzyko rynkowe nie jest możliwe do zniwelowania, przez co dywersyfikacja może przynieść zakładany skutek wyłącznie w ramach zmniejszenia ryzyka indywidualnego danego aktywa²⁷¹. Zarówno w naukach ekonomicznych, jak i prawnych wyróżnia się wiele sposobów dywersyfikacji portfela, w ramach których można wymienić chociażby lokowanie kapitału w różne rodzaje instrumentów finansowych, na różnych rynkach kapitałowych, w papiery wartościowe różnych emitentów, a także w instrumenty o różnym terminie zapadalności²⁷². Z tego względu uzasadnione jest, a nawet wysoce pożądane, aby fundusz inwestycyjny w swoim statucie zawarł postanowienia dotyczące dywersyfikacji aktywów. Pozwala to nie tylko na ograniczenie ryzyka inwestycyjnego funduszu i podwyższenie prawdopodobieństwa osiągnięcia wyższych zysków, ale również służy zwiększeniu przejrzystości funkcjonowania funduszu²⁷³, dzięki której potencjalni uczestnicy mogą efektywniej dobrać taki, który wpisuje się w preferowany przez nich profil inwestycyjny.

Regulacje dotyczące kapitałów własnych odnoszą się nie tyle do samego funduszu inwestycyjnego, co do jego organu, którym jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Podmiot ten ma obowiązek utrzymywania kapitałów własnych na poziomach określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Definicja kapitału własnego, do której nawiązuje wspomniana ustawa, została zawarta w Załączniku nr 1 do ustawy o rachunkowości²⁷⁴, zgodnie z którym zalicza się do niego kapitał podstawowy (zakładowy), kapitał zapasowy, kapitał z aktualizacji wyceny środków trwałych, pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe, niepodzielony zysk z lat ubiegłych oraz zysk netto osiągnięty w trakcie roku obrotowego.

Jeszcze przed rozpoczęciem działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych ma ono obowiązek wykazać posiadanie określonego w ustawie kapitału początkowego. Zgodnie z art. 49 ust. 1 u.f.i., pułap ten został określony jako „co najmniej wyrażona w złotych równowartość 125 000 euro”. W myśl art. 49 ust. 2 w zw. z art. 45 ust. 2 pkt 1 u.f.i. próg ten został ponadto podwyższony do wyrażonej w złotych równowartości 730.000 euro dla tych towarzystw funduszy inwestycyjnych, które poza zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi prowadzą również działalność

²⁷¹ W. F. Sharpe, *Capital Asset Prices: a Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk*, Journal of Finance, American Finance Association 1964, Vol. 19(3), s. 429.

²⁷² R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 138.

²⁷³ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 291.

²⁷⁴ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, (tekst jedn. Dz. U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.)

polegającą na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Przez kapitał początkowy należy rozumieć tę część kapitału zakładowego, w jakiej został on opłacony na dzień poprzedzający złożenie wniosku o zezwolenie na prowadzenie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych²⁷⁵. Jest to zatem pojęcie odmienne od tego, jakim posługuje się ustawa o rachunkowości. Warto ponadto nadmienić, iż wskazane powyżej progi kapitału są wyższe od minimalnej kwoty kapitału zakładowego przewidzianej w Kodeksie spółek handlowych dla spółek akcyjnych, która wynosi 100.000 zł. Ustawodawca wprowadził zatem wymóg, aby fundusze inwestycyjne zgromadziły ok. 5 razy więcej kapitału przed rozpoczęciem działalności, co należy uznać za spójne ze statusem tych podmiotów, określanych mianem instytucji zaufania publicznego²⁷⁶.

Niezależnie od obowiązku zgromadzenia kapitału początkowego, w trakcie działalności towarzystwo funduszy inwestycyjnych musi ponadto spełniać wymogi w zakresie utrzymania kapitałów własnych na odpowiednim poziomie, wskazanym w art. 50 u.f.i., tj. nie niższym niż 25% różnicy pomiędzy wartością kosztów ogółem a wartością zmiennych kosztów dystrybucji poniesionych w poprzednim roku obrotowym. Kapitał funduszu w żadnym momencie nie powinien zatem spaść poniżej wysokości wynoszącej ćwierć kosztów, które nie przypadają na koszty pośrednictwa w zbywaniu jednostek uczestnictwa i tytułów uczestnictwa. Widać przy tym wyraźnie, że czym większa jest skala działalności funduszu i związane z nią koszty, tym większy kapitał własny powinien on utrzymywać²⁷⁷. Zgodnie z art. 50 ust. 2 u.f.i., kapitał własny towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie może ponadto spaść poniżej kapitału początkowego. Ustęp trzeci przywołanego artykułu wymaga natomiast zwiększania przez fundusz kapitału własnego o kwotę dodatkową w wysokości 0,02% od nadwyżki powyżej 250.000.000 euro, aż do momentu, gdy ów dodatkowy kapitał wyniesie 10.000.000 euro (art. 50 ust. 4 u.f.i.). Taka sytuacja wydaje się jednak mało prawdopodobna, gdyż oznaczałaby, że kapitał własny funduszu miałby osiągnąć poziom ponad 50 mld euro (tj. ok. 50.250.000.000 euro).

W odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających na podstawie zezwolenia, ustawodawca wprowadził bardzo podobne wymogi do tych, które obowiązują towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, w myśl art. 70n

²⁷⁵ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 584.

²⁷⁶ J. Pitera, *Charakterystyka instytucji zaufania publicznego...*, s. 146

²⁷⁷ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 262.

ust. 1 u.f.i., mają bowiem obowiązek zgromadzenia kapitału początkowego w wysokości co najmniej wyrażonej w złotych równowartości 125 000 euro, a wewnątrz zarządzący alternatywną spółką inwestycyjną – 300 000 euro. Przepis art. 70o ust. 1 u.f.i. stanowi natomiast, że „zarządzący alternatywną spółką inwestycyjną jest obowiązany do utrzymywania kapitału własnego na poziomie nie niższym niż 25% różnicy pomiędzy wartością kosztów ogółem a wartością niektórych kosztów zmiennych poniesionych w poprzednim roku obrotowym”, a więc *ratio legis* niniejszej regulacji pozostaje takie samo, jak w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych. Ustęp 2 wskazanego artykułu zobowiązuje ponadto zarządzących alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi do utrzymania kapitału własnego na poziomie nie niższym niż kapitał początkowy. Co ciekawe, art. 70p ust. 1 u.f.i. uprawnia zarządzącego alternatywną spółką inwestycyjną do lokowania aktywów, które stanowią jego kapitał własny. Jedynym wymogiem przewidzianym w niniejszym przepisie jest dokonywanie tego w sposób zapewniający płynność i bezpieczeństwo. Wydaje się zatem, że przy zachowaniu tego ograniczenia, zarządzący alternatywną spółką inwestycyjną może inwestować te środki pieniężne i generować w ten sposób dodatkowe zyski.

c) **Ograniczenia inwestycyjne oraz obowiązki informacyjne i sprawozdawcze**

Ograniczenia inwestycyjne obowiązujące fundusze inwestycyjne zostały już zasygnalizowane powyżej, w kontekście zasady dążenia przez fundusz do osiągnięcia celów inwestycyjnych oraz przestrzegania przezeń zasady dywersyfikacji portfela²⁷⁸. Jest ich jednak znacznie więcej, przez co w doktrynie niekiedy dzieli się je na kilka podstawowych typów ze względu na przedmiot ograniczenia, tj. na rodzaje lokat dostępnych dla funduszu, limity koncentracji zaangażowania kapitału w określone rodzaje instrumentów finansowych i praw majątkowych oraz rodzaje umów dostępnych dla funduszu²⁷⁹. Warto bowiem wspomnieć, że fundusz inwestycyjny nie może dokonywać pewnych czynności prawnych, tj. m.in., w myśl art. 107 ust. 1 u.f.i., dokonywać krótkiej sprzedaży, nabywać papierów wartościowych lub zbywalnych praw majątkowych reprezentujących prawa do metali szlachetnych oraz, z pewnymi wyjątkami, udzielać pożyczek, poręczeń i gwarancji. W art. 107 ust. 2 u.f.i. zostały ponadto przewidziane rodzaje umów, których fundusz nie może zawierać oraz lokaty, których nie wolno mu dokonywać, gdyż mogłyby one spowodować wystąpienie

²⁷⁸ Ich szczegółowe omówienie zostanie przedstawione w rozdz. 2.3 niniejszej pracy, jednak warto wcześniej omówić podstawowe zagadnienia z nimi związane oraz dokonać ich podstawowej typologii.

²⁷⁹ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 141.

konfliktu interesów. Warto jednak zaznaczyć, że na mocy znowelizowanego art. 107 ust. 5 u.f.i.²⁸⁰, dokonanie rzeczonych czynności jest możliwe, o ile nie spowoduje wspomnianego konfliktu interesów oraz leży w interesie uczestników funduszu²⁸¹.

Do grona ograniczeń inwestycyjnych funduszu należy zaliczyć również limity płynnościowe, mające zapewnić utrzymanie wskazanego poziomu aktywów o wysokim stopniu płynności, koniecznego do pokrycia ewentualnych zobowiązań funduszu oraz umożliwiającego uczestnikom zrezygnowanie z inwestycji. Warto wspomnieć także o limitach ryzyka, m.in. w zakresie ryzyka rynkowego, płynnościowego, czy kredytowego, których konieczność uwzględniania jest jednym z wymogów dotyczących zarządzania ryzykiem²⁸². Można ponadto stwierdzić, że zamknięte katalogi dopuszczalnych lokat dla poszczególnych typów funduszy stanowią *a contrario* ograniczenia inwestycyjne w zakresie wszystkich pozostałych, potencjalnie możliwych inwestycji funduszy. Warto również zauważyć, że w ramach funduszy inwestycyjnych zamkniętych, art. 145-147 u.f.i. także przewidują pewne ograniczenia inwestycyjne. Są one jednak nieco bardziej liberalne, niż ma to miejsce w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych. Co do alternatywnych spółek inwestycyjnych nie zostały natomiast przewidziane podobne obostrzenia, w związku z czym podmioty te muszą jedynie przestrzegać ograniczeń inwestycyjnych narzuconych sobie przez własne postanowienia statutowe.

Elementem gwarantującym transparentność działania funduszy inwestycyjnych i zapewniającym ochronę jego uczestników są obowiązki informacyjne i sprawozdawcze nałożone przez ustawodawcę na fundusze²⁸³. Zostały one uregulowane w art. 219 i n. u.f.i., znajdujących się w dziale X ustawy, zatytułowanym „Obowiązki informacyjne i nadzór Komisji”. Przepisy te są stosunkowo często nowelizowane i poszerzane o dodatkowe, niejednokrotnie coraz bardziej rozległe obowiązki w stosunku do funduszy, względem informowania zarówno inwestorów, jak i Komisji Nadzoru Finansowego. Zgodnie z art. 219 ust. 1 u.f.i., na funduszach inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych spoczywa obowiązek cyklicznego publikowania prospektów informacyjnych, kluczowych informacji dla inwestorów, oraz półrocznych i rocznych sprawozdań finansowych. Warto nadmienić, iż na mocy nowelizacji powyższego przepisu z dnia 23 listopada 2012 r.²⁸⁴, wymóg

²⁸⁰ Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach...

²⁸¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz...*, s. 107.

²⁸² J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 287.

²⁸³ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 348.

²⁸⁴ Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2013 r. poz. 70).

publikacji skrótów prospektów został zastąpiony powyższym obowiązkiem upubliczniania kluczowych informacji dla inwestorów²⁸⁵. Rzeczoną zmianą podyktowaną była koniecznością implementacji do polskiego porządku prawnego dyrektywy UCITS IV, której regulacjom poddane są fundusze inwestycyjne otwarte²⁸⁶.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mają natomiast obowiązek, na mocy ust. 3 i 4 przywołanego artykułu ustawy, udostępniania do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego na zasadach i warunkach określonych w ustawie o ofercie publicznej. Wymogiem tym objęte są publiczne fundusze inwestycyjne zamknięte, natomiast niepubliczne muszą udostępnić na żądanie uczestnika funduszu roczne i półroczne sprawozdania finansowe. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych kluczowe pozostaje zatem, czy posiadają one status funduszu aktywów publicznych, czy niepublicznych²⁸⁷. Alternatywne spółki inwestycyjne podlegają z kolei regulacjom zawartym w art. 222c i 222d u.f.i.. Zgodnie z ich brzmieniem, mają one obowiązek sporządzania sprawozdań rocznych ze swojej działalności, które powinny zawierać m.in. bilans, rachunek zysków i strat, sprawozdanie z działalności alternatywnego funduszu inwestycyjnego oraz szereg innych informacji istotnych dla aktualnych i potencjalnych inwestorów²⁸⁸. Można jednak zauważyć, że obowiązki te nie są tak daleko idące, jak wymogi stawiane funduszom inwestycyjnym otwartym, czy nawet funduszom inwestycyjnym zamkniętym.

1.5 Alternatywny fundusz inwestycyjny

Definicja alternatywnego funduszu inwestycyjnego została przez ustawodawcę zamieszczona w słowniczku ustawowym ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Nakazuje ona, aby przez rzeczony pojęcie rozumieć „instytucję wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędącą funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”. Nasuwa się zatem wniosek, iż ów przymiot alternatywności rzeczonoego podmiotu znajduje w dużej mierze wyraz w fakcie nieobjęcia go regulacjami Unii Europejskiej dotyczącymi zasad zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Tym samym

²⁸⁵ A. Michór [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 778.

²⁸⁶ *Ibidem*.

²⁸⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz...*, s. 219.

²⁸⁸ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 93.

podkreślenia wymaga, że pojęcie „instytucji wspólnego inwestowania” nie może być w tym kontekście utożsamiane z pojęciem „instytucji zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”, do których z polskich typów funduszy można zaliczyć jedynie fundusz inwestycyjny otwarty, czasami z tego względu nazywany również funduszem UCITS²⁸⁹. Zgodnie z art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i., do alternatywnych funduszy inwestycyjnych zaliczamy specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte, a także, na mocy art. 8a ust. 1 u.f.i. - alternatywne spółki inwestycyjne.

1.5.1 Specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty

Jak już zaznaczono, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty jest funduszem mieszanym, nazywanym również hybrydowym²⁹⁰, gdyż łączy w sobie pewne cechy zarówno właściwe dla funduszu inwestycyjnego otwartego, jak i zamkniętego²⁹¹. W odniesieniu do specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, na mocy art. 112 ust. 1 u.f.i., obowiązuje domniemanie stosowania regulacji o funduszach inwestycyjnych otwartych, o ile przepisy szczególne nie stanowią inaczej. Należy przy tym przyjąć, że przepisy te stosuje się odpowiednio²⁹². W doktrynie podkreśla się, że odpowiednie stosowanie przepisów może zasadniczo przyjąć trzy formy – przepis, którego nakazane zostało odpowiednie stosowanie może zostać zastosowany wprost, może zostać zastosowany z modyfikacjami, albo może nie zostać zastosowany wcale, z uwagi na brak możliwości pogodzenia jego treści z innymi przepisami, stanowiącymi *lex specialis*²⁹³. Wpływ regulacji dotyczących funduszu inwestycyjnego zamkniętego można jednak dostrzec w treści art. 113 ust. 3 pkt 3 u.f.i. *in fine*, który pozwala specjalistycznemu funduszowi inwestycyjnemu otwartemu stosować zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego, jeżeli statut specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego przewiduje, że jego uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne, jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej oraz osoby fizyczne, które dokonają jednorazowej wpłaty do funduszu w wysokości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro. Takie rozwiązanie daje zatem specjalistycznym funduszom inwestycyjnym otwartym dużą swobodę w kształtowaniu swojej polityki, zbliżając je wyraźnie do konstrukcji funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

²⁸⁹ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1189.

²⁹⁰ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 162.

²⁹¹ Kropiwnicki, J., *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników*, Lexis Nexis 2009, s. 29.

²⁹² K. Młynkiewicz [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1340.

²⁹³ E. Skowrońska-Bocian, J. Wierciński [w:] *Kodeks cywilny Komentarz*, red. J. Gudowski, Warszawa 2013, s. 212.

Podobnie jak fundusze inwestycyjne otwarte, specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte gromadzą kapitał poprzez emisję jednostek uczestnictwa, jednak po spełnieniu określonych przesłanek, fundusz ma obowiązek ich wykupu i umorzenia na żądanie uczestnika. Zgodnie z art. 113 ust. 2 u.f.i., taki obowiązek po stronie funduszu aktualizuje się wyłącznie wtedy, gdy jego statut precyzuje warunki, w jakich uczestnik może żądać odkupienia jednostki uczestnictwa przez fundusz, w tym w szczególności termin, w którym uczestnik powinien zgłosić zamiar żądania odkupienia jednostki uczestnictwa, lub termin, w którym nastąpi wypłata kwoty z tytułu odkupienia tych jednostek. Wszelkie odstępstwa od ogólnych reguł funkcjonowania funduszu, przewidzianych w ustawie, powinny zatem znaleźć odzwierciedlenie w statucie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego.

1.5.2 Fundusz inwestycyjny zamknięty

W przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, fundusz inwestycyjny zamknięty nie emituje jednostek uczestnictwa, a certyfikaty inwestycyjne, będące papierami wartościowymi, przez co mogą być one przedmiotem obrotu²⁹⁴. Zgodnie z art. 121 ust. 1 u.f.i., certyfikaty inwestycyjne mogą być zarówno imienne, jak i na okaziciela. W myśl znowelizowanego²⁹⁵ art. 117 ust. 3 w zw. z art. 15 ust. 1a u.f.i., statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może przewidzieć zarówno funkcjonowanie funduszu oferującego certyfikaty inwestycyjne w drodze oferty publicznej, na rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu, jak i posiadającego wyłącznie niepubliczne certyfikaty inwestycyjne²⁹⁶. W takim przypadku, do nabycia certyfikatów przez osoby fizyczne, konieczne jest jednak dokonanie przez nie jednorazowo zapisu o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro. Publiczny fundusz inwestycyjny zamknięty może jednak emitować wyłącznie certyfikaty inwestycyjne na okaziciela.

Konstrukcja funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest skierowana szczególnie do inwestorów profesjonalnych, którzy często posiadają specjalistyczną wiedzę prawną i finansową, dotyczącą funkcjonowania funduszy. Z tego względu, w ramach funduszu inwestycyjnego zamkniętego oprócz towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zgromadzenia inwestorów, może działać również wspomniana już rada inwestorów, która nie tylko pełni istotną rolę w ramach nadzoru wewnętrznego działalności

²⁹⁴ Por. art. 3 pkt 1 u.o.i.f., który stanowi, że certyfikaty inwestycyjne stanowią jedną z kategorii zbywalnych papierów wartościowych.

²⁹⁵ Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach...

²⁹⁶ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 117.

funduszu, ale może również stanowić pewnego rodzaju organ pomocniczy, wspomagający realizację wyznaczonych celów inwestycyjnych. Należy zaznaczyć, że rada inwestorów nie może zastąpić zgromadzenia inwestorów, które na mocy art. 142-144 u.f.i. musi zostać zwołane w przewidzianych w ustawie przypadkach. Jest zatem jedynie organem fakultatywnym. Z uwagi jednak na uregulowanie art. 140 ust. 2 u.f.i., stanowiącego, że tryb działania rady określa statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz regulamin przyjęty przez samą radę, można wyobrazić sobie sytuację, w której w praktyce będzie ona miała znaczny wpływ na kształt działalności funduszu, zarządzanego przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, szczególnie biorąc pod uwagę treść art. 140 ust. 6 u.f.i., który dopuszcza możliwość postanowienia przez radę o rozwiązaniu funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Rada może się przy tym kierować niemal dowolnymi motywami, nieograniczonymi do formalnych nieprawidłowości w funkcjonowaniu funduszu, gdyż taką sytuację obejmuje hipoteza ust. 5 przywołanego artykułu, zobowiązując radę inwestorów do wezwania towarzystwa funduszy inwestycyjnych do usunięcia nieprawidłowości oraz zawiadomienia KNF. Biorąc pod uwagę, że konstrukcja funduszu inwestycyjnego zamkniętego pozwala na dużą dowolność w zakresie prowadzenia działalności, podmiot ten był często wykorzystywany do inwestycji *venture capital* zanim w polskim systemie prawnym pojawiła się instytucja alternatywnej spółki inwestycyjnej.

1.5.3 Alternatywna spółka inwestycyjna

Tytułowa alternatywna spółka inwestycyjna jest, na mocy art. 8a ust. 1 w zw. z art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i., jednym z rodzajów alternatywnych funduszy inwestycyjnych, zdefiniowanych w art. 2 pkt 10a u.f.i. Jak już wyżej nadmieniono, w przeciwieństwie do pozostałych alternatywnych funduszy inwestycyjnych, nie jest ona jednak funduszem inwestycyjnym, gdyż nie została wprost wymieniona w art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i. Należy przy tym podkreślić, że alternatywna spółka inwestycyjna nie jest też odrębnym, pozakodeksowym typem spółki, a pojęcie to odnosi się do reżimu publicznoprawnego, mając swoje źródło w art. 8a u.f.i. Ponadto, z uwagi, iż wiele przepisów dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych nie przystaje do kształtu regulacji obejmujących fundusze inwestycyjne, w drodze wykładni funkcjonalnej i systemowej należy stwierdzić, że alternatywne spółki inwestycyjne w istocie są alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi *sui generis*, niebędącymi funduszami inwestycyjnymi. Niektóre alternatywne spółki inwestycyjne nie mają ponadto osobowości prawnej, gdyż w myśl art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i. ustawodawca dopuścił

ich funkcjonowanie w formie spółki komandytowej albo komandytowo-akcyjnej, które jako spółki osobowe są jej rzecz jasna pozbawione²⁹⁷. Niemniej jednak, alternatywne spółki inwestycyjne pozostają niezwykle atrakcyjnymi wehikułami inwestycyjnymi m.in. dla inwestycji *venture capital*, w ramach których mają one kilka bezdyskusyjnych zalet, kluczowych z perspektywy inwestorów.

Obowiązek rejestracji lub uzyskania zezwolenia KNF na prowadzenie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, a w konsekwencji na prowadzenie samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, zmaterializował się w dniu 4 czerwca 2017 r., tj. wraz z upływem 12 miesięcy od dnia wejścia w życie nowelizacji u.f.i.²⁹⁸, gdyż taki właśnie termin został wyznaczony w art. 54 rzeczonyj ustawy zmieniającej na dostosowanie działalności do nowych regulacji. Niecały miesiąc przed upływem tego terminu, tj. dniu 18 maja 2017 r. zostało opublikowane stanowisko Urzędu KNF z ostrzeżeniem o ewentualnych konsekwencjach niedokonania przez wskazane podmioty autoidentyfikacji jako wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, bądź jako zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną²⁹⁹.

1.6 Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną

Pojęcie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną jest nierozdzielnie związane z samą alternatywną spółką inwestycyjną, w podobny sposób jak towarzystwo funduszy inwestycyjnych sprzężone jest z funduszem inwestycyjnym. Przepisy art. 70s i 70zb u.f.i. stanowią, iż ów podmiot zarządzający może wykonywać działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza zarządzać lub zarządza, nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 000 000 euro, a w przypadku gdy 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. Jeśli jednak wskazane pułapy kwotowe zostaną przekroczone, konieczne jest uzyskanie przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną zezwolenia, wydawanego przez KNF³⁰⁰. Dźwignia

²⁹⁷ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 103.

²⁹⁸ Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 615), która weszła w życie dn. 4 czerwca 2016 r.

²⁹⁹ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 maja 2017 r. w sprawie identyfikacji...

³⁰⁰ Na obecną chwilę wszystkie podmioty działające w Polsce jako zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi zostały wpisane do rejestru zarządzających prowadzonego przez KNF – tym samym żaden z nie prowadzi przedmiotowej działalności w oparciu o reżim zezwoleniowy.

finansowa AFI została natomiast zdefiniowana w art. 2 pkt 42b u.f.i jako „każda metoda zwiększania ekspozycji AFI, w szczególności przez pożyczanie środków pieniężnych lub papierów wartościowych lub przez inwestycje w instrumenty pochodne lub prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, albo instrumenty pochodne właściwe AFI”.

W art. 8a u.f.i. zostały przewidziane dwie dopuszczalne formy funkcjonowania zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi – wewnętrźnie zarządzający (art. 8b ust. 2 pkt 1 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 1 u.f.i.) oraz zarządzający zewnętrźnie (art. 8b ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i.). Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną prowadzi działalność jako spółka kapitałowa, w tym spółka europejska, która sama w sobie jest alternatywną spółką inwestycyjną. Zewnętrznie zarządzającym jest natomiast spółka kapitałowa, w tym spółka europejska, będąca jedynym komplementariuszem spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej. Wyraźnie więc widać, że zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną z definicji zawsze posiadać będzie osobowość prawną, gdyż jest to nieodłączna cecha spółek kapitałowych. Teoretyczną możliwość wyboru funkcjonowania zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w formie spółki europejskiej należy w zasadzie pominąć z uwagi na fakt, iż pomimo pierwotnej koncepcji o kompleksowym uregulowaniu jej w ramach prawa Unii Europejskiej³⁰¹, w literaturze uznaje się ją po prostu za spółkę akcyjną³⁰², mogącą powstać na podstawie rozporządzenia Rady Europejskiej nr 2157/2001³⁰³.

Istotna jest również treść art. 70e ust. 1 u.f.i., który stanowi, że przedmiotem działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie owo zarządzanie. Nie może on więc podejmować się żadnej innej działalności. Zgodnie natomiast z art. 70a ust. 1 u.f.i., zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie spółka, która ma siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Z uwagi na definicję siedziby zawartą w art. 41 k.c. (miejscowość, w której siedzibę ma organ zarządzający spółki) oraz fakt, iż zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną zawsze jest spółka kapitałowa, należy wysnuć wniosek, iż owym

³⁰¹ K. Pokryszka, *Transgraniczne przeniesienie siedziby spółki europejskiej a status prawny jej akcjonariuszy*, Difin 2017, s. 16

³⁰² A. Opalski, *Europejskie prawo spółek. Zasady prawa europejskiego i ich wpływ na polskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 541.

³⁰³ Rozporządzenie Rady (WE) Nr 2157/2001 w sprawie statutu spółki europejskiej z dnia 8 października 2001 r. (dz. U. WE I. 294, poz. 1)

zarządzającym w praktyce może być wyłącznie spółka, której zarząd ma swoją siedzibę w Polsce. Jeszcze do niedawna, na podstawie ust. 3 przytoczonego artykułu, możliwe było wykonywanie działalności zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną przez spółkę kapitałową z siedzibą w państwie trzecim innym niż państwo członkowskie UE lub państwo należące do EEA, na warunkach określonych w rozdziale 4 działu IIIa u.f.i.³⁰⁴. Rozdział ten został jednak w całości usunięty przez art. 26 pkt 1 ustawy o systemie instytucji rozwoju³⁰⁵, powodując pewnego rodzaju bałagan legislacyjny i sprzeczności w przepisach ustawy.

1.7 *Startup* oraz małe i średnie przedsiębiorstwa

Pomimo braku definicji normatywnej pojęcia *startupu*, jego znaczenie pozostaje kluczowe dla problematyki *venture capital*, a także dla samego zrozumienia istoty zasadności wyboru formy alternatywnej spółki inwestycyjnej dla przeprowadzania inwestycji VC. *Startup* nie doczekał się jednak definicji normatywnej, przez co pozostaje pojęciem w pewnej mierze nieuchwytnym. Z tego względu, przy definiowaniu tego terminu, warto posłużyć się definicją małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), która często pojawia się w prawodawstwie Unii Europejskiej i jest związana z inwestycjami *venture capital*. Komisja Europejska uważa bowiem sektor MŚP oraz przedsiębiorczość za czynniki zapewniające wzrost ekonomiczny, innowacje i tworzenie nowych miejsc pracy, co stanowi wspólny mianownik z pojęciem *startupu*³⁰⁶.

Startup definiuje się w doktrynie przez odwołanie do trzech głównych kryteriów. Są to mianowicie: przedsiębiorstwo istniejące od nie więcej niż 5-10 lat (w zależności od sektora), wyróżniające się innowacyjnością w odniesieniu do produktu, usługi lub modelu biznesowego oraz skalowalne, tj. nakierowane na dynamiczne zwiększanie liczby pracowników lub ekspansję na nowe rynki³⁰⁷. W Stanach Zjednoczonych najczęściej posługuje się jednak znacznie mniej złożoną definicją *startupu*, opisując go jako przedsiębiorstwo o powtarzalnym i skalowalnym modelu biznesowym³⁰⁸. Ta pozornie bardzo lakoniczna definicja mówi jednak bardzo wiele o kluczowym przymiocie każdego *startupu*, który chce pozyskać finansowanie od funduszy *venture capital* lub aniołów biznesu. Musi on mianowicie, niezależnie od produktu lub usługi, które sprzedaje, mieć możliwość prawie nieograniczonego zwiększania skali swojej

³⁰⁴ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 859.

³⁰⁵ Ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (Dz. U. poz. 1572)

³⁰⁶ Por. preambułę do zalecenia Komisji Europejskiej nr 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczącego definicji małych i średnich przedsiębiorstw Dz.U. L 124 z 20.5.2003.

³⁰⁷ L. Steigertahl, R. Mauer, *EU Startup Monitor 2018 Report*, European Commission, 2018, s. 7.

³⁰⁸ A. Davila, G. Foster, M. Gupta, *Venture capital financing and the growth of startup firms*, Journal of Business Venturing Volume 18, Issue 6, 2003, s. 693.

działalności, dzięki zastosowaniu powtarzalnych działań³⁰⁹. Taka cecha przedsiębiorstwa otwiera bowiem drzwi do niebotycznych zysków.

Pojęcie małych i średnich przedsiębiorstw należy jednak traktować jako kategorię szerszą od pojęcia *startupu*. Wskazuje się bowiem, że niemal każdy start-up jest MŚP, ale tylko niektóre z MŚP to *startupy*³¹⁰. Między wskazanymi terminami występuje zatem stosunek logiczny zawierania. Takie podejście wydaje się być trafne, gdyż zgodnie z art. 2 zalecenia Komisji Europejskiej nr 2003/361/WE, pojęcie MŚP można w istocie rozbić na dwie osobne kategorie, tj. małe przedsiębiorstwa i średnie przedsiębiorstwa, uzupełniane jeszcze o trzecią kategorię – tzw. mikroprzedsiębiorstwa, zdefiniowane w ust. 3 przytoczonego artykułu. Przydział do konkretnej z grup zależy zasadniczo od trzech czynników – liczby pracowników przedsiębiorstwa, jego rocznego obrotu oraz sumy bilansowej zawartej w ostatnim zatwierdzonym rocznym sprawozdaniu finansowym spółki.

Podział zawarty w art. 2 zalecenia 2003/361/WE został również powtórzony w innych, wiążących aktach prawodawstwa europejskiego, tj. m.in. w rozporządzeniu Komisji Europejskiej nr 364/2004³¹¹, nr 651/2014³¹² oraz nr 702/2014³¹³. We wszystkich wymienionych aktach prawnych, średnie przedsiębiorstwo definiowane jest jako przedsiębiorstwo, które zatrudnia mniej niż 250 pracowników i którego roczny obrót nie przekracza 50 milionów euro a/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 milionów euro. Małe przedsiębiorstwa posiadają odpowiednio niższe progi limitów, tj. maksymalnie 50 pracowników oraz roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nieprzekraczający 10 milionów euro. Mikroprzedsiębiorstwa są natomiast definiowane jako przedsiębiorstwa zatrudniające mniej niż 10 pracowników i których roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 2 milionów euro.

Wyraźnie więc widać, że zdecydowana większość *startupów* będzie wpisywać się w definicję mikroprzedsiębiorstwa lub małego przedsiębiorstwa, jeśli ze względu na obrót (przez który należy rozumieć przychód netto spółki³¹⁴) przekroczą one górny limit ustalony dla mikroprzedsiębiorstw. Warto jednak wskazać najważniejsze różnice

³⁰⁹ *Ibidem*, s. 694.

³¹⁰ L. Steigertahl, R. Mauer, *EU Startup Monitor...*, s. 6.

³¹¹ Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 70/2001 i rozszerzające jego zakres w celu włączenia pomocy dla badań i rozwoju (Dz.U. L 63 z 28.2.2004).

³¹² Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za niezgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. L 187/1 z 26.06.2014).

³¹³ Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 702/2014 z dnia 25 czerwca 2014 r. uznające niektóre kategorie pomocy w sektorach rolnym i leśnym oraz na obszarach wiejskich za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. L 193/1 z 01.07.2014).

³¹⁴ Por. art. 28 dyrektywy Rady 78/660/EWG z dnia 25 lipca 1978 r. wydanej na podstawie art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu, w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (Dz.U. L 222 z 14.8.1978).

między *startupami* a przedsiębiorstwami zaliczanymi do kategorii MŚP. Oprócz elementów wynikających z przedstawionych powyżej definicji, tj. czasu istnienia spółki, liczby jej pracowników i obrotu rocznego, często wskazuje się też na innowacyjność, jako konstytutywny element *startupu*, odróżniający go tym samym od MŚP³¹⁵. Większość typowych przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku nie wprowadza bowiem żadnych radykalnych usprawnień modelu biznesowego, a raczej kopiuje już istniejący i opiera się głównie na własnej pracy, generującej jedynie przeciętne przychody. W tym kontekście warto wspomnieć o innym elemencie odróżniającym *startupy* od MŚP, również często podnoszonym w literaturze. Podkreśla się mianowicie, że model biznesowy *startupu* powinien być na tyle unikatowy, żeby jego podrobienie było trudne lub czasochłonne i w konsekwencji nieopłacalne dla konkurencji³¹⁶. Innym aspektem jest również kwestia finansowania, którego *startupy* zazwyczaj potrzebują od samego początku prowadzonej działalności, a także pozyskują go zwykle z innych źródeł finansowania³¹⁷. W przypadku MŚP kapitał spółki pochodzi najczęściej z wkładów samych założycieli lub kredytu bankowego, podczas gdy *startup* bardzo często ucieka się właśnie do tytułowego finansowania *venture capital*, rządzącego się zupełnie innymi prawami.

Omawiając definicję *startupu* nie sposób nie wspomnieć o kilku podstawowych statystykach, dotyczących zarówno samych *startupów*, jak i ich założycieli (ang. *founders*). Warto ponadto nadmienić, iż odpowiednik założyciela w anglojęzycznej terminologii branżowej jest pojęciem szerszym niż rozumienie tego terminu na gruncie k.s.h. (tj. osoba podpisująca statut spółki³¹⁸). Zazwyczaj mianem tym określa się w doktrynie osobę, która dodatkowo, przynajmniej w początkowej fazie istnienia spółki, prowadzi jej sprawy i zarządza nią, a także reprezentuje ją w stosunkach zewnętrznych. Można zatem powiedzieć, że taka osoba zazwyczaj będzie wchodziła w skład zarządu spółki – zakładając, że przedsiębiorstwo będzie prowadzone w formie spółki kapitałowej. Wracając do wspomnianych statystyk, założycielem *startupu* w ponad 80% przypadków jest mężczyzna o wyższym wykształceniu, w wieku ok. 35 lat, który, co ciekawe, w 77.8% przypadków wnosi do spółki całe swoje oszczędności³¹⁹. Sam *startup* natomiast jest zazwyczaj tworzony przez 3, rzadziej 2,

³¹⁵ A. D. Herte, *SMEs and Start-Ups. Importance and Support Policies in European Union and Romania*, Proceedings of the 8th Conference of Doctoral Students in Economic Sciences 2017, s. 57.

³¹⁶ K. Gupta, *The Role of SMEs and Startups in Standards Development*, 2017, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3001513>, s. 4 (dostęp: 15.02.2020 r.).

³¹⁷ Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Small and Medium-sized Enterprises: Local Strength, Global Reach*, 2000/8, s. 4

³¹⁸ Por. m.in. art. 129 i art. 301 § 3 k.s.h..

³¹⁹ L. Steigertahl, R. Mauer, *EU Startup Monitor...*, s. 9.

osoby. Ponadto, w 88% przypadków jest zakładana jego ekspansja zagraniczna w ciągu 12 miesięcy od jego założenia oraz zatrudnienie 7-8 nowych pracowników, a także w 65,3% przypadków przedsiębiorstwo to działa w sektorze informatycznym³²⁰.

1.8 Podsumowanie

Można zauważyć pewne elementy wspólne, łączące większość z prezentowanych w doktrynie definicji pojęcia *venture capital*. Podstawowym aspektem, który należy podkreślić, jest występowanie w przypadku inwestycji VC podwyższonego ryzyka³²¹ w stosunku do innych, podobnych przedsięwzięć. Dodatkowo, zwraca się uwagę na takie elementy, jak szansa na ponadprzeciętny zysk³²², finansowanie o charakterze udziałowym lub dłużnym w postaci pożyczek konwertowalnych³²³, transfer tzw. *know-how* z funduszy do spółek portfelowych, które powinny być spółkami niepublicznymi, zazwyczaj technologicznymi, o wysokim poziomie innowacyjności³²⁴. W kontekście zawierania się pojęcia funduszy *venture capital* w funduszach *private equity*, należy zaznaczyć, że w istocie zakres pojęciowy *private equity* dzieli się na *venture capital* oraz tzw. fundusze wykupowe (ang. *buyout funds*)³²⁵, które najczęściej nabywają znacznie większy pakiet udziałów, niż ma to miejsce w przypadku funduszy *venture capital*³²⁶ - z reguły ponad 50%.

Rodzaje funduszy *venture capital*, które wyróżnia się w doktrynie, zostały w niniejszym rozdziale opisane w zakresie niezbędnym dla badanej problematyki, na tle rozważań nad ogólną typologią funduszy inwestycyjnych. Nie wszystkie z przedstawionych podziałów okazały się możliwe do zestawienia ze specyfiką tytułowych funduszy, jednak zaznaczenie odpowiednich odrębności miało za zadanie wyeksponować pewne cechy, będące znamionami dla funduszy *venture capital*. Wśród omówionych podziałów w ramach kryteriów prawnych warto wskazać, że forma organizacyjno-prawna prowadzenia działalności i zakres podlegania regulacjom publicznoprawnym ściśle wiążą się ze sobą, gdyż fundusz *venture capital* wprawdzie może funkcjonować we wszystkich podstawowych formach prawnych przewidzianych w ustawie o funduszach inwestycyjnych, tj. jako fundusz inwestycyjny otwarty, specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty lub alternatywna spółka inwestycyjna, jednak z uwagi na wspomnianą specyfikę inwestycji *venture capital*, funkcjonowanie przezeń przy

³²⁰ W tym 19,1% to *IT i software development*, 18,5% *Software as a service*, oraz pozostałe sektory; *e-commerce, fintech, gaming, nanotechnologia, Consumer Mobile and Web Application, Online-Service-Portal*. Zob. L. Steigertahl, R. Mauer, *EU Startup Monitor...*, s. 11 oraz Załącznik nr 4.

³²¹ K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 13.

³²² *Ibidem*.

³²³ F. Cornelli, O. Yosha, *Stage Financing...*, s. 8.

³²⁴ P. Tamowicz, *Fundusze...*, s. 8.

³²⁵ M. Simkovic, *Leveraged Buyout...*, s. 118

³²⁶ *Ibidem*.

zastosowaniu struktury innej niż alternatywna spółka inwestycyjna, lub fundusz inwestycyjny zamknięty³²⁷, wydaje się w praktyce raczej marginalnym zjawiskiem. Przeanalizowano również ekonomiczne kryteria podziału funduszy *venture capital*, w tym sposób inwestycji, wyróżniając dwa zasadnicze instrumenty, które wykorzystywane są do tego rodzaju transakcji, tj. udziały lub akcje spółki oraz pożyczki konwertowalne na udziały (ang. *convertible debt* lub *convertible notes*)³²⁸. Opisano również mechanizm funkcjonowania klauzuli znanej pod nazwą *liquidation preference*, która często stosowana jest w takich inwestycjach i służy zabezpieczeniu interesów inwestora³²⁹. Może ona przyjąć postać *non-participating liquidation preference* albo *participating liquidation preference*, przy czym druga z wymienionych opcji uznawana jest często w branży *venture capital* za nierynkową z uwagi na nadmierne uprzywilejowanie inwestora w kontekście zysków z udanego przedsięwzięcia³³⁰. Dzieląc fundusze *venture capital* ze względu na fazę rozwoju spółek portfelowych wskazano tzw. fazę załączkową (nazywaną również fazą zasiewu, ang. *seed financing*), etap startu (ang. *start-up*), fazę ekspansji (ang. *early growth, early expansion*)³³¹ oraz wyróżnianą czasami fazę najwcześniejszą, tj. przedzałączkową (ang. *pre-seed*)³³². W zakresie wielkości inwestycji wprowadzono ponadto pojęcie zakładanej przez fundusz średniej kwoty inwestycji, czyli tzw. *ticketu* inwestycyjnego³³³.

W ramach przedstawionych w niniejszym rozdziale definicji normatywnych poszczególnych pojęć związanych z tytułową problematyką, omówione zostały najistotniejsze zagadnienia dotyczące funduszy inwestycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych oraz zasadniczych materii dotyczących ich funkcjonowania. W ramach definicji funduszu inwestycyjnego wskazano kryterium podmiotowe i przedmiotowe, odnoszące je odpowiednio do statusu prawnego funduszu jako osoby prawnej i jego przedmiotu działalności. Zwrócono uwagę, że jedynym obligatoryjnym elementem struktury prawnej funduszu inwestycyjnego jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które będąc jego organem nie tylko zarządza funduszem, ale również, w myśl art. 23 ust. 1 u.f.i., pozostaje podmiotem wyłącznie uprawnionym do złożenia wniosku do KNF o wydanie zezwolenia na jego utworzenie. W ramach funduszu inwestycyjnego obowiązuje zasada tzw. podwójnej reprezentacji przez zarząd towarzystwa

³²⁷ Por. rozważania w rozdz. 6.2 niniejszej pracy.

³²⁸ F. Cornelli, O. Yosha, *Stage Financing...*, s. 8.

³²⁹ D. P. J. Leisen, *Staged venture...*, s. 27.

³³⁰ *Ibidem*, s. 28.

³³¹ E. Głogowski, M Munch, *Nowe usługi...*, s.281.

³³² E. Rasmussen, R. Sørheim, *How...*, s. 9.

³³³ W ubiegłym roku (2018), dla spółek w fazie załączkowej wynosił on ok. 1 mln euro, dla fazy startu ok. 5 mln euro, natomiast dla wczesnej fazy wzrostu ok. 10,3 mln euro. Zob. Venture Pulse, Q1'19, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise 2019, s. 8, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/04/venture-pulse-q1-2019.pdf>, (dostęp: 15.02.2020 r.)

funduszy inwestycyjnych, gdyż działa ono niejako za dwa podmioty jednocześnie – z jednej strony reprezentuje bowiem samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych, a z drugiej, z racji zarządzania przez nie działalnością funduszu inwestycyjnego, reprezentuje również fundusz inwestycyjny³³⁴. Organy fakultatywne, które mogą zostać powołane w ramach funduszu inwestycyjnego, zostały natomiast wskazane wprost w art. 4 ust 3 u.f.i. i obowiązują co do nich zasada *numerus clausus*³³⁵. W funduszu inwestycyjnym otwartym oraz specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym może tym samym działać zgromadzenie uczestników funduszu, natomiast w ramach funduszu inwestycyjnego zamkniętego - rada inwestorów lub zgromadzenie inwestorów - jako organ kontrolny³³⁶.

Depozytariusz natomiast nie jest wprawdzie organem funduszu, ale zawarcie z nim umowy przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest jedną z przesłanek uzyskania od KNF zezwolenia na utworzenie funduszu. Wymóg zawarcia umowy z depozytariuszem obowiązuje również alternatywne spółki inwestycyjne, lecz tylko te z nich, które poddane są reglamentacji zezwoleniowej. Warto przy tym zaznaczyć, że żaden z przepisów nie zawiera definicji depozytariusza³³⁷, jednak można ją pośrednio sformułować zestawiając ze sobą ogół regulacji ustawowych. Jest to tym samym podmiot niezależny od towarzystwa funduszy inwestycyjnych (zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną) i uczestników funduszu (inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej), który przechowuje aktywa i prowadzi ich rejestr, a także, w pewnym zakresie, kontroluje prawidłowość funkcjonowania towarzystwa funduszy inwestycyjnych (zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną), chroniąc praw uczestników funduszu (inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej)³³⁸. Ustawodawca ograniczył ponadto krąg podmiotów, które mogą pełnić funkcję depozytariusza, różnicując przy tym zakres owego zbioru pomiędzy funduszami inwestycyjnymi i alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, objętymi w tym zakresie znacznie bardziej liberalnymi regulacjami. Ponadto, alternatywne spółki inwestycyjne działające na podstawie wpisu do rejestru nie mają obowiązku posiadania depozytariusza.

Z uwagi na zaliczenie w orzecznictwie i doktrynie funduszy inwestycyjnych do instytucji zaufania publicznego³³⁹, zostały one poddane zarówno nadzorowi

³³⁴ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2014, s. 159.

³³⁵ M. Dumkiewicz [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 141.

³³⁶ Zgodnie z art. 114 u.f.i., w statucie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, fakultatywnie może zostać przewidziane utworzenie rady inwestorów jako organu kontrolnego. Ze względu na fakultatywny charakter wymienionych organów oraz ich istotne znaczenie w kontekście nadzoru wewnętrznego funduszu, zostały one szerzej omówione w rozdz. 1.4.2 b, zawartym w niniejszej pracy.

³³⁷ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 189.

³³⁸ *Ibidem*.

³³⁹ J. Pitera, *Charakterystyka instytucji zaufania publicznego...*, s. 146

zewnątrznemu, jak i wewnętrznemu, wykonywanych odpowiednio przez KNF i przez interesariuszy funduszu. Komisja dysponuje przy tym oboma rodzajami nadzoru wyróżnianymi w doktrynie, tj. mającymi charakter prewencyjny i represyjny³⁴⁰. Do uprawnień prewencyjnych można zaliczyć chociażby uprzednią weryfikację spełnienia przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych przesłanek wymaganych do uzyskania zezwolenia na rozpoczęcie działalności, a do represyjnych - szereg nakazów, zakazów, sankcji o charakterze karno-administracyjnym oraz kar pieniężnych, które może nałożyć KNF. Nadzór sprawowany nad systemem finansowym w Polsce określany jest jako tzw. model nadzoru zintegrowanego, z racji skoncentrowania uprawnień nadzorczych przyznanych przez ustawodawcę w gestii jednego podmiotu, tj. Komisji Nadzoru Finansowego³⁴¹. Nakreślone zostały również podstawowe wymogi związane z działalnością funduszy inwestycyjnych, m.in. w zakresie polityki inwestycyjnej, zawierającej enumeratywne wyliczenie celów inwestycyjnych³⁴², dywersyfikacji portfela inwestycyjnego funduszu, kapitałów własnych, a także ograniczeń inwestycyjnych oraz obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych, które to zostały bardziej szczegółowo opisane w następnych rozdziałach niniejszej pracy.

Przedstawiono ponadto zakres pojęciowy alternatywnych funduszy inwestycyjnych, tj. funduszy inwestycyjnych zamkniętych, specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych i alternatywnych spółek inwestycyjnych, jednak z uwagi na przeprowadzenie skrupulatnego badania alternatywnych spółek inwestycyjnych i podmiotów nimi zarządzających na łamach kolejnych rozdziałów, analiza ta została ograniczona do zagadnień o wysokim stopniu ogólności. Zaprezentowano również pojęcie *startupu*, które pozostaje nierozdzielnie związana z tematyką funduszy *venture capital*, jednak z uwagi na brak jego definicji normatywnej, posłużono się posiłkowo pojęciem małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), zdefiniowanego w aktach prawa unijnego³⁴³. Należy przyjąć, że pojęcie *startupu* zawiera się w definicji MŚP, będącej pojęciem szerszym. Do kategorii MŚP zalicza się ponadto nie tylko małe i średnie przedsiębiorstwa, ale również mikroprzedsiębiorstwa. Właśnie do grona tych ostatnich należy większość *startupów* z uwagi na trzy czynniki, tj. liczbę pracowników przedsiębiorstwa, jego roczny obrót i sumę bilansową, które zawarte są w ostatnim zatwierdzonym rocznym sprawozdaniu finansowym spółki.

³⁴⁰ E. Ochendowski, *Prawo administracyjne ...*, s. 254.

³⁴¹ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 116.

³⁴² *Ibidem*, s. 337.

³⁴³ Zob. m.in. art. 2 zalecenia Komisji Europejskiej nr 2003/361/WE.

Rozdział 2. Alternatywna spółka inwestycyjna jako alternatywa dla działalności w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego

2.1 Wprowadzenie

Przed transpozycją do polskiego porządku prawnego przepisów dyrektywy ZAFI, która wprowadziła możliwość prowadzenia działalności inwestycyjnej przy wykorzystaniu alternatywnych spółek inwestycyjnych, większość funduszy *venture capital* funkcjonowała w Polsce w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. W dalszym ciągu można spotkać na polskim rynku pojedyncze podmioty, które wykorzystują tę formę prawną do takiego rodzaju inwestycji, jednak ich odsetek pozostaje marginalny³⁴⁴. Warto przy tym wspomnieć, że fundusze inwestycyjne zamknięte przyjmują zazwyczaj w tym celu formę funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych (FIZAN), gdyż ich spółki portfelowe co do zasady należą do grona młodych, rozwijających się przedsiębiorstw, potrzebujących kapitału na swój rozwój³⁴⁵, a zatem fundusz nabywa w konsekwencji aktywa niepubliczne. Spółki publiczne zazwyczaj nie potrzebują bowiem kapitału od funduszy *venture capital*, gdyż mogą go pozyskać np. poprzez emisję akcji na rynku publicznym³⁴⁶.

Zasadniczym celem niniejszego rozdziału jest bezpośrednie wskazanie argumentów przesądających o prawidłowości tezy postawionej we wstępie niniejszej pracy, zgodnie z którą alternatywna spółka inwestycyjna jest aktualnie optymalną formą prawną prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania w Polsce, które funkcjonują jako fundusze *venture capital*, a w szczególności, wybór tej formy prawnej jest z perspektywy zarządzających i inwestorów korzystniejszy, niż prowadzenie działalności jako fundusz inwestycyjny zamknięty, w tym również funduszu inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych. Niektóre aspekty tego zagadnienia zostaną również poruszone w pozostałych rozdziałach niniejszej pracy, jednak w nie będą one bezpośrednio zestawiane w ramach tych dwóch kategorii

³⁴⁴ Studium empiryczne wykazało, że jest to grupa o bardzo ograniczonej liczebności - ze 172 funduszy *venture capital* działających w Polsce, tylko 5 prowadzi działalność w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, tj. MCI Internet Ventures, RTA Ventures, Opoka TFI, Fidiasz EVC oraz Dirlango. Zob. rozdz. 6.3 niniejszej pracy.

³⁴⁵ K. Sobańska-Helma, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 16.

³⁴⁶ P. Tamowicz. P, *Venture capital...*, s.8.

podmiotów. Z tego względu, wyeksponowanie ich oraz dogłębne zbadanie wydaje się zatem zabiegiem uzasadnionym.

W niniejszym rozdziale omówione zostaną najistotniejsze różnice pomiędzy poszczególnymi kategoriami ograniczeń i wymogów w zakresie dotyczącym funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz alternatywnych spółek inwestycyjnych. Jako pierwsza omówiona zostanie problematyka związana z rejestracją obu rodzajów podmiotów i ich strukturą prawną. W dalszej kolejności analizie poddane zostaną ograniczenia inwestycyjne obowiązujące obie grupy podmiotów oraz obowiązki informacyjne i sprawozdawcze. W kontekście działalności, która z założenia ma generować zysk, aspekty finansowe są zagadnieniem o kluczowym znaczeniu i nie mogą zostać pominięte. Z tego względu, na końcu niniejszego rozdziału poruszone zostaną kwestie dotyczące podstawowych, obligatoryjnych kosztów prowadzenia przedmiotowej działalności.

2.2 Rozpoczęcie działalności i struktura prawna

Wymogi związane z rozpoczęciem wykonywania działalności przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, zarówno na podstawie zezwolenia wydawanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, jak i w oparciu o wpis do rejestru zarządzających, zostaną szczegółowo omówione na łamach kolejnych rozdziałów³⁴⁷. Ich dolegliwość z perspektywy wnioskodawcy można ocenić na bardzo niską, szczególnie w przypadku zarządzających podlegających wpisowi do rejestru. Sytuacja ta wygląda jednak zgoła inaczej w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, które poddane są znacznie bardziej rygorystycznym regulacjom.

Normy prawne zawarte w art. 15 u.f.i. określają szczegółowe wymogi, które muszą zostać spełnione, aby można było rozpocząć działalność prowadzenia funduszu inwestycyjnego, w tym funduszu inwestycyjnego zamkniętego, będącego jednym z jego rodzajów. Przepis ten wymienia pięć zasadniczych przesłanek, które należy zrealizować. Są to mianowicie nadanie funduszowi inwestycjnemu statutu przez towarzystwo, zawarcie przez towarzystwo z depozytariuszem umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza funduszu inwestycyjnego, wydanie zezwolenia przez Komisję, zebranie wpłat do funduszu inwestycyjnego w wysokości określonej w jego statucie oraz wpisanie funduszu inwestycyjnego do rejestru

³⁴⁷ Zobacz rozdz. 5.3.1 oraz rozdz. 5.4.2 niniejszej pracy.

funduszy inwestycyjnych. Elementy te określa się w tym kontekście mianem ciągu zdarzeń prawnych³⁴⁸, gdyż tworzą one sukcesywną sekwencję, służącą zapewnieniu bezpieczeństwa obrotu i ochronie interesów uczestników rynku, w szczególności podmiotów dokonujących wpłat do funduszu³⁴⁹.

W doktrynie podkreśla się, że reglamentacja prowadzenia działalności funduszy inwestycyjnych opiera się na zasadzie tzw. podwójnego zezwolenia, gdyż oprócz obowiązku przejścia uciążliwej procedury licencjonowania samego funduszu, konieczne jest również uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które reguluje art. 38 ust. 1 u.f.i.³⁵⁰. Artykuł 14 ust. 3a w zw. z ust. 3 pkt 3 u.f.i. stanowi bowiem, że fundusz inwestycyjny zamknięty może być utworzony wyłącznie przez towarzystwo, które uzyskało zezwolenie na wykonywanie działalności określonej w art. 45 ust. 1a u.f.i., zgodnie z którym jego przedmiotem działalności jest „tworzenie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych 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 AFI, w tym wprowadzanie ich do obrotu”.

Jedyny wyjątek od zasady obligatoryjnego uzyskania zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego zamieszczony został przez ustawodawcę w art. 15 ust. 1a u.f.i., który stanowi, że „utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, nie wymaga wydania zezwolenia przez Komisję”. Można przy tym przyjąć, że fundusze *venture capital*, które decydują się na prowadzenie działalności inwestycyjnej w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, zazwyczaj będą oferować swoje certyfikaty inwestycyjne właśnie w sposób niepubliczny - zamkniętemu gronu oznaczonych adresatów. Taka prawidłowość sprawdza się w przypadku funduszy *venture capital* działających w Polsce w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych³⁵¹. Należy

³⁴⁸ R. Blicharz, *Tworzenie funduszy inwestycyjnych — wybrane zagadnienia*, PUG 2003, nr 5, s. 2.

³⁴⁹ *Ibidem*.

³⁵⁰ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 125.

³⁵¹ Są to mianowicie: MCL Private Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (nr RFI 347), RTA Ventures VC Fund II Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (nr RFI 1035), FIDIASZ Fundusz Inwestycyjny Zamknięty

jednak podkreślić, że mimo braku wymogu uzyskania w powyższym przypadku zezwolenia KNF, to na mocy art. 15 ust. 7 u.f.i. towarzystwo jest obowiązane zawiadomić Komisję o utworzeniu funduszu inwestycyjnego³⁵², co musi uczynić niezwłocznie po jego wpisaniu do rejestru funduszy inwestycyjnych, załączając statut funduszu oraz informację o dacie wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych i łącznej wysokości wpłat zebranych od inwestorów.

Wśród uciążliwych wymogów nałożonych na fundusze inwestycyjne w związku z ich rejestracją można ponadto wymienić listę dwudziestu elementów, stanowiących minimalny zakres treści ich statutu, które zawarte zostały w art. 18 ust. 2 u.f.i. Warto nadmienić, iż przepisy regulujące funkcjonowanie alternatywnych spółek inwestycyjnych nie przewidują analogicznej normy prawnej w odniesieniu do posiadanego przez nie statutu. Na podstawie ogółu regulacji wskazuje się jednak, że dokument ten, oprócz wszelkich elementów właściwych dla danej spółki prawa handlowego, powinien ponadto zawierać określenie przedmiotu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej, jej cel inwestycyjny oraz opis polityki i strategii inwestycyjnej³⁵³. Wspomniany już wniosek o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, składany przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, powinien ponadto spełniać wszystkie ustawowe przesłanki, których katalog liczący kilkanaście podpunktów został zawarty w art. 22 ust. 1 u.f.i. Ich zakres jest znacznie szerszy, niż w przypadku wniosku składanego przez podmiot ubiegający się o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, a nawet od wniosku o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną³⁵⁴. Wśród podstawowych różnic można wskazać chociażby obowiązek, aby do wniosku o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego dołączyć prospekt informacyjny funduszu, oświadczenie firmy audytorskiej o zgodności metod i zasad wyceny aktywów funduszu opisanych w statucie z przepisami dotyczącymi rachunkowości funduszy inwestycyjnych, a także o zgodności i kompletności tych zasad z przyjętą

(nr RFI 1471), sześć funduszy inwestycyjnych zamkniętych zarządzanych przez Opoka TFI S.A. (nr RFI 519, 1018, 402, 403, 526, 281), Dirlango Tech Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (nr RFI 1522) oraz Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Venture Capital SATUS (nr RFI 664). Nabycie ich certyfikatów inwestycyjnych nie jest bowiem oferowane w drodze oferty publicznej. Nie są też one dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani ASO.

³⁵² J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 49.

³⁵³ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 24.

³⁵⁴ Zobacz rozdz. 4.3.1 oraz rozdz. 4.4.2 niniejszej pracy.

przez fundusz polityką inwestycyjną oraz „oświadczenie biegłego rewidenta o prawidłowości i zgodności z profilem ryzyka inwestycyjnego i polityką inwestycyjną funduszu inwestycyjnego systemu zarządzania ryzykiem w towarzystwie, przyjętych metod pomiaru i monitorowania ryzyka, wyznaczania całkowitej ekspozycji albo ekspozycji AFI oraz systemu limitów wewnętrznych przyjętego dla funduszu inwestycyjnego”. Wymogi te są bardziej rygorystyczne zarówno od określonych w art. 70s ust. 3 u.f.i., jak i 70zc ust. 2 u.f.i.

Kolejną kwestią w obszarze przedmiotowej kategorii różnic pomiędzy omawianymi rodzajami podmiotów jest wymóg art. 15 ust. 2 w zw. z ust. 1 pkt 4 u.f.i. Przepis ten wymaga bowiem, aby łączna wysokość wpłat do funduszu nie była niższa niż 4 miliony złotych. Wyjątek od tej reguły został jednak przewidziany w ust. 4 w zw. z ust. 1a przytoczonego artykułu, zgodnie z którym w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego, o którym mowa w art. 15 ust. 1a u.f.i., łączną minimalną wysokość wpłat do funduszu oraz sposób zbierania wpłat określa statut tego funduszu. Tym samym, w takim przypadku nie obowiązuje żadna minimalna granica wyznaczenia wysokości rzeczonych wpłat i jest całkowicie uzależniona od postanowień statutu funduszu³⁵⁵. Warto jednak podkreślić, że wyjątek ten dotyczy wyłącznie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, o którym mowa w art. 15 ust. 1a u.f.i., tj. „emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu”. Dotyczy on zatem funduszu, który pozyskuje wkłady na swój kapitał własny w sposób niepubliczny, a nie, jak niektórzy błędnie przyjmują, funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych³⁵⁶. W doktrynie zwraca się uwagę, że nawet użycie w tym kontekście sformułowania „fundusz niepubliczny” jest nieściśle i wysoce nieprecyzyjne³⁵⁷.

Warto w tym miejscu wspomnieć o wymogu kapitałowym odnoszącym się nie tyle do samego funduszu inwestycyjnego, co do jego organu, którym jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Organ ten, przed rozpoczęciem działalności, ma obowiązek posiadać określony w ustawie kapitał początkowy, który zgodnie z art. 49 ust. 1 u.f.i.

³⁵⁵ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 126.

³⁵⁶ Por. A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 247.

³⁵⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 57.

został określony na co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 000 euro³⁵⁸. W odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających na podstawie zezwolenia, ustawodawca wprowadził wymóg bardzo podobny do powyższego. W myśl art. 70n ust. 1 u.f.i. mają oni bowiem obowiązek zgromadzenia kapitału początkowego w wysokości co najmniej wyrażonej w złotych równowartości 125 000 euro, a wewnątrz zarządcy alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi – 300 000 euro. Przepis art. 70o ust. 2 u.f.i. stanowi ponadto, że podmioty te są obowiązane do utrzymywania kapitału własnego na poziomie nie niższym niż ich kapitał początkowy, a jednocześnie, w myśl ust. 1, nie niższym niż „25% różnicy pomiędzy wartością kosztów ogółem a wartością niektórych kosztów zmiennych poniesionych w poprzednim roku obrotowym”³⁵⁹. Należy podkreślić, że powyższy wymóg odnosi się wyłącznie do podmiotów, które wykonują działalność zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną na podstawie zezwolenia, a zatem łączna wartość aktywów znajdujących się w ich zarządzaniu z definicji musi wynosić ponad 100 milionów euro. Biorąc pod uwagę obecne realia rynkowe, powyższe wymogi dotyczące kapitału początkowego należy zatem uznać za niemające praktycznego znaczenia. Warto przy tym podkreślić, że wymóg ten, na mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i., nie odnosi się do zarządzających podlegających wpisowi do rejestru, a tylko podmioty poddane temu właśnie trybowi reglamentacji funkcjonują aktualnie w Polsce³⁶⁰.

Dwoma dodatkowymi wymogami, które nie dotyczą szeroko pojętej struktury alternatywnej spółki inwestycyjnej, są obowiązek zewnętrznego zarządzania funduszem oraz obowiązek posiadania depozytariusza. Pierwszy z nich, w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych, wynika z art. 4 ust. 2 w zw. z art. 2 pkt 3 u.f.i. i stanowi, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które obligatoryjnie musi być spółką akcyjną, jest organem funduszu. Zgodnie z ust. 1, towarzystwo tworzy fundusz inwestycyjny, zarządza nim i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi. Taka konstrukcja, choć dopuszczalna, nie jest bezwzględnie wymagana na gruncie

³⁵⁸ W myśl art. 49 ust. 2 w zw. z art. 45 ust. 2 pkt 1 u.f.i. próg ten jest ponadto podwyższony do wyrażonej w złotych równowartości 730.000 euro dla tych towarzystw funduszy inwestycyjnych, które poza zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi prowadzą również działalność polegającą na zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

³⁵⁹ *Ratio legis* niniejszej regulacji pozostaje takie samo, jak w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych, na które na podstawie art. 50 u.f.i. został przez ustawodawcę nałożony analogiczny wymóg. Zob. rozdz. 1.4.3 b, zawarty w niniejszej pracy.

³⁶⁰ Por. uwagi w rozdz. 6 niniejszej pracy.

alternatywnych spółek inwestycyjnych, które można podzielić na zewnętrznie i wewnętrznie zarządzane. W tym drugim przypadku, alternatywna spółka inwestycyjna i podmiot nią zarządzający są ze sobą tożsame, przez co podmiot ten zarządza niejako samym sobą. Zmniejsza to jednocześnie ewentualne koszty związane z prowadzeniem funduszu i powoduje znaczne ułatwienie organizacyjne. W odniesieniu do depozytariusza, który jest podmiotem niezależnym od zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i jej inwestorów, przechowującym aktywa spółki i prowadzącym ich rejestr, a także, w pewnym zakresie, kontrolującym prawidłowość funkcjonowania owego podmiotu zarządzającego³⁶¹, to obowiązek jego posiadania nie dotyczy zarządzających wpisanych do rejestru³⁶² z uwagi na wyłączenie stosowania do tego rodzaju podmiotów działu IV u.f.i. zgodnie z art. 70zb ust. 4 u.f.i.. Należy przy tym podkreślić, że formalnie żaden przepis ustawy nie zawiera definicji depozytariusza, ale można ją wywnioskować z ogółu obowiązujących regulacji, w szczególności art. 9 ust. 1 u.f.i. oraz art. 10 u.f.i.³⁶³

2.3 Ograniczenia inwestycyjne oraz dodatkowe wymogi

Nie sposób nie zauważyć, że katalog ograniczeń inwestycyjnych nałożonych na fundusze inwestycyjne zamknięte jest niezwykle szeroki i zawiera regulacje o wysokim stopniu złożoności. Omawianie ich należy rozpocząć od dopuszczalnego przedmiotu lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który regulowany jest przez art. 145 ust. 1 u.f.i., gdyż właśnie w odniesieniu do niego ustanowione zostało większość ograniczeń ustawowych. Fundusz inwestycyjny zamknięty może tym samym lokować aktywa w papiery wartościowe, wierzytelności, udziały w sp. z o.o., waluty, instrumenty pochodne (w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne), prawa majątkowe (których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, dopuszczone do obrotu na giełdach towarowych), oraz instrumenty rynku pieniężnego. Należy nadmienić, iż lokowanie aktywów w powyższe aktywa jest możliwe jedynie w przypadku, gdy aktywa te są zbywalne³⁶⁴. Katalog ten należy uzupełnić o treść art. 147 ust. 1 u.f.i., stanowiącego, że przedmiotem lokat

³⁶¹ Zob. rozważania w rozdz. 1.4.1 b niniejszej pracy.

³⁶² M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

³⁶³ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 189.

³⁶⁴ P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 529.

funduszu inwestycyjnego zamkniętego mogą być „własność lub współwłasność nieruchomości gruntowych, budynków i lokali stanowiących odrębne nieruchomości, statków morskich oraz użytkowanie wieczyste”.

Przechodząc do szczegółowych ograniczeń inwestycyjnych, należy zwrócić uwagę na to z nich, które w praktyce przysparza największe trudności funduszom *venture capital* i podobnym podmiotom. Mowa tutaj o art. 145 ust. 3 u.f.i., ustanawiającego jedno z podstawowych ograniczeń lokat funduszu inwestycyjnego zamkniętego³⁶⁵. W myśl owego przepisu, papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot, wierzytelności wobec tego podmiotu i udziały w tym podmiocie nie mogą stanowić łącznie więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. Niewiele zmienia w tej materii liberalizująca go treść ust. 8, stanowiącego, że wskazanego ograniczenia nie stosuje się do „papierów wartościowych emitowanych, poręczonych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, państwa członkowskie, państwa należące do OECD albo międzynarodowe instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska, co najmniej jedno z państw członkowskich lub państw należących do OECD” – czyli m.in. obligacji skarbowych.

Na mocy zawartego w art. 145 ust. 9 u.f.i. odesłania do art. 107 ust. 2-6 u.f.i., do funduszy inwestycyjnych zamkniętych należy ponadto stosować pewne ograniczenia inwestycyjne, dotyczące funduszy inwestycyjnych otwartych. W konsekwencji, fundusz inwestycyjny zamknięty nie może zobowiązywać się do przeniesienia praw, które w chwili zawarcia umowy jeszcze nie zostały przez fundusz nabyte, chyba że ma roszczenie o nabycie takich praw; dokonywać krótkiej sprzedaży; udzielać pożyczek, poręczeń i gwarancji; oraz nabywać papierów wartościowych lub zbywalnych praw majątkowych, reprezentujących prawa do metali szlachetnych. Nie może on ponadto „lokować aktywów w papiery wartościowe i wierzytelności towarzystwa będącego organem tego funduszu lub spółki zarządzającej, która zarządza tym funduszem i prowadzi jego sprawy, ich akcjonariuszy oraz podmiotów będących podmiotami dominującymi lub zależnymi w stosunku do tego towarzystwa lub spółki zarządzającej lub ich akcjonariuszy” oraz zawierać z pewnymi podmiotami umów, których przedmiotem są papiery wartościowe, wierzytelności pieniężne i prawa majątkowe. Czynności te zostały uznane za generujące potencjalne konflikty

³⁶⁵ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1524.

interesów ze strony zarządzających funduszem. Warto jednak nadmienić, że w myśl znowelizowanego art. 107 ust. 5 u.f.i.³⁶⁶, dokonanie wymienionych czynności jest dopuszczalne, jeżeli nie spowoduje ono rzeczowego konfliktu interesów oraz leży w interesie uczestników funduszu³⁶⁷.

Warto również wspomnieć o ograniczeniach inwestycyjnym dotyczących lokat w instrumenty rynku pieniężnego, a także rynku walutowego, będącego jego częścią³⁶⁸. Listy zastawne, które spełniają definicję instrumentów rynku pieniężnego zawartą w art. 2 pkt 21 u.f.i., nie mogą, w myśl art. 145 ust. 4 u.f.i., stanowić więcej niż 25% wartości aktywów funduszu, jeżeli zostały wyemitowane przez jeden bank hipoteczny. Ponadto, depozyty w jednym banku krajowym, banku zagranicznym lub instytucji kredytowej nie mogą stanowić więcej niż 20% aktywów funduszu, z wyłączeniem depozytów przechowywanych przez depozytariusza. Waluta obca jednego państwa lub euro nie może natomiast stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu. Kolejne ograniczenie inwestycyjne, którego fundusze inwestycyjne zamknięte obowiązane są przestrzegać, zostało zamieszczone przez ustawodawcę w art. 146 ust. 1 u.f.i. Przepis ten stanowi, że tego rodzaju podmiot „może lokować nie więcej niż 50% wartości swoich aktywów w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu inwestycyjnego lub w tytuły uczestnictwa emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą”. Możliwe jest jednak niejako ominięcie tego ograniczenia, jeżeli w statucie funduszu inwestycyjnego zamkniętego znajdzie się postanowienie przewidujące lokowanie do 100% aktywów w jeden konkretny fundusz lub instytucję wspólnego inwestowania oraz zostaną spełnione pozostałe przesłanki z art. 146 ust. 2 u.f.i., a do wniosku o udzielenie zezwolenia na utworzenie funduszu dołączone zostaną dodatkowe załączniki, wskazane w ust. 3 przywołanego wyżej artykułu.

Inwestycje w nieruchomości, które dopuszczalne są na podstawie wspomnianego art. 147 ust. 1 u.f.i.³⁶⁹, uzupełniającego katalog dozwolonych lokat funduszu

³⁶⁶ Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach...

³⁶⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 107.

³⁶⁸ P. Szpunar, [w:] red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce. T. 1*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 207.

³⁶⁹ Ustawodawca przyznał funduszom inwestycyjnym zamkniętym znacznie szersze możliwości w zakresie dopuszczalnych lokat funduszu, niż funduszom inwestycyjnym otwartym. Jako *ratio legis* takiego stanu rzeczy wskazuje się umożliwienie funduszom inwestycyjnym zamkniętym dokonywania lokat o mniejszej płynności ze względu na specyfikę samego funduszu. Zob. P. Zawadzka [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 532.

inwestycyjnego zamkniętego wskazany w art. 145 u.f.i.³⁷⁰, również podlegają pewnym obostrzeniom. Zgodnie z art. 148 ust. 1 u.f.i., fundusz inwestycyjny zamknięty może bowiem nabywać wyłącznie „prawa do nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym i niebędących przedmiotem zabezpieczenia lub egzekucji”. Przepis ten *in fine* stanowi ponadto, że „fundusz może nabywać nieruchomości obciążone wyłącznie takimi prawami osób trzecich, których realizacja nie spowoduje ryzyka utraty własności nieruchomości”. W tym zakresie również przewidziany został maksymalny dopuszczalny odsetek aktywów, które mogą zostać ulokowane w tego rodzaju inwestycjach³⁷¹. W myśl art. 148 ust. 4 u.f.i., fundusz inwestycyjny zamknięty nie może bowiem przeznaczyć więcej niż 25% wartości aktywów funduszu na wspomniane inwestycje w nieruchomości i nabycie jednego ze takich przedmiotów lokat. W niniejszym kontekście należy ponadto wspomnieć o treści art. 149 u.f.i., który stanowi, że ów podmiot może ustanawiać obciążenia na wspomnianych nieruchomościach, do których przysługuje mu własność, współwłasność lub użytkowanie wieczyste „o łącznej wysokości nieprzekraczającej 50% wartości aktywów netto funduszu w chwili ustanowienia obciążenia, za zgodą depozytariusza i na warunkach określonych w statucie”. Mimo zatem, że fundusz inwestycyjny zamknięty teoretycznie może inwestować w nieruchomości, zasady dotyczące tychże lokat są stosunkowo surowe i nie pozostawiają zbyt dużej swobody, przez co fundusz potencjalnie może być zmuszony ponieść pewne koszty alternatywne.

W stosunku do alternatywnych spółek inwestycyjnych, zarówno działających na podstawie zezwolenia na wykonywanie działalności, jak i w oparciu o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ustawodawca nie przewidział podobnych obostrzeń³⁷². Możliwe jest natomiast zastrzeżenie pewnych ograniczeń inwestycyjnych przez samą alternatywną spółką inwestycyjną w jej dokumentach wewnętrznych, w tym w polityce inwestycyjnej. KNF stoi jednak na stanowisku, że spółka ta może dokonywać w niej zmian bez konieczności informowania, czy uzyskania akceptacji Komisji, co do treści wprowadzonych modyfikacji³⁷³. Pozostając w tematyce nieruchomości, warto wspomnieć

³⁷⁰ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych...*, s. 147.

³⁷¹ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 187.

³⁷² A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 864.

³⁷³ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych oraz sprawozdawczych przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wpisanymi do rejestru zarządzających (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_wypelniania_obowiazko

o konsekwencjach wykładni samej definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej, która w praktyce może powodować pewne ograniczenia inwestycyjne natury faktycznej. Prawodawca unijny posługuje się bowiem w art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI pojęciem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, którego to wykładnia została zawarta w wytycznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych³⁷⁴. W myśl ust. 13 wytycznych ESMA, pojęciem to może zostać użyte jedynie w stosunku do podmiotu, który nie ma ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, zdefiniowanego w ust. 2 wytycznych. Zgodnie z jego treścią, jest to cel stosowania strategii działalności, który obejmuje prowadzenie działalności handlowej, polegającej na kupnie, sprzedaży i/lub wymianie towarów i artykułów i/lub świadczeniu usług niefinansowych, albo działalności przemysłowej, opartej na produkcji towarów lub budowie nieruchomości.

Jednym z elementów przesądającym o tym, że dany podmiot nie będzie mógł zostać uznany za alternatywną spółką inwestycyjną, jest zatem budowanie przez niego nieruchomości. Zarówno ten, jak i pozostałe z wymienionych rodzajów działalności, można uznać za swoiste ograniczenie inwestycyjne w stosunku do alternatywnych spółek inwestycyjnych. Należy jednak podkreślić, że takie rozumowanie stanowi duże uproszczenie, gdyż w przypadku, gdy dany podmiot prowadzi działalność nakierowaną na ogólny cel handlowy lub przemysłowy, to w istocie nie może on zostać w ogóle zakwalifikowany jako alternatywna spółka inwestycyjna, a więc ściśle rzecz biorąc nie może być mowy o żadnych ograniczeniach inwestycyjnych w tym zakresie. Warto dodać, że polityka inwestycyjna alternatywnej spółki inwestycyjnej może, rzecz jasna, ustanowić dodatkowe ograniczenia inwestycyjne, zarówno co do przedmiotu lokat funduszu, jak i ich procentowego rozkładu na poszczególne kategorie aktywów³⁷⁵. KNF zaznacza przy tym, że rozkład kategorii lokat w portfelu inwestycyjnym alternatywnych spółek inwestycyjnych powinien zmierzać do możliwie maksymalnej redukcji ryzyka inwestycyjnego, biorąc pod uwagę specyfikę danych kategorii aktywów³⁷⁶. Podmioty nimi zarządzające są przy tym związane

w_informacyjnych_oraz_sprawozdawczych_przez_zaradzaj%C4%85cych_ASI_wpisanych_do_rejestru_ASI_64549.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)

³⁷⁴ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI...*

³⁷⁵ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1014.

³⁷⁶ Stanowisko Urzędu KNF z 5.03.2018 r. w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej...

treścią art. 70l oraz 70m u.f.i., które nakazują prowadzić przedmiotową działalność w sposób profesjonalny i rzetelny, zachowując należytą staranność oraz kierując się interesem alternatywnej spółki inwestycyjnej i ich inwestorów, a także przestrzegając zasad uczciwego obrotu³⁷⁷.

Warto ponadto nadmienić, że do funduszy inwestycyjnych zamkniętych zastosowanie znajdują również art. 152 i 153 u.f.i., które dodatkowo ograniczają katalog ich dopuszczalnych inwestycji w zakresie zaciągania zobowiązań, emisji obligacji oraz operacji pożyczkowych i gwarancyjnych³⁷⁸. W myśl art. 152 ust. 1 u.f.i., „fundusz inwestycyjny zamknięty może zaciągać, wyłącznie w bankach krajowych, instytucjach kredytowych lub bankach zagranicznych, pożyczki i kredyty o łącznej wysokości nieprzekraczającej 75% wartości aktywów netto funduszu w chwili zawarcia umowy pożyczki lub kredytu” z zastrzeżeniem ustępu drugiego, który stanowi, że „jeżeli statut funduszu tak stanowi, fundusz inwestycyjny zamknięty, w którym działa zgromadzenie inwestorów, może dokonywać emisji obligacji w wysokości nieprzekraczającej 15% wartości aktywów netto funduszu na dzień poprzedzający dzień podjęcia przez zgromadzenie inwestorów uchwały o emisji obligacji”. Ponadto, w przypadku, gdy fundusz inwestycyjny zamknięty wyemituje wspomniane obligacje, „łączna wartość pożyczek, kredytów oraz emisji obligacji nie może przekraczać 75% wartości aktywów netto funduszu”. Artykuł 153 u.f.i. nakłada natomiast na fundusz inwestycyjny zamknięty ograniczenia wysokości udzielanych pożyczek pieniężnych do wysokości nie wyższej niż 50% wartości aktywów funduszu, z tym, że wysokość pożyczki pieniężnej udzielonej jednemu podmiotowi nie może przekroczyć 20% wartości aktywów funduszu. Poręczenia i gwarancje mogą być zaś udzielane do wysokości nie wyższej niż 50% wartości aktywów funduszu, lecz jednocześnie wysokość poręczenia lub gwarancji udzielanych za zobowiązania jednego podmiotu nie może przekroczyć 20% wartości aktywów funduszu.

Wśród dodatkowych wymogów, niebędących co prawda ograniczeniami odnoszącymi się do samych inwestycji, ale wpływających na swobodę prowadzenia działalności przez fundusz inwestycyjny zamknięty, należy wskazać jeszcze na regulację art. 117 ust. 3 w zw. z art. 15 ust. 1a u.f.i. Jest to konsekwencja przyjęcia, że fundusze *venture capital*, które wybierają prowadzenie działalności w formie

³⁷⁷ A. Nowak [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 863.

³⁷⁸ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 188.

funduszu inwestycyjnego zamkniętego, zazwyczaj oferują swoje certyfikaty inwestycyjne w sposób niepubliczny, tj. wypełniają przesłanki art. 15 ust. 1a u.f.i. W takiej sytuacji, osoby fizyczne mogą nabyć rzeczony certyfikaty inwestycyjne jeżeli dokonają jednorazowo zapisu na certyfikaty o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 tysięcy euro, czyli ponad 150 tysięcy złotych. W odniesieniu do alternatywnych spółek inwestycyjnych nie obowiązuje podobne ograniczenie, co czyni je wehikułem znacznie łatwiej dostępnym dla mniej zamożnych inwestorów. Podmioty te obowiązane są w tym zakresie przestrzegać jedynie ograniczeń wynikających z Kodeksu spółek handlowych.

2.4 Obowiązki informacyjne i sprawozdawcze

Fundusze inwestycyjne zamknięte mają bardzo rozległe obowiązki informacyjne i sprawozdawcze, odnoszące się zarówno do działalności samego funduszu, jak i zarządzającego nim towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Przepis art. 225 ust. 1 u.f.i. wymaga bowiem, aby towarzystwa dostarczały Komisji okresowe sprawozdania oraz bieżące informacje dotyczących ich działalności i sytuacji finansowej. Ich zakres został ujęty niezwykle szeroko w rozporządzeniu Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r.³⁷⁹, do którego delegacja ustawowa została zawarta w art. 225 ust. 3 u.f.i. Wymienienie wszystkich wskazanych tam obowiązków, którymi zostały obciążone towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wydaje się bezcelowe z uwagi na ich obszerność i szczegółowość, lecz warto wyróżnić wśród nich dwie zasadnicze grupy obligatoryjnych sprawozdań okresowych. Są to mianowicie sprawozdania roczne i miesięczne, których zadaniem jest przedstawienie sytuacji finansowej towarzystwa w sposób umożliwiający zestawienie jej w ramach poszczególnych historycznych okresów sprawozdawczych³⁸⁰. Analogiczne, aczkolwiek mniej rygorystyczne obowiązki, zostały przewidziane również w odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi na podstawie ustępu 2a, dodanego do przywołanego artykułu³⁸¹. Dotyczy on jednak

³⁷⁹ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r. w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 1285).

³⁸⁰ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 201.

³⁸¹ Wymogi te zostały dokładnie sprecyzowane w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 6 marca 2018 r. w sprawie okresowych sprawozdań i informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej

wyłącznie podmiotów prowadzących działalność na podstawie zezwolenia. Tym samym zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działający w oparciu o wpis do rejestru, zostali zwolnieni z takiego wymogu³⁸².

Obowiązki informacyjne i sprawozdawcze nałożone na fundusze inwestycyjne zamknięte oraz alternatywne spółki inwestycyjne zostały w zasadzie rozproszone po całej ustawie, jednak podstawowe z nich oraz główne zasady z nimi związane znajdują się w dziale X, a w szczególności w art. 219-224 u.f.i. Pewne obowiązki informacyjne wobec KNF, które zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi obowiązani są wypełniać, można znaleźć poza powyższymi przepisami. Są to mianowicie: zawiadomienie o zamiarze wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu (w formie pisemnej - art. 70f ust. 4 u.f.i.) oraz poinformowanie o istotnych zmianach danych w zawartych w tym zawiadomieniu (art. 70f ust. 10 u.f.i.); poinformowanie o zamiarze zawarcia umowy dotyczącej powierzenia innemu podmiotowi wykonywania czynności zarządzania (art. 70g ust. 3 u.f.i.) oraz o zmianie takiego podmiotu i zawartej z nim umowy, a także zmianach w obszarze innych istotnych dokumentów z tym związanych (nie później niż w terminie 14 dni od dnia powzięcia o nich wiadomości - art. 70g ust. 13 u.f.i.); poinformowanie o niemającym charakteru tymczasowego przekroczeniu progu kapitałowego, właściwego dla zarządzających działających na podstawie zezwolenia (w terminie 30 dni od dnia stwierdzenia przekroczenia - art. 70ze ust. 2 pkt 1 u.f.i.) oraz ewentualne poinformowanie o związanym z tym zaprzestaniu wykonywania działalności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, wskazując datę zaprzestania (art. 70ze ust. 2 pkt 2 lit. b u.f.i.); poinformowanie o zmianie kluczowych danych dotyczących każdej alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zarządza dany podmiot (niezwłocznie - art. 70zd ust. 4 u.f.i.); powiadomienie o planowanej istotnej zmianie warunków, określonych w dokumentach stanowiących załączniki do wniosku o udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego (art. 70v ust. 1 u.f.i.); powiadomienie o każdej alternatywnej spółce inwestycyjnej, którą

zarządzających ASI dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 552), które wydane zostało na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 225 ust. 4 u.f.i.

³⁸² Oprócz licencjonowanych zarządzających, obowiązkiem tym objęte są również podmioty prowadzące działalność na podstawie wpisu do rejestrów tzw. kwalifikowanych zarządzających, tj. EuSEF (*European Social Entrepreneurship Fund*) oraz EuVECA (*European venture capital funds*), regulowanych przez rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 115, str. 1 z późn. zm.).

wnioskodawca zamierza zarządzać (art. 70w ust. 1 u.f.i.); powiadomienie KNF i depozytariusza o wyznaczeniu zewnętrznego podmiotu wyceniającego (niezwłocznie - art. 70h ust. 10 u.f.i.); oraz powiadomienie o zmianach w składzie zarządu lub rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (niezwłocznie - art. 70d ust. 6 u.f.i.). KNF zaznacza przy tym, że powyższe obowiązki powinny być realizowane w formie pisemnej, przy czym nie ma obowiązku stosowania do tego celu żadnych specjalnych formularzy³⁸³.

Obowiązki sprawozdawcze, podobnie jak obowiązki informacyjne, są w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych w znaczny sposób rozbudowane i szczegółowe. Najważniejsze z nich można jednak podzielić na obowiązek cyklicznego sporządzania przez nie rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych, kwartalnych sprawozdań okresowych, oraz raportów bieżących³⁸⁴. Dokładne wymogi, które muszą one spełniać, zostały sprecyzowane w dziale X u.f.i. oraz w przywołanym już rozporządzeniu Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r. Wymienienie ich wszystkich wydaje się nieuzasadnione ze względu na szczegółowość owych regulacji, jednak warto zwrócić uwagę na terminy określone w § 19 i 20 rozporządzenia, określające, kiedy owe dokumenty powinny zostać dostarczone do KNF. Dla sprawozdania rocznego jest to termin 4 miesięcy od zakończenia roku obrotowego, dla sprawozdania półrocznego – 2 miesiące od zakończenia pierwszego półrocza obrotowego, dla sprawozdania kwartalnego – 35 dni od zakończenia kwartału obrotowego, którego dotyczy, a dla raportów bieżących - 4 dni robocze od wystąpienia zdarzenia lub powzięcia informacji o nim przez fundusz. Częstotliwość raportowania przez fundusze inwestycyjne zamknięte danych finansowych związanych z prowadzoną działalnością jest zatem niezwykle wysoka. Warto również dodać, że roczne sprawozdania finansowe funduszy inwestycyjnych zamkniętych powinny być uprzednio zatwierdzone, natomiast półroczne – tylko poddane przeglądowi³⁸⁵.

Obowiązków sprawozdawczych, które nałożone zostały na alternatywne spółki inwestycyjne, jest zdecydowanie mniej, niż w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, przez co możliwe jest omówienie ich bardziej szczegółowo. Są one ponadto znacznie mniej rygorystyczne, szczególnie w odniesieniu do zarządzających

³⁸³ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

³⁸⁴ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 202.

³⁸⁵ *Ibidem*.

alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzącymi działalność na podstawie wpisu do rejestru³⁸⁶. Na mocy wyłączenia stosowania do nich niektórych przepisów ustawy (zamieszczonego w art. 70zb ust. 4 u.f.i.), nie mają do nich zastosowania m.in. art. 70h i 70m u.f.i., które regulują odpowiednio obowiązki związane z cykliczną wyceną aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej i wymogi dotyczące systemu kontroli wewnętrznej podmiotu nią zarządzającego. Zgodnie z art. 70h ust. 1 u.f.i., zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną ma obowiązek dokonywania wyceny jej aktywów i ustalania wartości jej aktywów netto oraz wartości aktywów netto przypadającej na prawo uczestnictwa, z częstotliwością określoną w regulacjach wewnętrznych alternatywnej spółki inwestycyjnej, nie rzadziej jednak niż raz w roku, a także w każdym dniu wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu lub odkupywania praw uczestnictwa tej spółki oraz w przypadku istotnej zmiany wartości jej aktywów³⁸⁷. Wycena aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej obejmuje przy tym jej wszystkie aktywa w całości³⁸⁸ i zgodnie z art. 70h ust. 3 u.f.i., może przeprowadzić ją zarówno zewnętrzny podmiot wyceniający wyznaczony przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, jak i sam podmiot zarządzający, jeżeli „zapewniona jest niezależność przeprowadzania wyceny od zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz rzetelność jej przeprowadzania, a dodatkowo polityka wynagrodzeń ogranicza występowanie konfliktów interesów, w tym wywieranie wpływu na decyzje pracownika”. Należy jednak podkreślić, że powyższe wymogi odnoszą się wyłącznie do zarządzających działających na podstawie zezwolenia, nie zaś do zarządzających podlegających wpisowi do rejestru.

Zarządzający prowadzący działalność w oparciu o wpis do rejestru muszą wypełniać obowiązki sprawozdawcze mając na uwadze w szczególności art. 222c i 222e u.f.i., załącznik IV do rozporządzenia ZAFI oraz rozporządzenia Ministra

³⁸⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

³⁸⁷ Ustawodawca nie sprecyzował, co należy rozumieć przez istotną zmianę wartości jej aktywów, ani jakie powinny być podstawa i tryb jej stwierdzenia. W 74 ust. 2 rozporządzenia ZAFI zostało w tym kontekście użyte odmienne sformułowanie, tj. "za każdym razem, gdy istnieją dowody na to, że ostatnia ustalona wartość nie jest już sprawiedliwa bądź właściwa". W kontekście funduszy *venture capital*, do zaktualizowania się tego obowiązku powinno zatem dojść np. w momencie dokonywania kolejnej transzy inwestycji po wycenie innej, niż pierwotnie ustalona w umowie inwestycyjnej.

³⁸⁸ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 912.

Rozwoju i Finansów z dnia 21 grudnia 2016 r.³⁸⁹ i z dnia 27 grudnia 2016 r.³⁹⁰. Zgodnie z art. 222c ust. 1 u.f.i., zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi sporządzają i przekazują Komisji okresowe sprawozdania finansowe, uwzględniając przy tym art. 110 rozporządzenia ZAFI. Sprawozdania te powinny dotyczyć działalności inwestycyjnej, płynności zarządzania ryzykiem oraz stosowania dźwigni finansowej przez każdą alternatywną spółkę inwestycyjną. W myśl natomiast art. 110 rozporządzenia ZAFI, w sprawozdaniu należy uwzględnić informacje na temat głównych instrumentów, którymi obraca dana alternatywna spółka inwestycyjna, obejmujące zestawienie instrumentów finansowych i pozostałych aktywów, w tym strategii inwestycyjnych oraz stopnia koncentracji inwestycji pod względem geograficznym i sektorowym; informacje na temat rynków, których alternatywna spółka inwestycyjna jest uczestnikiem lub na których dokonuje czynnych transakcji; oraz informacje na temat dywersyfikacji portfela, uwzględniając, ale nie ograniczając się do najważniejszych ekspozycji i koncentracji. Podmioty te są ponadto objęte standardowym wymogiem sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego, które obligatoryjnie musi zostać zbadane przez audytora, gdyż obowiązek taki został przewidziany w art. 64 ust. 1 pkt 2 ustawy o rachunkowości³⁹¹.

KNF podkreśla przy tym, że zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi obowiązani są przekazywać sprawozdania okresowe, o których mowa w art. 110 rozporządzenia ZAFI, w sformalizowany sposób, tj. na formularzach sprawozdawczych przedstawionych w załączniku IV do rozporządzenia ZAFI³⁹². W myśl art. 222e ust. 1 u.f.i., mają oni ponadto obowiązek przekazywania Komisji informacji uzupełniających w stosunku do treści załącznika IV do rozporządzenia ZAFI, w zakresie niezbędnym do monitorowania przez KNF ryzyka systemowego. Szczegółowy zakres owych informacji wyznacza § 3 ust. 1 w zw. z ust. 9 rozporządzenia ZAFI i w przypadku zarządzających podlegających wpisowi do rejestru obejmuje m.in. liczbę i wartość transakcji zawieranych przez poszczególne alternatywne spółki inwestycyjne, geograficzną strukturę lokat według siedziby

³⁸⁹ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 21 grudnia 2016 r. w sprawie uzupełnienia obowiązków informacyjnych zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2016 r. poz. 2097)

³⁹⁰ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 27 grudnia 2016 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 2288).

³⁹¹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 351 z późn. zm.).

³⁹² Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

emitentów, łączną wartość aktywów lokowanych na pięciu głównych rynkach inwestycji, łączną wartość aktywów lokowanych w pięciu głównych kategoriach lokat, oraz kursy wymiany walut i wartość aktywów poszczególnych alternatywnych spółek inwestycyjnych. Należy dodać, że zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów, przekazywanie owych informacji następuje drogą teletransmisji za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), zarządzanego przez KNF, w postaci plików o specjalnym formacie (tj. XML, zgodnych z wymaganymi schematami XSD).

Zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzący działalność na podstawie wpisu do rejestru, w myśl art. 5 ust. 5 rozporządzenia ZAFI, mają obowiązek przekazywania Komisji wspomnianych sprawozdań okresowych z roczną częstotliwością. Nie ma zatem do nich zastosowania obowiązek sporządzania raportów bieżących, kwartalnych, ani półrocznych, które obowiązują fundusze inwestycyjne zamknięte. Dokładne warunki i tryb sporządzania i przekazywania sprawozdań finansowych przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi zebrane zostały w wytycznych ESMA dotyczących obowiązków sprawozdawczych³⁹³. KNF apeluje jednak, aby pamiętać, że zgodnie z art. 110 ust. 1 rozporządzenia ZAFI, termin na złożenie rocznego sprawozdania alternatywnej spółki inwestycyjnej upływa 31 stycznia po zakończeniu danego roku obrotowego³⁹⁴. Przepis ten stanowi bowiem, że przedmiotowe informacje należy przekazać jak najszybciej i nie później niż w terminie jednego miesiąca od zakończenia wspomnianego, rocznego okresu³⁹⁵. Widać zatem, że obowiązki sprawozdawcze rejestrowanych alternatywnych spółek inwestycyjnych nie należą do dolegliwych. Należy zauważyć, że tak krótki, miesięczny termin na przekazanie sprawozdania, jest jednak ewenementem na tle obowiązków innych rodzajów funduszy regulowanych przez u.f.i. Warto ponadto nadmienić, że alternatywne spółki inwestycyjne działające na podstawie zezwolenia mają obowiązek składania przedmiotowych sprawozdań finansowych z większą częstotliwością³⁹⁶.

³⁹³ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne dotyczące obowiązków sprawozdawczych na podstawie art. 3 ust.3 lit. d) oraz art.24 ust.1, 2 i. 4 dyrektywy w sprawie ZAFI* z dn. 8.08.2014 r., ESMA/2014/869PL, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_pl_cor.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

³⁹⁴ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

³⁹⁵ Jeżeli alternatywna spółka inwestycyjna jest funduszem funduszy, możliwe jest przedłużenie tego terminu o okres dodatkowych 15 dni.

³⁹⁶ W myśl art. 110 ust. 3 rozporządzenia ZAFI, powinno to nastąpić raz na pół roku, lub nawet raz na kwartał – w zależności od łącznej wartości zarządzanych aktywów.

2.5 Koszty związane z prowadzeniem działalności

Porównując zagadnienie kosztów rozpoczęcia działalności przez fundusz inwestycyjny zamknięty i alternatywną spółkę inwestycyjną, także można łatwo zauważyć, że w przypadku pierwszego z wymienionych rodzajów podmiotów są one nieporównywalnie bardziej dolegliwe, tj. wyższe. Wszelkie opłaty rejestracyjne w przedmiotowym zakresie reguluje art. 236 u.f.i. Przepis art. 236 ust. 1a pkt 2 u.f.i. stanowi, że w przypadku, gdy towarzystwo funduszy inwestycyjnych ubiega się o zezwolenie na zarządzanie alternatywnym funduszem inwestycyjnym (tj. również funduszem inwestycyjnym zamkniętym) jednocześnie z wykonywaniem działalności przez samo towarzystwo, „udzielenie obu tych zezwoleń podlega jednej opłacie w wysokości nie większej niż równowartość w złotych 4500 euro”. W przypadku zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi analogiczna opłata wynosi niecałą połowę z tej kwoty – zgodnie bowiem z art. 236 ust. 1c u.f.i., „wpis zarządzającego ASI do rejestru zarządzających ASI podlega opłacie w wysokości nie większej niż równowartość w złotych 2000 euro”. Warto zaznaczyć, że opłata w wysokości 4500 euro jest tym samym maksymalną, jaka przewidziana została w ustawie dla wszelkiego rodzaju podmiotów w tym zakresie³⁹⁷. W doktrynie wskazuje się ponadto, że powyższy przepis stanowi konsekwencję zasady pokrywania przez uczestników obrotu kosztów działalności KNF i urzędu KNF³⁹⁸. Powodem takiego stanu rzeczy jest art. 19a u.n.r.f., zgodnie z którym koszty działalności tych instytucji pokrywane mają być z wpłat wnoszonych przez podmioty nadzorowane przez KNF, w tym art. 17 u.n.r.f.³⁹⁹, do której odesłanie znajduje się w art. 236 ust. 3 u.f.i.

Poza powyższymi jednorazowymi kosztami, towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi obowiązani są ponadto do uiszczania dodatkowych, cyklicznych opłat. Mowa tutaj o regulacjach art. 236 ust. 2a, 2e i 2f u.f.i., które mają analogiczną treść, odnosząc się odpowiednio do towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Podmioty te obowiązane są do wnoszenia rocznej opłaty ustalonej na podstawie średniej rocznej wartości aktywów, w wysokości nie wyższej niż iloczyn średniej rocznej

³⁹⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, LexisNexis 2013, s. 212.

³⁹⁸ A. Michór [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 93.

³⁹⁹ T. Sójka (red.), *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym komentarz*, Lexis Nexis 2011, s. 118

wartości aktywów oraz stawki nieprzekraczającej 0,008%, jednak nie mniejszej niż równowartość w złotych 750 euro. We wszystkich powyższych przypadkach średnią roczną wartość aktywów wylicza się na podstawie wartości aktywów wszystkich funduszy inwestycyjnych lub alternatywnych spółek inwestycyjnych zarządzanych przez dany podmiot, ustalonej na ostatni dzień każdego miesiąca danego roku kalendarzowego, na podstawie danych wykazywanych w sprawozdaniach przekazywanych Komisji. Warto przy tym wspomnieć, że na podstawie art. 216 ust. 2g u.f.i., zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzący działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających obowiązani są do wnoszenia opłaty rocznej w wysokości równowartości w złotych 750 euro, niezależnie od sumy zarządzanych przez nich aktywów.

Mimo, iż powyższe przepisy, odnoszące się do opłaty rocznej towarzystwa funduszy inwestycyjnych i licencjonowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi mają formalnie analogiczną treść zarówno w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jak i do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, uiszczane przez nie kwoty będą w praktyce istotnie się różniły. Średnia suma aktywów ogółem dla towarzystw funduszy inwestycyjnych, działających w Polsce w 2018 roku wyniosła bowiem 6,46 miliarda złotych⁴⁰⁰. Różnica pomiędzy wartością aktywów poszczególnych podmiotów była wprawdzie znaczna, bo trzy największe z nich posiadały kolejno 53,44 miliarda złotych aktywów (Ipopema TFI), 35,59 miliarda złotych aktywów (PKO TFI) i 19,79 miliarda złotych aktywów (TFI PZU), a najmniejszy z nich – tylko 0,02 milarda złotych aktywów (czyli 20 milionów złotych – Corum TFI). Gdyby zatem wszystkie z ok. 60 działających w 2018 roku towarzystw funduszy inwestycyjnych zarządzały wyłącznie funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, opłata roczna, którą byłyby obowiązane wносить wynosiłaby średnio ok. 516 tysięcy złotych.

W przypadku funduszy *venture capital* działających w Polsce, średnia wartość aktywów w zarządzaniu w 2018 roku wynosiła natomiast ok. 84 miliony złotych (19,6 miliona euro)⁴⁰¹, a mediana – ok. 40 milionów złotych (9,3 miliona euro)⁴⁰².

⁴⁰⁰ Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport Roczny 2018*, IZFiA 2019, <https://www.izfa.pl/download/pobierz/raport-roczny-izfia-2018> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁰¹ J. Krysztofiaś-Szopa, M. Wisłowska, Michał K., *The Golden Book...*, s. 15 - stan na marzec 2019. R.

⁴⁰² *Ibidem*.

Gdyby zatem prowadziły one działalność w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych, musiałyby uiścić opłatę roczną w wysokości znacznie mniejszej, bo wynoszącej ok. 3-7 tysięcy złotych. Należy ponadto pamiętać, że z uwagi na obowiązek zewnętrznego zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych⁴⁰³, struktura ta generuje dodatkowe koszty w porównaniu do wewnętrznego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną. Obszerniejsze obowiązki raportowe i bardziej sformalizowany charakter organizacyjny prowadzonej przez fundusz inwestycyjny zamknięty działalności również przekłada się na wzmożone koszty jej prowadzenia, a w przypadku podmiotów nastawionych na osiągnięcie zysku, w tym funduszy *venture capital*, jest to niewątpliwie kwestia o doniosłym znaczeniu.

2.6 Podsumowanie

Przeprowadzone porównanie wykonywania działalności przez fundusze *venture capital* w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej i funduszu inwestycyjnego zamkniętego wykazało istotne przewagi przemawiające na korzyść pierwszej ze wskazanych form prawnych. Alternatywna spółka inwestycyjna może być zatem nie tylko alternatywą dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego, ale biorąc pod uwagę aktualne regulacje prawne, należy ją uznać za optymalną strukturę dla prowadzenia tego typu działalności, zarówno z perspektywy zarządzających, jak i inwestorów funduszu. Prawdliwość owej tezy jest widoczna niemal na każdym etapie funkcjonowania obu rodzajów wspomnianych podmiotów.

Już na etapie rejestracji obu struktur można zobaczyć znaczące wady funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Reglamentacja prowadzenia działalności w tej formie prawnej co do zasady opiera się bowiem na mechanizmie tzw. podwójnego zezwolenia, gdyż licencjonowane jest zarówno funkcjonowanie samego funduszu, jak i zarządzającego nim towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁴⁰⁴. Ponadto, przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nakładają na fundusze inwestycyjne zamknięte wymóg dołączenia do

⁴⁰³ Zob. uwagi w rozdz. 1.4.1 a, zawartym w niniejszej pracy.

⁴⁰⁴ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 124. Jedyne wyjątek w tym zakresie został zawarty w art. 15 ust. 1a u.f.i., który stanowi, że utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego „emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu”, nie wymaga uzyskania zezwolenia. Konieczne jest jednak zawiadomienie KNF przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych o utworzeniu funduszu.

wniosku o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu obszernego zbioru załączników, z których wiele nie jest wymaganych przy rejestracji zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, nawet działających na podstawie zezwolenia. Są to m.in. prospekt informacyjny funduszu, oświadczenie firmy audytorskiej dotyczące metod i zasad wyceny aktywów funduszu oraz oświadczenie biegłego rewidenta dotyczące systemu zarządzania ryzykiem. Podobnie rozbudowany jest katalog elementów stanowiących minimalną treść statutu FIZ, który nie obowiązuje alternatywnych spółek inwestycyjnych. W tym zakresie warto również dodać, że KNF podkreśla, iż dokonywanie zmian w dokumentach wewnętrznych alternatywnych spółek inwestycyjnych po dokonaniu wpisu do rejestru „nie wymaga informowania, czy uzyskania akceptacji Komisji, co do treści wprowadzonych zmian”⁴⁰⁵.

Wśród najbardziej doniosłych różnic pomiędzy wymogami dotyczącymi konstrukcji alternatywnych spółek inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych zamkniętych można wskazać bezwzględny obowiązek zewnętrznego zarządzania i posiadania depozytariusza w ramach drugiej z wymienionych struktur. Fundusze inwestycyjne zamknięte muszą być bowiem zarządzane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, będące organem funduszu. Taki wymóg nie obowiązuje rzecz jasna w stosunku do wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy zarządzają niejako samym sobą. Fundusz inwestycyjny zamknięty musi ponadto posiadać depozytariusza, co nie jest wymagane w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych działających na podstawie wpisu do rejestru. Kolejną przewagą prowadzenia działalności w tytułowej formie prawnej w porównaniu do funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest wymóg art. 15 ust. 2 w zw. z ust. 1 pkt 4 u.f.i., który, co do zasady, wymaga aby łączna wysokość wpłat do drugiego z wymienionych rodzajów podmiotów nie była niższa niż 4 miliony złotych⁴⁰⁶. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzające funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi muszą ponadto posiadać kapitał początkowy wynoszący co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 tysięcy euro, a w pewnych przypadkach nawet 730 tysięcy euro. Podobny wymóg dotyczy zewnętrźnie i wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi

⁴⁰⁵ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

⁴⁰⁶ Podobnie jak w przypadku obowiązku uzyskania zezwolenia na utworzenie funduszu, wyjątek od tej reguły również stanowią podmioty określone w art. 15 ust. 1a u.f.i. – na mocy odesłania z art. 15 ust. 4 u.f.i. W takim przypadku łączną minimalną wysokość wpłat do funduszu oraz sposób zbierania wpłat określa statut funduszu.

prowadzących działalność na podstawie zezwolenia, którzy mają obowiązek zgromadzić odpowiednio co najmniej równowartość w złotych 125 tysięcy euro lub 300 tysięcy euro. Do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających w oparciu o wpis do rejestru nie został przewidziany żaden analogiczny obowiązek.

Fundusze inwestycyjne zamknięte są ponadto związane licznymi ograniczeniami inwestycyjnymi, w tym regulacją art. 145 ust. 3 u.f.i., ustanawiającą podstawowe z nich⁴⁰⁷, które w praktyce przysparza najwięcej problemów funduszom *venture capital* działających w takiej formie prawnej z uwagi na zakaz inwestowania więcej niż 20% wartości aktywów funduszu w jedną spółkę portfelową. Wśród pozostałych ograniczeń inwestycyjnych można wymienić m.in. zakaz lokowania więcej niż 20% wartości aktywów w depozyty w jednym banku krajowym, banku zagranicznym lub instytucji kredytowej, zakaz lokowania więcej niż 20% wartości aktywów w walutę obcą jednego państwa lub w euro, zakaz lokowania więcej niż 50% wartości aktywów w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu inwestycyjnego lub w tytuły uczestnictwa emitowane przez jedną instytucję wspólnego inwestowania, mającą siedzibę za granicą, a także zakaz lokowania łącznie więcej niż 25% wartości aktywów w nabycie prawa własności, udziały we współwłasności nieruchomości i statków morskich oraz prawo użytkowania wieczystego. W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamkniętych obowiązuje ponadto próg minimalnego zaangażowania osób fizycznych, które zgodnie z art. 117 ust. 3 w zw. z art. 15 ust. 1a u.f.i. mogą nabyć certyfikaty inwestycyjne funduszu jeżeli dokonają jednorazowo zapisu na certyfikaty o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro. Ustawodawca nie przewidział natomiast żadnych ograniczeń inwestycyjnych w stosunku do alternatywnych spółek inwestycyjnych, chociaż wykładnia przesłanki „ogólnego celu handlowego lub przemysłowego” prezentowana w wytycznych ESMA może stanowić pewnego rodzaju substytut takiego ograniczenia⁴⁰⁸.

Fundusze inwestycyjne zamknięte obarczone są nie tylko nieporównywalnie większą ilością obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych niż alternatywne spółki inwestycyjne, ale ponadto towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzające pierwszym z wymienionych rodzajów podmiotów musi wykonywać obowiązki raportowe wobec KNF, m.in. sporządzać sprawozdania roczne i miesięczne.

⁴⁰⁷ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1527.

⁴⁰⁸ Por. wykładnię art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI w ust. 13 w zw. z ust. 2 wytycznych ESMA.

Podobny obowiązek dotyczy licencjonowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, lecz nie obejmuje rejestrowanych zarządzających⁴⁰⁹. Fundusze inwestycyjne zamknięte muszą m.in. sporządzać sprawozdania roczne, półroczne, kwartalne i raporty bieżące⁴¹⁰. Jedynym dodatkowym obowiązkiem w tym zakresie, dotyczącym zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających w oparciu o wpis do rejestru, jest natomiast przekazywanie KNF sprawozdania okresowego, które w myśl art. 5 ust. 5 rozporządzenia ZAFI, powinno być sporządzane raz do roku. Zgodnie z art. 222e ust. 1 u.f.i., jego przekazanie odbywa się w sformalizowany sposób, tj. na formularzach sprawozdawczych, stanowiących załącznik IV do rozporządzenia ZAFI, a informacje je uzupełniające powinny zostać przesłane do KNF drogą teletransmisji za pośrednictwem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI)⁴¹¹. Należy jednak krytycznie ocenić regulację art. 110 ust. 1 rozporządzenia ZAFI, która wymaga, aby sprawozdania okresowe alternatywnych spółek inwestycyjnych były przekazywane nie później niż w terminie jednego miesiąca od zakończenia roku obrotowego, tj. przed 31 stycznia. Jest to tym samym najkrótszy termin na tego rodzaju obowiązek sprawozdawczy wśród wszystkich podmiotów regulowanych przywoływaną ustawą.

Koszty związane z prowadzeniem funduszu, które w działalności tego rodzaju są kwestią o zasadniczym znaczeniu, również pozostają wyższe w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych – nie tylko w odniesieniu do jednorazowej opłaty rejestracyjnej, ale także w zakresie cyklicznych opłat rocznych, które podmioty te obowiązane są uiszczać⁴¹². Wszystkie pozostałe, omówione wyżej obszary porównania, również wykazały znaczną przewagę alternatywnych spółek inwestycyjnych w stosunku do funduszy inwestycyjnych zamkniętych w zakresie wielkości i ilości swobód, a także łatwości prowadzenia w tej formie prawnej działalności przez fundusze *venture capital*. Potwierdza to również KNF, podkreślając, że zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi są nadzorowani w sposób ograniczony, mający na celu przede wszystkim identyfikację

⁴⁰⁹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

⁴¹⁰ M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 202.

⁴¹¹ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

⁴¹² Na podstawie formuły zawartej w art. 236 ust. 2a u.f.i. można ją oszacować na ok. 516 tysięcy złotych rocznie, gdyż średnia wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce wynosi ok. 6,46 miliarda złotych. Zob. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, Raport Roczny 2018, IZFiA 2019, <https://www.izfa.pl/download/pobierz/raport-roczny-izfia-2018>, (dostęp: 15.02.2020 r.).

potencjalnych ryzyk systemowych generowanych przez ogół zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁴¹³. Ponadto, podmioty wpisane do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nie mają obowiązków sprawozdawczych, które umożliwiłyby Komisji sprawowanie bieżącego nadzoru nad sposobem prowadzenia przez nie działalności w takim zakresie, w jakim możliwe jest to choćby w odniesieniu do zarządzających prowadzących działalność na podstawie zezwolenia⁴¹⁴.

⁴¹³ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru...

⁴¹⁴ *Ibidem*.

Rozdział 3. Funkcjonowanie funduszy *venture capital* w ujęciu prawnoporównawczym

3.1 Wprowadzenie

Omówienie regulacji dotyczących funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w innych prawodawstwach wydaje się być uzasadnione nie tylko w kontekście możliwości oceny przepisów obowiązujących w Polsce, dotyczących tej problematyki, ale również, aby odpowiedzieć sobie na pytanie, czy z perspektywy polskich podmiotów gospodarczych warto rozważyć stworzenie transgranicznych struktur prawnych w celu wykonywania takiej działalności. Z uwagi na zharmonizowanie przedmiotowej problematyki przez prawodawcę unijnego w drodze wprowadzenia dyrektywy ZAFI oraz rozporządzenia ZAFI, porównanie regulacji prawnych występujących w poszczególnych państwach Unii Europejskiej w zakresie reglamentacji publicznoprawnej tytułowej tematyki co do zasady nie powinno wykazać istotnych różnic. Z tego względu, niniejszy rozdział o charakterze prawnoporównawczym dotyczyć będzie nie tylko omówienia ewentualnych odrębności regulacyjnych odnoszących się do zagranicznych odpowiedników zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ale także samego ekosystemu *venture capital* w poszczególnych państwach, wraz ze wskazaniem potencjalnych korzyści i strat związanych z poddaniem się tamtejszym regulacjom, oraz dopuszczalnych struktur prawnych prowadzenia w nich działalności o takim charakterze.

Analiza poszczególnych prawodawstw zostanie rozpoczęta od stosunkowo niekonwencjonalnego wyboru, a mianowicie od Luksemburga. Jest to bowiem państwo, w którym zarejestrowanych jest aktualnie prawie 15 tysięcy funduszy inwestycyjnych o łącznej wartości aktywów netto pod zarządzaniem wynoszącej ok. 18 bilionów złotych (ponad 4,6 biliona dolarów)⁴¹⁵. Podobnie liczne jest grono tamtejszych alternatywnych funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy *venture capital*⁴¹⁶. W dalszej

⁴¹⁵ Na drugim miejscu znajduje się Irlandia, posiadająca niewiele ponad połowę z aktywów netto Luksemburga, tj. 10,5 biliona złotych (2,7 biliona dolarów). Zob. Investment Company Institute Fact book, a Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry, 59th edition, 2019, s. 256-258, <https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴¹⁶ K. Perez, G. Borowski, *Ewolucja regulacji prawnych i zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, Studia BAS 2018, nr 53, s.92.

części rozdziału omówione zostanie kolejno prawodawstwo Niemiec, Francji i Wielkiej Brytanii, jako typowe, a zarazem reprezentatywne państwa, z uwagi na ich przynależność do prawnych kręgów kulturowych o odmiennych korzeniach. Niemcy należą bowiem do kręgu kultury germańskiej, a Francja - do kręgu kultury romańskiej⁴¹⁷. Wielka Brytania zaliczana jest natomiast do krajów o tradycji *common law* i należy do anglosaskiego kręgu kulturowego. W ten sposób zaprezentowane porównanie będzie miało szansę być wystarczająco przekrojowe. W niniejszym rozdziale nie mogło też zabraknąć Stanów Zjednoczonych, które uznawane są za kolebkę inwestycji *venture capital* i od dekad, aż po dziś dzień, pozostają największym na świecie centrum funkcjonowania funduszy VC⁴¹⁸. Obowiązujące tam regulacje prawne oraz uwarunkowania tamtejszego rynku *venture capital* zostały jednak omówione jako ostatnie, bezpośrednio po Wielkiej Brytanii, gdyż oba te państwa łączą wspólne korzenie i tradycja *common law*.

Mając na uwadze cel niniejszych rozważań komparatystycznych, opisany został głównie podstawowy zakres regulacji, dotyczących omawianej problematyki, nie zagłębiając się nadmiernie w szczegółowe normy prawne poszczególnych państw. W miejscach, gdzie wydało się to wskazane, posłużono się ponadto w sposób incydentalny nawiązaniem do historycznych aspektów omawianych zagadnień. Środek ciężkości położono jednak na ogólny zarys ekosystemu *venture capital* i towarzyszące mu przepisy prawa we wskazanych krajach Europy i na świecie. Omówienie przepisów innych państw w sposób nader szczegółowy mogłoby zaburzyć klarowność różnic pomiędzy poszczególnymi prawodawstwami oraz negatywnie wpłynąć na kompozycję niniejszej pracy, która skupiona jest w szczególności na analizie funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej na terytorium Polski.

3.2 Regulacje dotyczące funduszy *venture capital* w prawie luksemburskim

Instytucją, która prowadzi w Luksemburgu nadzór nad rynkiem kapitałowym, w tym nad funduszami *venture capital*, jest Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Zajmuje się ona m.in. staniem na straży przestrzegania przez

⁴¹⁷ B. Banaszek, *Główne kultury prawne współczesnego świata*, Warszawa 1995, s.14

⁴¹⁸ U. Hege, F. Palomino, A. Schwienbacher, *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*, Finance 2009/1, Vol. 30, s. 7; R. Płókarz, *Globalne rynki finansowe*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2013, s.278.

podmioty gospodarcze regulacji aktu prawnego o randze ustawowej z dnia 12 lipca 2013 roku⁴¹⁹, w którym wdrożone zostały przepisy dyrektywy ZAFI do luksemburskiego porządku prawnego. Istnieje przynajmniej kilka powodów wzmożonej atrakcyjności luksemburskiego rynku w ciągu ostatnich lat wśród funduszy inwestycyjnych i alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Jako najważniejsze z nich wymienia się m.in. możliwość ustrukturyzowania funduszu *venture capital* jako wyjątkowo korzystną ze względów organizacyjnych i podatkowych tzw. prostą spółkę komandytową (*société en commandite simple* - SCS), specjalną spółkę komandytową (*société en commandite spéciale* – SCSp) lub specjalnie przeznaczoną dla inwestycji VC *société d'investissement à capital risque* (SICAR)⁴²⁰. Istotną zachętą są również regulacje w zakresie ochrony inwestorów pasywnych oraz luksemburskie przepisy prawa podatkowego⁴²¹.

3.2.1 Rynek *venture capital*

Pomimo, że w Luksemburgu zarejestrowanych jest aktualnie prawie 15 tysięcy funduszy inwestycyjnych o łącznej wartości aktywów netto pod zarządzaniem wynoszącej ok. 18 bilionów złotych (ponad 4,6 biliona dolarów)⁴²², a podobnie liczne jest również grono tamtejszych alternatywnych funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy *venture capital*⁴²³, to sam wolumen tamtejszych inwestycji o charakterze VC jest jednak niezmiernie niski. W 2018 r. łączna wartość wszystkich przeprowadzonych tam transakcji *venture capital* i *private equity* wyniosła bowiem zaledwie 0,2% PKB Luksemburga⁴²⁴. Ta statystyka pokazuje jednoznacznie, że mimo ogromnej popularności zakładania funduszy na terytorium Luksemburga, rejestrowane tam podmioty nie prowadzą jednak faktycznej działalności inwestycyjnej na lokalnym rynku, a mają raczej charakter tzw. spółek specjalnego przeznaczenia (*special purpose*

⁴¹⁹ Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers – transposing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (Mémorial a n° 119 of 15 July 2013).

⁴²⁰ F Mausen, P. Myners, P. Mischo, J. Six, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019, s. 153.

⁴²¹ *Ibidem*.

⁴²² Investment Company Institute Fact book, *A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry 59th edition*, 2019, s. 256-258, <https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴²³ K. Perez, G. Borowski, *Ewolucja regulacji...*, s.92.

⁴²⁴ Invest Europe, *2018 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics*, IE 2019, s. 18. Ze wszystkich państw europejskich niżej uplasowała się tylko Rumunia, Grecja i Ukraina. Zob. European Investment Bank, *Investment Report 2017/2018 - from recovery to sustainable growth*, EIB 2018, s. 214.

vehicle - SPV⁴²⁵). Ich funkcjonowanie wiąże się z istotnymi korzyściami dla osób zainteresowanych, przez co przewiduje się, że opisany powyżej trend utrzyma się, a nawet nabierze jeszcze większych rozmiarów⁴²⁶.

Wśród najczęściej wymienianych potencjalnych korzyści, mogących stanowić zachętę dla inwestorów, zarówno miejscowych, jak i zagranicznych, do rejestrowania funduszy *venture capital* właśnie na terenie Wielkiego Księstwa Luksemburga, należy niewątpliwie fakt, iż tamtejsze struktury prawne są już powszechnie znane wśród najbardziej wpływowych inwestorów i uchodzą niejako za prestiżowe⁴²⁷. Najlepsze fundusze *venture capital* działające w Polsce, tj. Market One Capital, TDJ Pitango i Innovation Nest, zdają się potwierdzać tę prawidłowość, gdyż wszystkie one są zarejestrowane jako AIFM właśnie w rejestrze prowadzonym przez luksemburski organ nadzoru⁴²⁸. Dodatkową zaletą jest też niewątpliwie sąsiedztwo wysoko rozwiniętych rynków Europy Zachodniej, tj. Niemiec, Francji i Belgii⁴²⁹, a także liberalne regulacje z zakresu prawa podatkowego, dotyczące najczęściej wybieranych przez fundusze *venture capital* form prowadzenia działalności gospodarczej⁴³⁰.

Nie sposób nie zauważyć, że mimo wielu korzyści, które mogą wynikać z prowadzenia funduszu *venture capital* zarejestrowanego w Luksemburgu, taki wybór wiąże się również z ewentualnymi niedogodnościami. Po pierwsze, zgodnie z danymi Eurostatu, przeciętny poziom cen dóbr i usług na terenie Luksemburga wyniósł w 2018 roku 127% ze średniej obliczonej dla wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej⁴³¹. Warto przy tym zauważyć, że analogiczne ceny w Polsce wyniosły 57% ze średniej europejskiej⁴³². Oznacza to, że choćby koszty usług prawnych, jakie polskie podmioty muszą ponieść w związku z obsługą działalności funduszu zarejestrowanego w Luksemburgu będą średnio ponad dwa razy wyższe niż w Polsce, przez co

⁴²⁵ G. B. Gorton, N. S. Souleles, *Special Purpose Vehicles and Securitization*, University of Chicago Press 2007, ISBN: 0-226-09285-2, s. 555.

⁴²⁶ S. Dörry, *Strategic nodes in investment fund global production networks: The example of the financial centre Luxembourg*, *Journal of Economic Geography*, Vol. 15, s. 797.

⁴²⁷ C. Hofmann, C. Niedner, G. Dusemon, *Luxembourg fund structures: a very modern toolbox*, *The Lawyer* 2016, Vol. 31, No. 3, s. 9.

⁴²⁸ Zob. rozdz. 6.3 niniejszej pracy.

⁴²⁹ A. Thévenart [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1, s. 276.

⁴³⁰ Zob. uwagi w rozdz. 3.2.3 niniejszej pracy.

⁴³¹ Eurostat, *Purchasing power parities (PPPs), price level indices and real expenditures for ESA 2010 aggregates*, Eurostat 2019, https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=en (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴³² *Ibidem*.

w konsekwencji może się okazać, że potencjalne korzyści związane z prowadzeniem tam działalności spowodują w istocie powstanie strat finansowych po stronie funduszu.

3.2.2 Dopuszczalne struktury prawne

Wśród dopuszczalnych struktur prawnych dla wehikulu inwestycyjnego zarejestrowanego w Luksemburgu znajdują się: *société anonyme* (SA), *société à responsabilité limitée* (Sàrl), *société en commandite par actions* (SCA), *société en commandite simple* (SCS), *société en commandite speciale* (SCSp) oraz *société cooperative organisée comme une société anonyme* (SCoSA). Wszystkie z wymienionych, oprócz SCSp, posiadają osobowość prawną. Można dodatkowo wskazać dwie dopuszczalne formy funduszy inwestycyjnych w Luksemburgu, tj. fundusz typu kontraktowego, pozbawiony osobowości prawnej (*fonds commun de placement* - FCP) oraz spółkę inwestycyjną dwóch rodzajów – ze zmiennym kapitałem (*société d'investissement à capital variable* - SICAV) oraz ze stałym kapitałem (*société d'investissement à capital fixe* - SICAF).

Jak już zasygnalizowano we wstępie do niniejszego rozdziału, dostępna jest jeszcze jedna forma prawna dla wehikulu inwestycyjnego przeznaczonego do dokonywania inwestycji *venture capital*. Mowa tutaj o *société d'investissement à capital risque* (SICAR). Jej funkcjonowanie reguluje art. 7a luksemburskiej ustawy z 15 czerwca 2004 r.⁴³³ oraz rozporządzenie wykonawcze wydane przez Commission de Surveillance du Secteur Financier w tej samej dacie⁴³⁴. Do wykonywania działalności w tej formie prawnej konieczne jest spełnienie dwóch zasadniczych przesłanek, będących zarazem definicją inwestycji *venture capital*, przyjętą przez CSSF⁴³⁵, tj. wysokie ryzyko inwestycji oraz zamiar rozwijania spółki będącej przedmiotem inwestycji. Wybierając formę prawną SICAR, należy założyć jedną ze wspomnianych wyżej pięciu spółek prawa handlowego, które posiadają osobowość prawną, tj. SA, Sàrl, SCA, SCS lub SCoSA. Podmiot o statusie SICAR nie może tym

⁴³³ Law of 15 June 2004 relating to the Investment company in risk capital ("SICAR") and amending the law of 4 December 1967 on income tax, the law of 16 October 1934 on wealth tax, the law of 1 December 1936 on business tax, the law of 12 February 1979 on value added tax, the law of 20 December 2002 relating to undertakings for collective investment (Mém. a 2004, No. 95).

⁴³⁴ CSSF Regulation N° 15-08 of 15 June 2004 laying down detailed rules for the application of Article 7a of the law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital (SICAR) as regards the requirements in relation to the management of conflicts of interest for SICARs which are not referred to in the specific provisions of Part II of that law (Mémorial a – No 3 of 13 January 2016).

⁴³⁵ Circular CSSF 06/241 - Concept of risk capital under the Law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital (SICAR).

samym działać jako tzw. specjalna spółka komandytowa - *société en commandite speciale*, która uchodzi powszechnie za najbardziej atrakcyjną z organizacyjnoprawnego oraz podatkowego punktu widzenia⁴³⁶.

W praktyce zatem podmioty, które planują rozpoczęcie działalności inwestycyjnej o charakterze *venture capital* w Luksemburgu, muszą podjąć decyzję o wyborze pomiędzy SICAR, a SCSp. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że wybór ten zdaje się nie należeć do łatwych, gdyż dane statystyczne pokazują, że liczba działalności prowadzonych w obu tych formach prawnych jest prawie równa. Na początku 2018 r. podmiotów funkcjonujących jako SCSp było tylko nieznacznie więcej, tj. ok. 1750, natomiast działających jako SICAR – ok. 1500⁴³⁷. Jako niewątpliwego atutu SCSp wskazuje się brak możliwości zaspokojenia się z majątku spółki przez wierzycieli jej wspólników, zarówno *general partners*, jak i *limited partners*⁴³⁸. Wydaje się zatem, że intencja luksemburskiego regulatora, aby SICAR był typem spółki wykorzystywanej przez znakomitą większość funduszy *venture capital* nie do końca została zrealizowana pomyślnie. W doktrynie zaznacza się, że SCSp ma bardzo podobną strukturę do anglosaksońskiego *limited partnership*, a także do struktury o takiej samej nazwie, zakładanej na Kajmanach⁴³⁹. Luksemburska prosta spółka komandytowa, tj. SCS, ma natomiast przypominać szkocki *limited partnership* oraz taką samą strukturę zakładaną w USA w stanie Delaware⁴⁴⁰.

3.2.3 Odrębności regulacyjne

Przyglądając się odrębnościom regulacji obowiązujących w Luksemburgu w stosunku do pozostałych państw członkowskich Unii Europejskiej w zakresie objętym dyrektywą ZAFI oraz rozporządzeniem ZAFI, można zauważyć, że w praktyce wszystkie najistotniejsze przepisy zostały wdrożone do porządku prawnego Wielkiego Księstwa Luksemburga bez modyfikacji ich pierwotnej treści zakładanej w dyrektywie. Wspomniane regulacje zostały bowiem zaimplementowane do luksemburskiego aktu prawnego o randze ustawowej z dnia 12 lipca 2013 roku⁴⁴¹, zmieniającego ustawę,

⁴³⁶ F. Mausen, P. Myners, P. Mischo, J. Six, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity*..., s. 157.

⁴³⁷ KPMG, *Luxembourg Investment Vehicles: an overview of the legal and regulatory requirements*, KPMG 2018, s. 2, <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/lu/pdf/luxembourg-regulated-investment-vehicles-2018.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴³⁸ C. Hofmann, C. Niedner, G. Dusemon, *Luxembourg fund structures*..., s. 9.

⁴³⁹ A. Thévenart [w:] *The International*..., s. 276.

⁴⁴⁰ F. Mausen, P. Myners, P. Mischo, J. Six, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review*..., s. 157.

⁴⁴¹ Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers – transposing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers

która pierwotnie uchwalona została 10 sierpnia 1915 r. Największe odrębności regulacyjne, które można wskazać, stanowiące jednocześnie istotną zachętę dla podmiotów rozważających zarejestrowanie swojej struktury prawnej w Luksemburgu, dotyczą przepisów prawa podatkowego⁴⁴².

Z prawnopodatkowego punktu widzenia, dla prowadzenia przedmiotowej działalności wydaje się być specjalna spółka komandytowa - *société en commandite speciale*. Prowadzenie działalności w formie SCSp pozwala bowiem na odroczenie podatku dochodowego od osób prawnych aż do momentu wypłaty zysku⁴⁴³. Ponadto, zarówno SCSp, jak i SCS, są w Luksemburgu transparentne podatkowo, przez co ich wspólnicy obciążeni są wyłącznie podatkiem dochodowym od osób fizycznych. Nic więc dziwnego, że wiele podmiotów decyduje się na zarejestrowanie swojej działalności w Luksemburgu, choćby w funkcji SPV. Z dostępnych w Polsce struktur prawnych nadających się dla inwestycji *venture capital*, tylko spółka komandytowa jest bowiem transparentna podatkowa, jednak w przeciwieństwie do luksemburskiej SCSp, nie zabezpiecza ona majątku samej spółki w sposób bezwzględny⁴⁴⁴.

3.3 Regulacje dotyczące funduszy *venture capital* w prawie niemieckim

Niemcy były jednym z państw, które najszybciej zaimplementowały do swojego krajowego porządku prawnego wymogi wyszczególnione w dyrektywie ZAFI⁴⁴⁵. Podobnie jak Luksemburg, były też jednym z nielicznych państw, które zdążyły zrobić to przed upływem terminu wskazanego w art. 66 dyrektywy, tj. przed 22 lipca 2013 r. w przeciwieństwie do Luksemburga, niektóre regulacje wprowadzone w tym zakresie w Niemczech odbiegają od treści wzorcowo zaproponowanej przez organy prawodawcze Unii Europejskiej. Wszystkie one

and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (Mémorial a n° 119 of 15 July 2013).

⁴⁴² S. Dörry, *Strategic nodes in investment fund...*, s 797.

⁴⁴³ Podobne rozwiązanie funkcjonowało w Polsce do końca 2013 r. w odniesieniu do spółek komandytowo-akcyjnych, tj. do czasu wejścia w życie ustawy z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku tonażowym (Dz. U. poz. 1387). Przed ową nowelizacją podatnikami podatku dochodowego byli akcjonariusze S.K.A., a nie sama spółka. Mieli oni obowiązek uiszczenia podatku dopiero w momencie wypłaty im dywidendy, a dopóki to nie następowało, dopóty nie było w ogóle obowiązku zapłaty podatku dochodowego od zrealizowanych zysków.

⁴⁴⁴ W myśl art. 62 § 1 w zw. z art. 103 § 1 k.s.h., w czasie trwania spółki wierzyciel wspólnika może bowiem uzyskać zajęcie praw służących wspólnikowi z tytułu udziału w spółce, którymi wspólnikowi wolno rozporządzać. Ponadto, wierzyciel wspólnika może wypowiedzieć umowę spółki na podstawie art. 58 § 1 w zw. z art. 103 § 1 k.s.h.

⁴⁴⁵ Zob. zestawienie dat transpozycji dyrektywy ZAFI przez poszczególne państwa, dostępne w oficjalnej witrynie internetowej UE, na której gromadzone są akty prawne europejskiego: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/NIM/?uri=CELEX:32011L0061> (dostęp: 15.02.2020 r.).

zostały zawarte w niemieckim kodeksie inwestycyjnym, tj. Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB)⁴⁴⁶, do którego w dniu 10 lipca 2013 r. wdrożona została dyrektywa ZAFI. Instytucją federalnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym w Niemczech, w tym nadzorującą podmioty działające w formie AIFM, jest Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

3.3.1 Rynek *venture capital*

W ciągu ostatnich lat niemiecki rynek *venture capital* dynamicznie się rozwija. W kontraście do 7 miliardów złotych (1,6 miliarda euro) zainwestowanego łącznie kapitału w 2013 roku w ramach transakcji typu *venture capital*, analogiczna wartość w 2018 roku wyniosła bowiem 19 miliardów złotych (4,4 miliarda euro)⁴⁴⁷. Ten pięcioletni okres przyniósł zatem prawie trzykrotny wzrost kwoty tego rodzaju inwestycji. Niemcy uplasowały się tym samym w 2018 r. w rankingu państw o największym rynku *venture capital* na drugim miejscu w całej Europie, zaraz po Wielkiej Brytanii⁴⁴⁸. Z dziesięciu największych transakcji *venture capital*, które miały miejsce w Europie w 2018 roku, aż cztery zostały przeprowadzone przez niemieckie fundusze VC, w tym również największa z nich, opiewająca na kwotę ok. 2 miliardów złotych (460 milionów euro)⁴⁴⁹. W przeciwieństwie do prawidłowości dotyczącej rynku luksemburskiego, należy zatem stwierdzić, że fundusze *venture capital* mieszczące się w Niemczech co do zasady prowadzą rzeczywistą działalność inwestycyjną, nabywając udziały w spółkach portfelowych.

Jedną z korzyści związanych z zarejestrowania przedmiotowej działalności w Niemczech jest stabilność tamtejszego rynku i systemu gospodarczego. Niemcy posiadają bowiem najwyższy ranking kredytowy według wszystkich trzech największych agencji ratingowych, tj. Standard & Poor's (S&P), Moody's, and Fitch

⁴⁴⁶ Zob. niemiecką ustawę zmieniającą, tj. Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz - AIFM-UmsG), Bundesgesetzblatt Teil 1 (BGB 1, Zahl: 35) vom 10.07.2013

⁴⁴⁷ PitchBook, *2018 Annual European Venture Annual Report*, PB 2019, s. 8, https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2018_Annual_European_Venture_Report.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁴⁸ Dealroom, *2018 full year report: Annual European Venture Capital Report*, dealroom.co 2019, s. 11, <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2019/02/Dealroom-2018-vFINAL.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁴⁹ Największa z transakcji, w spółkę Auto1 Group miała wartość 460 milionów euro, przy wycenie przedsiębiorstwa na 3 miliardy euro. Kolejno były NuCom Group, About You i BioNTech, z kwotą inwestycji odpowiednio 450 milionów euro (wycena 1,8 miliarda euro), 300 milionów euro (wycena 1 miliard euro) i 225 milionów euro (wycena 1,6 miliarda euro). Zob. Dealroom, *2018 full year report...*, s. 8 (dostęp: 15.02.2020 r.).

Group. We wszystkich z nich posiadają ocenę AAA z perspektywą stabilną⁴⁵⁰. Wysoki poziom rozwoju niemieckiego rynku potwierdza również znalezienie się tego państwa w gronie kilku, które najszybciej wdrożyły do swojego krajowego systemu prawnego dyrektywę ZAFI. W przeciwieństwie do Luksemburga, zarejestrowanie swojej działalności, szczególnie prowadzonej w celu prowadzenia inwestycji *venture capital*, wiąże się z jednak pewnymi niedogodnościami prawnopodatkowymi, mogącymi wygenerować istotne koszty alternatywne. Tamtejsze regulacje, zarówno odnoszące się do transparentności podatkowej podatki spółek, opłaty za zarządzanie funduszem, oraz opłaty *carried interest*⁴⁵¹ oraz przesłanek ustanowienia zakładu, wydają się być niekorzystne dla potencjalnych zainteresowanych choćby wpisem do rejestru AIFM prowadzonego przez BaFin⁴⁵².

3.3.2 Dopuszczalne struktury prawne

Niemieckie regulacje nie oferują aż tylu rodzajów struktur prawnych, ile przewidzianych zostało w prawie luksemburskim. Niemniej jednak, z uwagi na wysoką jakość oraz stabilność prawa niemieckiego, niewątpliwie mogą one być uznane za warte rozważenia i poznania przez osoby potencjalnie zainteresowane prowadzeniem tam funduszu inwestycyjnego lub alternatywnego funduszu inwestycyjnego, w tym przeznaczonego do inwestycji *venture capital*. Większość funduszy VC tworzonych jest w formie niemieckiego odpowiednika polskiej spółki komandytowej, tj. *Kommanditgesellschaft* (KG), w której podobnie jak w Polsce, występują dwa rodzaje wspólników – posiadający ograniczoną i nieograniczoną odpowiedzialność⁴⁵³. W KG, funkcję analogiczną do polskiego komplementariusza pełni zazwyczaj niemiecki odpowiednik polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, tj. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH)⁴⁵⁴.

Wyraźnie widać, że obecnie stosowane w Niemczech struktury prawne dla inwestycji *venture capital* do złudzenia przypominają rozwiązania funkcjonujące w Polsce. Przed implementacją do niemieckiego porządku prawnego dyrektywy ZAFI

⁴⁵⁰ Zob. m.in. *rating* Niemiec na oficjalnej stronie internetowej Standard and Poor's Global Ratings, https://www.standardandpoors.com/en_EU/web/ratings/germany (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁵¹ Zob. M. Kleinschmidt, *Venture Capital...*, s. 76.

⁴⁵² F. Von der Planitz, N. Bär, M. Wilkowski, *The Private Equity Review - Edition 8: Germany*, The Law Reviews 2019, s. 2.

⁴⁵³ R. Eyben, *A quick guide to VC investment in Germany*, Los Angeles and San Francisco Daily Journal, 3 sierpnia 2017, s. 1.

⁴⁵⁴ *Ibidem*.

sytuacja wyglądała jednak nieco inaczej. Tylko dwie formy prowadzenia funduszu *venture capital* były bowiem wtedy regulowane, tj. spółka przeznaczona do inwestycji kapitałowych *Unternehmensbeteiligungsgesellschaften* (UBGn), funkcjonująca na podstawie niemieckiej ustawy o inwestycjach kapitałowych *Unternehmensbeteiligungsgesetz*⁴⁵⁵ (UBGG) oraz specjalna spółka do inwestycji *venture capital*, regulowana przez uchyloną 24 grudnia 2013 roku ustawę *Wagniskapitalbeteiligungsgesetz*⁴⁵⁶ (WKBG). Druga z wymienionych struktur prawnych została zniesiona na skutek wprowadzenia do niemieckiego porządku prawnego regulacji z zakresu AIFM.

Dla funkcjonowania jako UBGn, która w dalszym ciągu czasami pojawia się w praktyce, konieczne jest spełnienie przez dany podmiot kilku podstawowych przesłanek określonych w ustawie. Podmiot taki musi prowadzić działalność nakierowaną na nabywanie, zbywanie akcji spółek oraz przechowywanie ich, zgodnie z definicją określoną w § 1a ust. 3 (niem. *Begriffsbestimmungen*) UBGG. Wymagana jest ponadto, aby podmiot ten miał swoją siedzibę na terytorium Republiki Federacji Niemiec, posiadał minimalny kapitał zakładowy w wysokości 1 miliona euro oraz nie nabywał więcej niż 49% udziałów spółek portfelowych⁴⁵⁷.

W niemieckiej doktrynie prawniczej z zakresu *venture capital* podkreśla się, że tamtejsze fundusze VC najczęściej inwestują w modelu koinwestycyjnym⁴⁵⁸, tj. przeprowadzając transakcję we współpracy z innymi inwestorami, zarówno lokalnymi, jak i zagranicznymi⁴⁵⁹. Podaje się, że najczęściej jest to łącznie grupa ok. 20-30 koinwestorów, dzięki czemu możliwe jest pozyskanie przez daną spółkę większej kwoty finansowania, która często jest nieodzowna dla jej prawidłowego funkcjonowania i osiągnięcia odpowiedniego poziomu konkurencyjności rynkowej⁴⁶⁰.

⁴⁵⁵ Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2765), das zuletzt durch Artikel 24 Absatz 20 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist.

⁴⁵⁶ Wagniskapitalbeteiligungsgesetz vom 18.12.2013 (BGBl. I S. 4318) m.W.v. 24.12.2013

⁴⁵⁷ C. Schatz [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1, s. 111.

⁴⁵⁸ M. Kleinschmidt, *Venture Capital...*, s. 63.

⁴⁵⁹ C. Mayer, K. J. L. Schoors, Y. Yafeh, *Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK*, *Journal of Corporate Finance* 2003, Vol. 11, s. 591.

⁴⁶⁰ *Ibidem*.

3.3.3 Odrębności regulacyjne

W doktrynie prawa Unii Europejskiej funkcjonuje obrazowe anglojęzyczne pojęcie o nazwie *gold plating*, oznaczające wyjście przez prawodawcę danego państwa członkowskiego UE poza ramy wyznaczone przez obowiązkowy zakres regulowany daną dyrektywą wspólnotową, tj. niejako nadgorliwe „ozłocenie” regulacji unijnych⁴⁶¹. Należy zaznaczyć, że w myśl art. 288 ust. 3 TFUE zabieg ten jest dopuszczalny, gdyż przepis ten pozwala państwom członkowskim decydować o środkach i formie, w jakiej wykonają one swoje obowiązki prawodawcze, osiągając przy tym rezultat założony przez regulatora unijnego. Podobnie jak miało to już miejsce w wielu wcześniejszych przypadkach transpozycji przepisów wspólnotowych w Niemczech⁴⁶², i tym razem, tj. na gruncie regulacji z zakresu dyrektywy ZAFI, niektóre zagadnienia znalazły w prawie niemieckim bardziej rygorystyczne odzwierciedlenie, niż było to konieczne w ocenie prawodawcy unijnego.

Jednym z przykładów takiego „pozłocenia” przez niemieckiego prawodawcę regulacji dyrektywy ZAFI są przepisy znajdujące się w podrozdziale drugim rozdziału trzeciego, zawartego w dziale drugim KAGB, tj. § 80 - § 90. Depozytariusz AIFM został bowiem zobowiązany do pełnienia dodatkowych funkcji w stosunku do wymaganego zakresu obowiązków zawartych w dyrektywie ZAFI⁴⁶³. Jedną z największych modyfikacji dotyczy również alternatywnych funduszy inwestycyjnych, zarówno z Unii Europejskiej, jak i spoza niej, którymi zarządzają podmioty zarejestrowane poza granicami UE. Muszą one bowiem spełnić dodatkowe wymogi w stosunku do dyrektywy ZAFI, aby mogły wprowadzić alternatywny fundusz inwestycyjny do obrotu na terytorium Republiki Federacji Niemiec⁴⁶⁴. Wymogi te obejmują m.in. potwierdzenie rejestracji podmiotu poza obszarem UE, a także tzw. zasadę wzajemności, zgodnie z którą prawo państwa siedziby tegoż podmiotu nie może

⁴⁶¹ J.H. Jans & L. Squintani with A. Aragão, R. Macrory and B.W. Wegener, ‘*Gold plating*’ of *European Environmental Measures*?, 2009, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1485386 (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁶² T. Kuhn, *Überschießende Umsetzung bei mindest- und vollharmonisierenden Richtlinien: Einheitliche oder gespaltene Anwendung?* EuR 2015, s. 216-238

⁴⁶³ C. Schatz [w:] *The International...*, s. 123.

⁴⁶⁴ T. Jutzi, C. Feuz, MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre - Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen, Weblaw 2016, s. 41.

nakładać żadnych surowszych wymogów wobec działalności alternatywnych funduszy inwestycyjnych na jego terenie, niż prawo niemiecki⁴⁶⁵.

W kontekście funduszy *venture capital*, działających w Niemczech jako AIFM, należy również wspomnieć o tamtejszych relatywnie surowych regulacjach podatkowych. Fundusze VC nie są tam bowiem uznawane za podmioty transparentne podatkowo, co oznacza, że nie muszą odprowadzać podatek zarówno od zysków spółki, jak i ich wypłat na poziomie wspólników⁴⁶⁶. Spośród alternatywnych funduszy inwestycyjnych jedynie fundusze otwarte mogą zostać zakwalifikowane jako transparentne podatkowo, spełniając przesłanki wskazane w § 1b niemieckiej ustawy dotyczącej podatku od inwestycji kapitałowych (*Investmentsteuergesetz*). Jeżeli nie zostaną one spełnione, podmiot uznawany jest za spółkę inwestycyjną (*Investitionsgesellschaft*) i podlega ogólnym regulacjom prawa podatkowe, będąc obowiązany uiszczać ok. 15% ze swoich dochodów. Wyraźnie więc widać, że choćby z tego powodu znacznie bardziej liberalne pozostają regulacje obowiązujące w Luksemburgu, czy nawet w Polsce.

3.4 Regulacje dotyczące funduszy *venture capital* w prawie francuskim

Pomimo, że Francja zaimplementowała dyrektywę ZAFI do swojego porządku prawnego dopiero 25 lipca 2013 roku, czyli trzy dni po terminie dopuszczonym przez prawodawcę unijnego, uczyniła to jednak znacznie wcześniej niż Polska⁴⁶⁷. Regulacje te zostały wprowadzone w drodze rozporządzenia⁴⁶⁸ oraz uzupełniającego go dekretu⁴⁶⁹. Francuskie regulacje przewidują przy tym zarówno odpowiednik polskich zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, działających na podstawie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jak i działających na podstawie zezwolenia na wykonywanie takiej działalności. Są one

⁴⁶⁵ Zasada wzajemności jest na obecną chwilę w tym kontekście spełniona przez Wielką Brytanię i Luksemburg, a nie spełniona przez Francję, Austrię, Danię i Holandię. T. Jutzi, C. Feuz, MiFID II, AIFMD..., s. 42.

⁴⁶⁶ F. von der Planits, N. Bar, M. Wilkowski, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019, s. 83.

⁴⁶⁷ Dyrektywa ZAFI została w Polsce wdrożona w ramach ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 4 maja 2016 poz. 615) i weszła w życie 4 czerwca 2016 roku.

⁴⁶⁸ Ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 27 juillet 2013).

⁴⁶⁹ Décret no 2013-687 du 25 juillet 2013 pris pour l'application de l'ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 30 juillet 2013).

nazywane odpowiednio AIF *de facto* i AIF *de iure*⁴⁷⁰. Warto jednak zauważyć, że na początku 2018 roku we Francji działało ponad 900 alternatywnych funduszy inwestycyjnych⁴⁷¹, czyli ok. 7 razy więcej niż w Polsce. Podobnie jak na naszym rodzimym rynku, były to jednak w przeważającej większości podmioty, których łączna wartość aktywów w zarządzaniu nie przekraczała progu kapitałowego przewidzianego w dyrektywie ZAFI - około 73% ze wszystkich alternatywnych funduszy inwestycyjnych stanowiły wspomniane AIF *de facto*⁴⁷². Instytucją sprawującą nadzór nad francuskim rynkiem kapitałowym jest Autorité des marchés financiers (AMF).

3.4.1 Rynek *venture capital*

Francja posiada dobrze rozwinięty rynek funduszy *venture capital*, znajdujący się w czołówce europejskich rankingów. Pod względem łącznej wartości wszystkich przeprowadzonych inwestycji tego typu w 2018 roku, znalazła się ona na trzecim miejscu wśród wszystkich państw w Europie, zaraz po Wielkiej Brytanii i Niemczech, z kwotą opiewającą na 16 miliardów złotych (3,8 miliarda euro)⁴⁷³. Jedną z dziesięciu największych transakcji przeprowadzonych w 2018 roku miała też miejsce właśnie we Francji, tj. runda na etapie *growth* w spółkę Voodoo w kwocie prawie 800 milionów złotych (200 milionów dolarów)⁴⁷⁴. Nie ma zatem wątpliwości, że Francja, podobnie jak Niemcy, jest miejscem faktycznej działalności funduszy *venture capital*, a nie tylko ich rejestracji dla prawnorachunkowych celów poprzez zakładanie SPV, jak ma to miejsce chociażby w przypadku Luksemburga⁴⁷⁵.

Z perspektywy podmiotów rozważających rozpoczęcie lub ekspansję działalności o charakterze *venture capital*, istotną zaletą francuskiego rynku VC może być stosunkowo łatwa dostępność finansowania dla tego rodzaju przedsięwzięć. We Francji działa bowiem m.in. Banque Publique d'Investissement France (BPI France), będący bankiem, który zarządza publicznymi aktywami

⁴⁷⁰ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition, Global Legal Group 2019*, ISBN: 978-1-912509-91-1, s. 103.

⁴⁷¹ Autorité des marchés financiers, C. Le Moign, K. Siempis, *First results from AIF reporting*, AMF France 2019, s. 5.

⁴⁷² *Ibidem*, s. 6.

⁴⁷³ Dealroom, *2018 full year report: Annual European Venture Capital Report...*

⁴⁷⁴ *Ibidem*, s. 8.

⁴⁷⁵ Por. rozdz. 3.2.1 niniejszej pracy.

i inwestuje je również w fundusze *venture capital* i *private equity*⁴⁷⁶. Zgodnie z informacjami przedstawianymi przez bank, wsparł on już ponad 400 podmiotów, z czego ponad połowa w dalszym ciągu funkcjonuje i zarządza aktywami o wartości prawie 40 miliardów złotych (9 miliardów euro). Ponadto, podobną działalność wykonuje we Francji także Europejski Fundusz Inwestycyjny (European Investment FUND – EIF)⁴⁷⁷, który jest instytucją Unii Europejskiej i wprawdzie ma siedzibę w Luksemburgu, ale obszar jego oddziaływania obejmuje większość państw europejskich. Rozważając działalność transgraniczną opartą o zarejestrowanie jej na terenie Francji, należy jednak mieć na uwadze ewentualne przeszkody z tym związane. Pomijając kwestie języka, który rzecz jasna może stanowić pewną przeszkodą dla prowadzenia tam profesjonalnej działalności inwestycyjnej⁴⁷⁸, pojawiają się również inne zagadnienia. Z uwagi bowiem na fakt, iż na francuskim rynku funduszy *venture capital* w praktyce istnieje aktualnie nadpodaż finansowania VC, przez co zarówno konkurencja na rynku transakcji w spółki portfelowe jest ogromna, jak i w obszarze *fundraisingu* samych funduszy *venture capital*⁴⁷⁹.

3.4.2 Dopuszczalne struktury prawne

Do struktur prawnych, które mogą posłużyć do prowadzenia funduszu *venture capital* we Francji należą fundusze wspólnego inwestowania (fr. *fonds communs de placement* - FCP), specjalne spółki o ograniczonej odpowiedzialności (La société de libre partenariat - SLP) oraz spółki inwestycyjne o zmiennym kapitale (*sociétés d'investissement à capital variable* – SICAV), występujące w formie publicznej spółki o ograniczonej odpowiedzialności (*société anonyme* – SA) oraz uproszczonej spółki o ograniczonej odpowiedzialności (*société par actions simplifiée* – SAS). Warto nadmienić, iż pierwsza z wymienionych, tj. FCP, nie posiada osobowości prawnej, przez co zawsze musi być zarządzana przez francuski odpowiednik polskiego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Pozostałe

⁴⁷⁶ J. Lantz, J. Sahut, F. Teulon, *Capital risque industriel et innovation technologique*, Dans *Gestion* 2000 2011/4, Vol. 28, s. 107.

⁴⁷⁷ *Ibidem*.

⁴⁷⁸ Niektórzy przedstawiciele doktryny przyznają, że niechęć wśród Francuzów do posługiwania się językiem angielskim może przekładać się na pewne bariery w rozwoju tamtejszej branży *venture capital*. Zob. J. Sahut, A. Mnejja, *How Well Does Venture Capital Perform in France*, *International Journal of Business* 2011, Vol. 16, s. 174.

⁴⁷⁹ B. Guilhon, S. Montchaud, *Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes: problématique et enjeux*, *Revue internationale P.M.E.* 2012, s. 64.

z wymienionych, mogą natomiast zarządzać niejako samą sobą, a zatem prowadzić działalność o charakterze zbliżonym do polskich wewnątrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁴⁸⁰.

Dopuszczalne jest ponadto prowadzenie działalności w jednej z dwóch form funduszy, tj. profesjonalny fundusz inwestycyjny (*fonds professionnel de capital investissement* - FPCI) i profesjonalny fundusz specjalistyczny (*fonds professionnel spécialisé* - FPS), które przed implementacją dyrektywy ZAFI nosiły odpowiednio nazwy FCPR *allégé* i FCPR *contractuel*. Można zauważyć istotne podobieństwa pomiędzy francuskimi i luksemburskimi strukturami w zakresie ich nazw z uwagi na fakt, iż jednym z trzech obowiązujących w Luksemburgu języków urzędowych jest w istocie język francuski. We francuskiej doktrynie wskazuje się, że najczęstszą formą prowadzenia działalności o charakterze *venture capital* jest SA oraz SAS⁴⁸¹.

3.4.3 Odrębności regulacyjne

Dyrektywa ZAFI została wdrożona przez francuskiego prawodawcę do dwóch aktów prawnych, a mianowicie do rozporządzenia⁴⁸² i uzupełniającego go dekretu⁴⁸³. Implementacja ta miała miejsce kilka dni po Niemczech i Luksemburgu, które w przeciwieństwie do Francji, dokonały jej jeszcze przed upływem terminu przewidzianego w art. 66 dyrektywy. W doktrynie wskazuje się jednak, że francuskie regulacje w przedmiotowym zakresie należą do najbardziej rygorystycznych w Europie, zawierając wiele przepisów, które można zakwalifikować do wspomnianej wyżej grupy *gold plating*. Można wśród nich wskazać chociażby generujący dodatkowe koszty wymóg przeprowadzenia audytu każdego alternatywnego funduszu inwestycyjnego pochodzącego spoza Unii Europejskiej, który zamierza inwestować we Francji⁴⁸⁴, a także obowiązek przestrzegania dodatkowych wymogów w zakresie transparentności w przypadku wprowadzania alternatywnego funduszu inwestycyjnego do obrotu na francuskim rynku w ramach oferty prywatnej⁴⁸⁵.

⁴⁸⁰ Zob. rozdz. 5.2.2 niniejszej pracy.

⁴⁸¹ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International...*, s. 103.

⁴⁸² Ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 27 juillet 2013).

⁴⁸³ Décret no 2013-687 du 25 juillet 2013 pris pour l'application de l'ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 30 juillet 2013).

⁴⁸⁴ Ernst and Young, *AIFMD: the road to implementation: Analysis of results*, EY 2013, s. 7.

⁴⁸⁵ *Ibidem*, s. 4.

Wymogi te są w praktyce tożsame z obowiązującymi w sytuacji wprowadzania alternatywnego funduszu inwestycyjnego do obrotu w ramach oferty publicznej.

Wskazane wyżej odrębności regulacyjne zostały zidentyfikowane łącznie przez europejskie Stowarzyszenie Zarządzających Inwestycjami Alternatywnymi (Alternative Investment Management Association - AIMA) we współpracy z firmą doradcą Ernst and Young. Obie instytucje uznały francuskie regulacje za wyjątkowo restrykcyjne na tle pozostałych państw członkowskich UE. Francuski prawodawca nałożył ponadto na podmioty funkcjonujące jako AIFM wysokie opłaty za wprowadzanie alternatywnego funduszu inwestycyjnego do obrotu. Wynoszą one bowiem prawie 10 tysięcy złotych rocznie (2 tysiące euro) i muszą być uiszczane corocznie, jeżeli dany fundusz działa w strukturze holdingowej⁴⁸⁶. Dodatkowo, we Francji obowiązywał ponadto wymóg zatrudnienia francuskiego agenta transferowego przez zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi spoza UE i EOG, który zamierzali prowadzić działalność na terenie Francji⁴⁸⁷. Został on jednak zniesiony w czerwcu 2015, po intensywnych naciskach ze strony uczestników rynku⁴⁸⁸. Warto również wspomnieć, że przepisy francuskiego prawa podatkowego w przedmiotowym zakresie również nie należą do liberalnych. Prowadząc działalność o charakterze *venture capital* można wprawdzie skorzystać z pewnego zwolnienia podatkowego, jednak ma ono ograniczoną użyteczność. Podmioty działające jako FPCI lub FPS mogą bowiem zostać zwolnione z podatku dochodowego od osób prawnych, jeżeli po nabyciu udziałów w danej spółce zachowają je przez okres 5 lat⁴⁸⁹. Należy zaznaczyć, że jest to wymóg surowszy nawet niż ten obowiązujący w Polsce.

3.5 Regulacje dotyczące funduszy *venture capital* w prawie brytyjskim

Wielka Brytania od lat jest największym europejskim centrum inwestycji VC. Działają w niej aktualnie 924 fundusze *venture capital* i *private equity*, czyli ponad jedna czwarta ze wszystkich 3518 aktywnych w całej Europie⁴⁹⁰. Na pierwszy rzut oka może dziwić fakt, że liczba podmiotów wpisanych do brytyjskiego odpowiednika

⁴⁸⁶ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International...*, s. 106.

⁴⁸⁷ S. Sims, P. Brandt, G. Norman, *AIFMD passport: Europe must try harder*, *Journal of Investment Compliance* 2016, s. 32.

⁴⁸⁸ *Ibidem*, s. 37.

⁴⁸⁹ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International...*, s. 107.

⁴⁹⁰ Global Alternatives Report, *Global PE&VC...*, s. 34.

rejestrze zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi jest niewiele większa, niż w Polsce, gdyż wynosi tylko 291⁴⁹¹. Warto jednak podkreślić, że zgodnie z dyrektywą ZAFI, tą formą reglamentacji objęci są tylko ci z zarządzających, których łączna wartość aktywów w zarządzaniu nie przekracza 100 milionów euro (500 milionów, jeżeli żadna z alternatywnych spółek inwestycyjnych nie stosuje dźwigni finansowej)⁴⁹². Zestawiając przytoczoną regulację ze statystyką stanowiącą, że aktualnie tylko 49% ze wszystkich funduszy *venture capital* działających w Wielkiej Brytanii zarządza aktywami o wartości mniejszej niż 100 milionów euro⁴⁹³, liczba podmiotów wpisanych do brytyjskiego odpowiednika rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nabiera głębszego sensu. Wielka Brytania uważana jest za jedno z najlepszych państw na świecie dla funkcjonowania funduszu *venture capital*, nie tylko ze względu na ogólny kształt tamtejszego ekosystemu, ale także z uwagi na całość otoczenia regulacyjnego.

3.5.1 Rynek *venture capital* i potencjalne skutki *Brexitu*

Jak już wspomniano, spośród wszystkich państw europejskich, to właśnie Wielka Brytania jest niejako uważana za stolicę branży *venture capital*. Spośród wszystkich 2781 transakcji VC przeprowadzonych w 2018 r. w całej Europie, opiewających na kwotę 85 miliardów złotych (22 miliardy dolarów), aż 841 transakcji (o wartości 32 miliardów złotych, tj. 8,3 miliarda dolarów) odbyło się na terenie Wielkiej Brytanii⁴⁹⁴. Zarówno pod względem ilości, jak i wartości, jest to zatem ponad 30% z ogółu europejskich transakcji. Dwie największe transakcje, które w 2018 roku miały miejsce na terytorium Wielkiej Brytanii były inwestycjami w spółki z sektora finansowego i opiewały na taką samą kwotę, tj. ok. 1 miliard złotych (250 milionów dolarów). Pierwsza ze spółek, które otrzymały finansowanie, to popularny Revolut, wyceniany dla potrzeb wspomnianej transakcji na 6,6 miliarda złotych (1,7 miliarda

⁴⁹¹ Financial Conduct Authority, *Register of Small Registered UK AIFMs*, <https://www.fca.org.uk/publication/systems-information/aifmd-small-register.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.). W Polsce zarejestrowanych jest aktualnie 129 podmiotów o analogicznym statusie. Zob. rozdz. 6.2 niniejszej pracy.

⁴⁹² Zob. rozdz. 5.4 niniejszej pracy.

⁴⁹³ J. D. Rowley, *There Are More VC Funds Than Ever, But Capital Concentrates At The Top*, *Crunchbase News 2019*, <https://news.crunchbase.com/news/there-are-more-vc-funds-than-ever-but-capital-concentrates-at-the-top/> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁹⁴ Global Alternatives Report, *Global PE&VC...*, s. 34.

dolarów)⁴⁹⁵. Druga spółka działa natomiast pod nazwą Greensill i jej wycena opiewała na 6,2 miliarda złotych (1,6 miliarda dolarów)⁴⁹⁶.

Analizując sytuację na rynku finansowym w Wielkiej Brytanii nie mogło zabraknąć uwzględnienia potencjalnego wpływu, jaki może wywrzeć na niego dokonane już wystąpienie przez to państwo ze struktur Unii Europejskiej (tzw. *Brexit*), które zapoczątkowane zostało przez brytyjskie referendum z dnia 23 czerwca 2015 roku⁴⁹⁷. 28 października 2019 r. została następnie podpisana umowa międzynarodowa między UE a Wielką Brytanią, zgodnie z którą *Brexit* miał nastąpić najpóźniej 31 stycznia 2020 roku, chyba że brytyjska Izba Gmin zdąży wcześniej ratyfikować rzeszoną umowę międzynarodową⁴⁹⁸. We wspomnianej dacie, tj. 31 stycznia br. weszła w życie umowa międzynarodowa o wystąpieniu Wielkiej Brytanii z UE⁴⁹⁹, jednak zgodnie z zawartym w niej art. 126, do 31 grudnia 2020 r. potrwa tzw. okres przejściowy lub okres wdrażania, w ciągu którego „prawo UE ma zastosowanie do Zjednoczonego Królestwa i na jego terytorium” (art. 126 ust. 1 umowy). Konsekwencje tego wydarzenia będą zatem realnie widoczne dopiero na początku 2021 roku.

Od dłuższego czasu w literaturze intensywnie dyskutowano nad potencjalnymi skutkami wskazanego wydarzenia na brytyjski rynek finansowy oraz pozostałe rynki europejskie. Wskazywano między innymi, że *Brexit* prawdopodobnie spowoduje ograniczenie napływu do Wielkiej Brytanii zarówno spółek, jak i wykwalifikowanych pracowników⁵⁰⁰. Może to wywrzeć negatywne konsekwencje zarówno w obszarze funkcjonowania funduszy *venture capital*, jak i samych *startupów*, które do zwiększania skali prowadzonej działalności również potrzebują rekrutować do swojego grona utalentowane osoby posiadające doświadczenie branżowe⁵⁰¹. Ponadto, jeśli sytuacja na

⁴⁹⁵ Dealroom, 2018 full year report: *Annual European Venture Capital Report...*

⁴⁹⁶ *Ibidem*.

⁴⁹⁷ Jego wynik został przesądzony przez niespełna dwuprocentową przewagę głosów opowiadających się za opuszczeniem UE. Za taką opcją głosowało bowiem 51, 89% Brytyjczyków. Zob. A. Hunt, B. Wheeler, *Brexit: All you need to know about the UK leaving the EU*, <https://www.bbc.com/news/uk-politics-32810887> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁹⁸ T. Colson, *The EU agrees to delay Brexit until January 31 2020*, <https://www.businessinsider.com/brexit-eu-agrees-to-delay-until-january-2020-2019-10?IR=T> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁴⁹⁹ Umowa o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej (Dz. U. UE. C. z 2019 r. str. 144).

⁵⁰⁰ V. Bachmann, J. Sidaway, *Brexit geopolitics*, *Geoforum* 2016/77, s. 48

⁵⁰¹ Zgodnie z danymi za 2018 rok, liczba programistów w Wielkiej Brytanii była drugą największą w Europie, sięgając prawie 1 miliona. Zob. Nexto.in, *Software developers in Europe & the world: A study on the attractiveness of top tech cities for software developers*, Nexto.in 2018, s. 5, https://www.luxinnovation.lu/tradeandinvest/wp-content/uploads/sites/3/2018/05/nexten_software_developers_study_europe.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

brytyjskim rynku drastycznie się pogorszy, same tamtejsze fundusze *venture capital* prawdopodobnie zaczną inwestować na zagranicznych rynkach, co może wywołać niejako efekt domina, jeszcze bardziej pogrążając gospodarkę Wielkiej Brytanii⁵⁰². Z drugiej strony, przyjmując optymistyczny scenariusz skutków *Brexitu*, można on spowodować, że po zamknięciu się lokalnego rynku na inwestorów zagranicznych, pozostałe na nim *startupy* będą do wyłącznej dyspozycji zlokalizowanych tam funduszy, przez co możliwe będzie osiągnięcie przez nie wyższych stóp zwrotu. Mimo, że taka sytuacja wydaje się być mało prawdopodobna, to należy pamiętać, że największe światowe korporacje przez długi okres nie wydawały się być przestraszone informacjami o planowanym *Brexicie*, w dalszym ciągu prowadząc działalność na tamtejszym rynku⁵⁰³. Omawiane wydarzenie może także okazać się bardzo problematyczne dla dużych brytyjskich instytucji finansowych, które mają swoją siedzibę w Luksemburgu⁵⁰⁴. Z drugiej strony, warto mieć na uwadze, że już w 2019 roku można było zaobserwować skutki nadchodzącego *Brexitu* w postaci realokowania przez inwestorów ogromnego kapitału poza tereny Wielkiej Brytanii, tj. w ok. 70 procentach do Irlandii, a w pozostałej części – właśnie do Luxemburga⁵⁰⁵.

3.5.2 Dopuszczalne struktury prawne

Mimo, że brytyjskie prawo dopuszcza funkcjonowanie wielu rozmaitych struktur prawnych dla działalności o charakterze *venture capital*, najczęściej wykorzystywany jest w tym celu odpowiednik polskiej spółki komandytowej (*English limited partnership* – ELP)⁵⁰⁶, regulowany przez Limited Partnerships Act z 1907 roku⁵⁰⁷. W literaturze podkreśla się, że struktura ta jest dobrze znana

Jeżeli jednak Wielka Brytania nie utrzyma możliwości swobodnej migracji programistów, sytuacja na europejskim rynku branżowym może ulec radykalnej zmianie.

⁵⁰² J. Miethe, D. Pothier, *BREXIT: What's at Stake for the Financial Sector?*, DIW Economic Bulletin 2016, 6(31), s. 366.

⁵⁰³ W ciągu ostatnich lat spółka Facebook podwoiła wielkość swojego biura w Londynie, a Google założyła tam swoją siedzibę, zatrudniając ok. 3 tysiące pracowników. W styczniu 2017 roku swoją główną siedzibę otworzyła tam również popularna spółka Snapchat.

⁵⁰⁴ E. Kreslina, A. Proskurovska, T. Sikharulidze, S. Dörry, *How does Brexit and its potentially restricted movement of people affect high-skilled UK passport holders in Luxembourg's services economy?*, Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER), University of Luxembourg 2017, s. 4.

⁵⁰⁵ Wielkość realokowanego kapitału szacuje się na ponad 200 miliardów złotych (42 miliardy funtów brytyjskich). Zob. C. Taylor, *Dublin big winner as UK investors place 'wall of money' in offshore funds*, The Irish Times, <https://www.irishtimes.com/business/financial-services/dublin-big-winner-as-uk-investors-place-wall-of-money-in-offshore-funds-1.3855596> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁵⁰⁶ J. Elmore, E. Clark [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1, s. 82.

⁵⁰⁷ Limited Partnerships Act of 28th August 1907 [1907 CH. 24 7 Edw 7], as amended

większości inwestorów, dając im ograniczenie odpowiedzialności, a także oferuje dużą swobodę w kształtowaniu postanowień spółki i jest transparentna podatkowo⁵⁰⁸. Zdarza się jednak, że fundusze *venture capital* prowadzone są w innej formie prawnej, niż ELP, najczęściej z uwagi na kwestie podatkowe. Mogą to być mianowicie *Enterprise Investment Scheme* (EIS), *Seed Enterprise Investment Scheme* (SEIS) lub struktura przeznaczona specjalnie dla inwestycji VC - *Venture capital trust* (VCT).

Wszystkie one stanowią wyraz stosowanej przez brytyjskiego prawodawcę zachęty do inwestowania w małe i średnie przedsiębiorstwa, działające na rynku niepublicznym⁵⁰⁹. Każda z nich wymaga jednak spełnienia odrębnych, szczegółowych przesłanek. Struktura EIS służy do inwestowania w przedsiębiorstwa kwot maksymalnie do 5 milionów funtów. Ponadto, w jej ramach możliwe jest wyłącznie finansowanie kapitałowe spółek portfelowych⁵¹⁰. Inwestycje poprzez SEIS mogą natomiast odbywać się wyłącznie w nowopowstałe spółki, przez co maksymalnie dopuszczalne kwoty inwestycji również są mniejsze – wynoszą bowiem do 150 tysięcy funtów⁵¹¹. Ostatnia z wymienionych struktur, tj. VCT, dostępna jest jedynie dla podmiotów, które są notowane na londyńskiej giełdzie (London Stock Exchange) lub na rynku regulowanym jednego z państw UE. Konieczne jest ponadto uzyskanie zezwolenia od organu HM Revenue & Customs. Inwestycje VCT mogą natomiast mieć zarówno charakter dłużny, jak i kapitałowy, jednak podmiot ten nie może przejmować kontroli nad spółkami portfelowymi, nabywając ponad 50% ich udziałów lub akcji.

3.5.3 Odrębności regulacyjne

Dyrektywa ZAFI została zaimplementowana do brytyjskiego porządku prawnego w wymaganym przez unijnego prawodawcę terminie, tj. w lipcu 2013 roku, do kilku aktów prawnych, tj. do *Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013*⁵¹², *Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulation 2013*⁵¹³ oraz

⁵⁰⁸ C. Mayer, K. J. L. Schoors, Y. Yafeh, *Sources of Funds...*, s. 612.

⁵⁰⁹ D. Engel, J. Stiebale, *Private equity, investment and financial constraints: firm-level evidence for France and the United Kingdom*, *Small Business Economics* 2014, Vol. 43, s. 215.

⁵¹⁰ J. Elmore, E. Clark [w:] *The International...*, s. 84.

⁵¹¹ *Ibidem*.

⁵¹² *Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013* [Her Majesty's Stationery Office (HMSO), 2013 No. 1773]

⁵¹³ *Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulation 2013* [Her Majesty's Stationery Office (HMSO), 2013 No. 1797]

Alternative Investment Fund Managers Order 2014⁵¹⁴. Zaktualizowano również FCA Handbook, tj. dokument mający niejako charakter wiążącego⁵¹⁵ podręcznika wydawanego przez brytyjski organ nadzoru. Organ ten, w 2012 roku, zmienił swoją nazwę z Financial Services Authority (FSA) na Financial Conduct Authority (FCA)⁵¹⁶. Wielka Brytania, jak przystało na istotny ośrodek inwestycji *venture capital*, wdrożyła dyrektywę ZAFI bez zbędnych nadgorliwości, określanych jako *gold plating*. Podobnie zatem jak przepisy obowiązujące w Luksemburgu, jej regulacje w zakresie AIFM uchodzą za stosunkowo liberalne dla zarządzających AIF.

W zakresie brytyjskich norm prawa podatkowego, do których przestrzegania obowiązane są podmioty prowadzące tam działalność gospodarczą, należy wspomnieć o prawnopodatkowych konsekwencjach wyboru jednej ze wspomnianych wyżej preferencyjnych struktur prawnych, tj. EIS, SEIS, VCT. W przypadku pierwszej z nich, przyznana została ulga podatkowa w wysokości maksymalnie do 30% wartości nabytych przez fundusz *venture capital* udziałów lub akcji, jeżeli zostaną one zachowane przez co najmniej 3 lata⁵¹⁷. Po tym czasie podmiot uprawniony zostaje ponadto zwolniony z podatku od zysków kapitałowych ze sprzedaży rzeczonych udziałów lub akcji. SEIS oferuje wyższą ulgę, bo aż do 50% wartości udziałów lub akcji, lecz jedynie do kwoty 150 tysięcy funtów⁵¹⁸. Przy zachowaniu udziałów lub akcji przez co najmniej 3 lata, w tym przypadku również przysługuje zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych. W przypadku VCT analogiczna ulga sięga tylko 30% wartości udziałów lub akcji, które muszą być ponadto zachowane przez co najmniej 5 lat, lecz przez cały ten okres dywidendy wypłacane ze spółki zwolnione są z podatku dochodowego oraz przysługuje analogiczne zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych⁵¹⁹. Widać zatem, że brytyjskie przepisy prawa podatkowego w niniejszym zakresie niewątpliwie mogą stanowić skuteczną zachętę dla rejestrowania tam funduszy *venture capital*.

⁵¹⁴ Alternative Investment Fund Managers Order of 8th May 2014 [2014 No. 1292]

⁵¹⁵ Zakres jego obowiązywania i wywieranych skutków prawnych regulowany jest szczegółowo przez Financial Services and Markets Act 2000.

⁵¹⁶ D. Engel, J. Stiebale, *Private equity...*, s. 213.

⁵¹⁷ J. Elmore, E. Clark [w:] *The International...*, s. 82.

⁵¹⁸ *Ibidem*.

⁵¹⁹ J. Leggate, P. Mahan, I. Ferreira, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019, s. 244.

3.6 Regulacje dotyczące funduszy *venture capital* w prawie USA

Mimo, że Stany Zjednoczone nie są rzecz jasna związane dyrektywą ZAFI, to zawarcie ich w niniejszym zestawieniu komparatystycznym jest uzasadnione ich nieocenionej roli w nadawaniu trendów i rozwoju branży *venture capital*. W USA działa bowiem 6741 funduszy VC, czyli prawie dwa razy więcej, niż we wszystkich krajach europejskich razem wziętych⁵²⁰. Liczba tego rodzaju podmiotów funkcjonujących w tym jednym państwie stanowi przy tym ponad 40% światowego rynku, który liczy aktualnie 16355 funduszy *venture capital*⁵²¹.

3.6.1 Rynek *venture capital*

Przyglądając się amerykańskiemu rynkowi *venture capital* można zauważyć, że nie tylko pozostawia on w tym względzie wszystkie inne państwa daleko w tyle, ale jest ponadto jednym z najprężniej rozwijających się rynków. Łączna wartość transakcji *venture capital* przeprowadzonych w 2018 roku w Stanach Zjednoczonych stanowi bowiem niebotyczną sumę, tj. ok. 533 miliardy złotych (137,6 miliarda dolarów), a przy tym przez niespełną dekadę zwiększyła się ona prawie sześciokrotnie, bo z poziomu ok. 100 miliardów złotych (27,2 miliarda dolarów) w 2008 roku⁵²². Co do samej ilości tego rodzaju transakcji, to należy wspomnieć, że w samym USA przeprowadzono ich we wspomnianym, 2018 roku 5510, czyli ponad 2 razy więcej niż w całej Europie razem wziętej (2781 transakcji) i prawie 40% ze wszystkich na świecie (37% z 14889 transakcji).

W Stanach Zjednoczonych mieści się ponadto siedziba 7 z 10 największych na świecie funduszy *venture capital*, tj. kolejno Tiger Global Management, New Enterprise Associates, Sequoia Capital, Kleiner Perkins Caufield & Byers, Andreessen Horowitz, Accel Partners oraz Lightspeed Venture Partners, z których największy zebrał od inwestorów ok. 47 miliardów złotych (ok. 12 miliardów dolarów) w ciągu ostatniej dekady, a najmniejszy – ok. 17 miliardów złotych (ponad 4,5 miliarda dolarów)⁵²³. Same spółki portfelowe amerykańskich funduszy również niewątpliwie stanowią światową czołówkę. W USA powstały bowiem takie spółki jak

⁵²⁰ W całej Europie działalność prowadzi łącznie 3518 funduszy *venture capital*. Zob. Global Alternatives Report, *Global PE&VC...*, s. 34.

⁵²¹ Global Alternatives Report, *Global PE&VC Report...*, s. 34.

⁵²² PitchBook, *NVCA Venture Monitor...*, s. 4.

⁵²³ Prequin, *Special Report: The Venture Capital Top 100*, Prequin 2019, <https://docs.prequin.com/reports/Prequin-Special-Report-Venture-Capital-Top-100-Report.pdf>, s. 4

Google, Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Twitter, eBay, Tesla, Starbucks, LinkedIn, WhatsApp, FedEx, Netflix, Uber i inne. Należy podkreślić, że wszystkie z wymienionych otrzymały finansowanie *venture capital*, w większości od najlepszych na świecie funduszy VC. Każda ze wskazanych spółek posiada status tzw. jednorożca (ang. *unicorn*), lub posiadała go przez wejściem na giełdę albo sprzedażą do inwestora strategicznego. Mianem tym określa się spółki, które wyceniane są na ponad 1 miliard dolarów⁵²⁴. Takie nagromadzenie w USA przedsiębiorstw, które osiągnęły światowy sukces branżowy może mieć związek z faktem, iż średnia wielkość inwestycji amerykańskich funduszy w ich spółki portfelowe przekracza obecnie próg 50 milionów dolarów – aż 61% wszystkich transakcji *venture capital* w 2018 roku przewyższała bowiem wskazaną wartość⁵²⁵.

3.6.2 Dopuszczalne struktury prawne i zarys regulacji

Z uwagi na brak przynależności Stanów Zjednoczonych do Unii Europejskiej, naturalnie nie jest możliwe bezpośrednie zestawienie przyjętych w Polsce i Europie regulacji z tymi, które obowiązują w USA. Mimo to, pomiędzy europejskimi i amerykańskimi rozwiązaniami prawnymi w zakresie strukturyzowania funduszy *venture capital* występują istotne podobieństwa. Zdecydowana większość funduszy VC, działających w Stanach Zjednoczonych, prowadzi działalność jako odpowiednik polskiej spółki komandytowej, tj. w formie *limited partnership*, najczęściej zarejestrowanej w stanie Delaware⁵²⁶. Mimo, iż federalną instytucją nadzoru amerykańskiego rynku kapitałowego jest Securities and Exchange Commission (SEC), sprawuje ona nadzór jedynie w zakresie przepisów prawa o zasięgu federalnym, nie zaś stanowych regulacji, które mogą się znacznie różnić pomiędzy poszczególnymi obszarami USA⁵²⁷. Z tego względu, zgodnie z utartą wieloletnią praktyką rynkową, za amerykański stan, którego regulacje są najlepiej dostosowane do potrzeb korporacji i wszelkich instytucji finansowych prowadzących działalność o znacznych rozmiarach, uznaje się właśnie stan Delaware⁵²⁸. Tamtejsze przepisy zapewniają bowiem

⁵²⁴ W. Gornall, I. A. Strebulaev, *Squaring Venture...*, s. 14.

⁵²⁵ PitchBook, *NVCA Venture Monitor...*, s. 5.

⁵²⁶ H. Cruz, A. Rips [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1, s. 276.

⁵²⁷ I. Guler, M. F. Guillén, *Institutions and the internationalization of US venture capital firms*, *Journal of International Business Studies* 2010, Vol. 41, s. 195.

⁵²⁸ K. P. Scanlan, *The Private Equity Review - Edition 8: United States*, *The Law Reviews* 2019, s. 2.

dostateczną ochronę biernych inwestorów, a stanowy system sprawiedliwości jest efektywny i dobrze rozwinięty, przez co wszelkie formalności i ewentualne spory mają szansę zostać sprawnie przeprowadzone⁵²⁹. Ponadto, amerykańscy inwestorzy i najlepsi prawnicy, są dobrze zaznajomieni z obowiązującymi tam przepisami⁵³⁰. Z tego względu, amerykańskie spółki są zazwyczaj rejestrowane właśnie w Delaware. Nie brakuje jednak korporacji, dla których i tamtejsze regulacje nie są wystarczająco korzystne, przez co wiele z nich rejestrowanych jest np. na Kajmanach głównie w celu zoptymalizowania obciążeń podatkowych⁵³¹.

Regulacje z obszaru istotnego dla funkcjonowania funduszy *venture capital* zawarte zostały w kilku amerykańskich aktach prawnych. Są to mianowicie Investment Company Act z 1940 r., Investment Advisers Act z 1940 r., Securities Act z 1933 r. oraz Securities Exchange Act z 1934 r.. Akty te regulują wszelkie elementy potrzebne do optymalnego ustrukturyzowania funduszu *venture capital*. W literaturze wskazuje się bowiem, że sam fundusz zwykle ma formę *limited partnership*, natomiast podmiot zarządzający nią tworzy *general partnership*, również działające na prawie Delaware⁵³². Dla potrzeb wypłat opłaty za zarządzanie oraz wynagrodzeń dla pracowników funduszu, często zakładana jest jeszcze dodatkowa spółka, będąca odpowiednikiem polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a mianowicie *limited liability company* (LLC)⁵³³. Wskazuje się jednak, że co prawda rzadko, ale zdarzają się przypadki prowadzenia przez fundusze *venture capital* działalności jako sama LLC⁵³⁴. W takim przypadku zarządzający tworzą po prostu radę dyrektorów lub zarząd spółki. Pasywnymi inwestorami są natomiast najczęściej zarówno spółki i osoby fizyczne, jak i fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń⁵³⁵. Należy wskazać, że obie wskazane struktury, tj. *limited partnership* i LLP, są transparentne podatkowo, przez co inwestorzy w praktyce płacą podatek dochodowy tylko raz. Warto jednak pamiętać, że oprócz federalnego podatku dochodowego, poszczególne stany

⁵²⁹ R. J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review 2002, Vol. 55, s. 1078.

⁵³⁰ M. Henrekson, T. Sanandaji, *Stock option taxation and venture capital activity: a cross-country study*, 2016, IFN Working Paper No. 1104, s. 51-71, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2713753 (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁵³¹ *Ibidem*.

⁵³² P. Anderson, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019, s. 513.

⁵³³ *Ibidem*.

⁵³⁴ *Ibidem*, s. 514.

⁵³⁵ H. Cruz, A. Rips [w:] *The International...*, s. 277.

mogą nałożyć też dodatkowy, stanowy podatek dochodowy. W stanie Delaware wynosi on od 2,2 do 6,6%, przy czym dla porównania w Californii jest to od 1 do 13,3%, a w Nowym Yorku – 4 do 8,82%⁵³⁶.

3.7 Podsumowanie

Porównanie regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w Unii Europejskiej potwierdziło poczynione założenie, zgodnie z którym przepisy obejmujące swoim zakresem alternatywne fundusze inwestycyjne, zawarte w szczególności w dyrektywie ZAFI, mają niemal jednolity charakter we wszystkich przeanalizowanych prawodawstwach europejskich. Należy zaznaczyć, że Luksemburg, Niemcy i Wielka Brytania⁵³⁷ zaimplementowały wspomniane regulacje do swojego porządku prawnego przed upływem terminu przewidzianego w art. 66 ust. 1 dyrektywy ZAFI, tj. przed 22 lipca 2013 r. Mimo, że Francja uczyniła to trzy dni po wskazanym terminie, to transpozycja owych regulacji do polskiego porządku prawnego nastąpiła jeszcze później, bo dopiero 31 marca 2016 roku. W niniejszym zestawieniu nie można, rzecz jasna, uwzględnić Stanów Zjednoczonych, gdyż nie obowiązują tam wspomniane akty prawa unijnego. Amerykańskie struktury prawne, wykorzystywane dla prowadzenia działalności funduszy *venture capital*, okazały się jednak bardzo podobne do tych, które stosowane są w państwach Unii Europejskiej.

W doktrynie prawa wspólnotowego używa się anglojęzycznego pojęcia *gold plating*⁵³⁸ na nazwanie wprowadzenia przez dane państwo członkowskie UE regulacji surowszych, niż przewidziane w dyrektywie. Jest to zabieg dopuszczalny na gruncie art. 288 ust. 3 TFUE, jednak często krytykowany. W odniesieniu do dyrektywy ZAFI, wśród czterech zbadanych państw europejskich, tylko dwa, tj. Luksemburg i Wielka Brytania, nie wprowadziły żadnych nadobowiązkowych, rygorystycznych przepisów. Niemcy i Francja są natomiast uznawane za posiadające jedne z najsurowszych

⁵³⁶ W niektórych stanach USA nie jest nakładany dodatkowy, stanowy podatek dochodowy. Wśród wszystkich 50 stanów, tylko 9 nie zdecydowało się na jego nałożenie. Są to mianowicie: Colorado, Illinois, Indiana, Massachusetts, Michigan, North Carolina, Pennsylvania, oraz Utah.

⁵³⁷ Pomimo wejścia w życie, w dn. 31 stycznia 2020 r., umowy o wystąpieniu Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej, zgodnie z art. 126 tejsze umowy, do 31 grudnia 2020 r. potrwa tzw. okres przejściowy, podczas którego nie zaobserwujemy jeszcze faktycznych skutków tego wydarzenia.

⁵³⁸ H. Snijders, S. Vogenauer (red.), *Content and Meaning of National Law in the Context of Transnational Law*, Sellier European Law Publishers, Munich 2009, s. 90.

w Europie regulacji w tym zakresie⁵³⁹. Normy prawne zawarte w § 80 - § 90 niemieckiego Kapitalanlagegesetzbuch nakładają bowiem na depozytariusza AIFM dodatkowe obowiązki, a zarządzający spoza UE, który chcą wprowadzić fundusz do obrotu na terytorium Niemiec, muszą spełnić pewne przesłanki, które nie zostały przewidziane w dyrektywie. Francja natomiast wprowadziła wobec zarządzających spoza UE wymóg zbadania przez francuskiego audytora każdego alternatywnego funduszu inwestycyjnego, który ma prowadzić działalność na francuskim rynku oraz nałożyła dodatkowe wymogi w zakresie transparentności, dotyczące wprowadzania alternatywnych funduszy inwestycyjnych do obrotu.

Fundusze *venture capital* funkcjonujące w Niemczech prowadzą działalność przy wykorzystaniu podobnej struktury, jaka jest używana w Polsce. Większość z nich tworzona jest bowiem w formie niemieckiego odpowiednika polskiej spółki komandytowej, tj. *Kommanditgesellschaft* (KG), w której rolę wspólnika o nieograniczonej odpowiedzialności pełni odpowiednik polskiej spółki z o.o., tj. *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH)⁵⁴⁰. We Francji funkcjonują natomiast zarówno struktury analogiczne do polskich alternatywnych spółek inwestycyjnych rejestrowanych, jak i licencjonowanych, nazywane odpowiednio *AIF de facto* i *AIF de iure*⁵⁴¹, a najczęstszą formą ich funkcjonowania jest *société anonyme* (SA) lub *société par actions simplifiée* (SAS)⁵⁴². W Wielkiej Brytanii natomiast do tego rodzaju działalności zazwyczaj stosuje się *English limited partnership* (ELP), lub uprzywilejowaną podatkowo *venture capital trust* (VCT). Druga z wymienionych wymaga jednak spełnienia licznych i złożonych przesłanek do możliwości skorzystania z niej.

Luksemburg niewątpliwie można uznać za najbardziej atrakcyjne państwo w Europie z perspektywy miejsca rejestracji funduszy inwestycyjnych. Przesądzają o tym nie tylko tamtejsze regulacje podatkowe, ale też szeroka oferta i powszechna znajomość lokalnych struktur prawnych oraz najwyższy standard funkcjonujących tam instytucji finansowych. Najczęściej wykorzystywanymi lokalnie strukturami prawnymi są *société en commandite spéciale* (SCSp) oraz specjalnie przeznaczona dla inwestycji

⁵³⁹ C. Schatz [w:] *The International...*, s. 124.

⁵⁴⁰ R. Eyben, *A quick guide to VC investment in Germany...*, s. 1.

⁵⁴¹ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International...*, s. 103.

⁵⁴² *Ibidem*.

venture capital - société d'investissement à capital risque (SICAR)⁵⁴³. Rejestrowane tam spółki zdają się jednak nie prowadzić faktycznej działalności inwestycyjnej w Luksemburgu, a działają jedynie pozornie, tj. jako SPV, służąc głównie celom podatkowym i rachunkowym. Brytyjski rynek VC uważany jest natomiast za europejskie centrum tego rodzaju inwestycji z uwagi na działające tam 924 fundusze *venture capital* i *private equity* (tj. ponad jedna czwarta ze wszystkich 3518 aktywnych funduszy VC w całej Europie⁵⁴⁴). Biorąc jednak pod uwagę, że Wielka Brytania z dniem 31 stycznia 2020 roku wystąpiła z Unii Europejskiej na mocy zawartej umowy międzynarodowej, to możliwość prowadzenia tam działalności przez podmioty z innych państw europejskich może okazać się znacznie ograniczona. Nie jest jeszcze jasne, jak wpłynie to na działalność transgraniczną funduszy *venture capital* zarejestrowanych w Luksemburgu, a prowadzących działalność inwestycyjną w Wielkiej Brytanii.

Na terenie Stanów Zjednoczonych działa aktualnie 6741 funduszy *venture capital*, czyli prawie dwa razy więcej, niż we wszystkich krajach europejskich razem wziętych⁵⁴⁵, a tym samym ponad 40% całego światowego rynku. Mieści się tam ponadto siedziba 7 z 10 największych na świecie funduszy *venture capital*, a wśród ich spółek portfelowych relatywnie najczęściej pojawiają się tzw. jednorożce (ang. *unicorns*), czyli spółki o wycenie przekraczającej 1 miliard dolarów⁵⁴⁶ - do ich grona można zaliczyć chociażby takie spółki jak Google, Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Twitter, Tesla i eBay. Fundusze *venture capital* działające w USA są najczęściej rejestrowane w stanie Delaware w formie *limited partnership*⁵⁴⁷, tj. niejako odpowiednika polskiej spółki komandytowej. Tamtejsze przepisy zapewniają bowiem efektywną ochronę biernych inwestorów, a stanowy system sprawiedliwości jest efektywny i dobrze rozwinięty, przez co wszelkie formalności i ewentualne spory mają szansę zostać sprawnie przeprowadzone⁵⁴⁸. Dla potrzeb wypłat opłaty za zarządzanie oraz wynagrodzeń dla pracowników funduszu, często zakładana jest jeszcze dodatkowa spółka,

⁵⁴³ Zob. F. Mausen, P. Myners, P. Mischo, J. Six, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review...*, s. 157. Regulacje dotyczące SCSp zapewniają większą ochronę inwestorów. z tego względu oraz z uwagi na przepisy podatkowe, wskazuje się na ich podobieństwo do *limited partnership* zakładanych na Kajmanach.

⁵⁴⁴ Global Alternatives Report, *Global PE&VC...*, s. 34.

⁵⁴⁵ W całej Europie działalność prowadzi łącznie 3518 funduszy *venture capital*. Zob. Global Alternatives Report, *Global PE&VC Report*, Preqin 2019, ISBN: 978-1-912116-14-0, s. 34.

⁵⁴⁶ W. Gornall, I. A. Strebulaev, *Squaring Venture...*, s. 14.

⁵⁴⁷ H. Cruz, A. Rips [w:] *The International...*, s. 276.

⁵⁴⁸ P. Anderson, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review...*, s. 516.

będąca odpowiednikiem polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a mianowicie *limited liability company* (LLC)⁵⁴⁹.

Odpowiadając na pytanie, czy z perspektywy polskiego funduszu *venture capital* warto rozważyć prowadzenie działalności transgranicznej zarejestrowanej za granicą, należy wziąć pod uwagę, że w praktyce głównymi przesłankami przemawiającymi za zasadnością takiej operacji są regulacje podatkowe obowiązujące w poszczególnych państwach. Jak bowiem zaznaczono, same przepisy dyrektywy ZAFI zostały zaimplementowane w przeanalizowanych prawodawstwach europejskich w sposób bardzo zbliżony, w praktyce różniący się wyłącznie w minimalnym zakresie. Należy jednak pamiętać, że regulacje prawopodatkowe charakteryzują się relatywnie dużą zmiennością, przez co decyzja o wyborze danego państwa rejestracji może szybko okazać się chybiona, a poniesione koszty związane z rejestracją i obsługą prawną często przewyższą wtedy antycypowane oszczędności. Z tego względu, zaleca się ostrożnościowe podejście do niniejszego zagadnienia i kierowanie się w szczególności miejscem, w którym planowane jest prowadzenie faktycznej działalności inwestycyjnej.

⁵⁴⁹ *Ibidem*, s. 517.

Rozdział 4. Przesłanki kwalifikacji podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna

4.1 Wprowadzenie

W pracy dotyczącej alternatywnych spółek inwestycyjnych nie mogło zabraknąć analizy ich zakresu definicyjnego i oceny jego dopasowania do panujących realiów rynkowych. W niniejszym rozdziale poszczególne przesłanki kwalifikacji danego podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna zostaną szczegółowo zbadane i omówione, a także zaprezentowana zostanie ich wykładnia zarówno przez polskiego ustawodawcę, jak i doktrynę zagraniczną oraz samego prawodawcę unijnego. Praca byłaby niewątpliwie niekompletna bez przytoczenia stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie wykładni poszczególnych elementów definicyjnych pojęcia alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz sięgnięcia do wytycznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Rozumienie poszczególnych przesłanek zostanie ponadto uzupełnione przez przedstawienie stanów faktycznych, które mogą zaistnieć w praktyce i zakwalifikowanie ich jako działalności mieszczącej się w zakresie definicyjnym rzeczowanego pojęcia, lub pozostającej poza jego granicami. Omawiane regulacje zostaną także dopełnione poprzez analizę ich dostosowania do funkcjonowania funduszy *venture capital* na polskim rynku inwestycyjnym.

Definicja alternatywnej spółki inwestycyjnej jest stosunkowo złożona, gdyż jej rekonstrukcja opiera się w praktyce o trzy normy prawne zawarte w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Są to mianowicie art. 8a ust. 1, art. 3 ust. 4 pkt 2 oraz art. 2 pkt 10a u.f.i. Na ich podstawie należy stwierdzić, że alternatywna spółka inwestycyjna jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym, jednak innym niż specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty. Z uwagi na szczegółowe zdefiniowanie przez ustawodawcę alternatywnego funduszu inwestycyjnego w art. 2 pkt 10a u.f.i. w oparciu o złożone i w wielu przypadkach niejasne przesłanki, zasadne wydaje się ich przeanalizowanie i wyciągnięcie wniosków obejmujących również same alternatywne spółki inwestycyjne. Warto w tym miejscu zaznaczyć, iż rzeczona definicja została dodana do ustawy w ramach tej samej nowelizacji, na skutek której wprowadzona została kategoria alternatywnych spółek

inwestycyjnych. W konsekwencji, obie regulacje obowiązują dopiero od dnia 4 czerwca 2016 r., przez co nie doczekały się jeszcze żadnego opracowania naukowego o charakterze monograficznym, a krótkie publikacje w tym zakresie zaledwie w sposób powierzchowny poruszają omawianą problematykę.

W myśl wspomnianego art. 2 pkt 10a u.f.i., alternatywnym funduszem inwestycyjnym jest instytucja wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędąca funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe. Każdy z elementów niniejszej definicji wymaga oddzielnego przeanalizowania i wskazania konsekwencji, jakie może powodować dla podmiotów prowadzących działalność inwestycyjną na polskim rynku finansowym. KNF podkreśla przy tym, że dokonując wykładni systemowej należy pamiętać, że zgodnie z postanowieniami ustawy, alternatywna spółka inwestycyjna jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym, tak samo, jak jest nim specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty⁵⁵⁰. Należy jednak mieć przy tym na uwadze, że w odróżnieniu od pozostałych alternatywnych funduszy inwestycyjnych, alternatywne spółki inwestycyjne nie są funduszami inwestycyjnymi⁵⁵¹.

Oprócz samych elementów definicyjnych zawartych wprost w przytoczonym przepisie, w ramach niniejszego rozdziału omówione zostaną również pojęcia klienta profesjonalnego i klienta detalicznego, a także ściśle związane z nimi wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu. Regulacje dotyczące alternatywnych spółek inwestycyjnych co do zasady pozwalają bowiem na oferowanie możliwości przystąpienia do nich w roli inwestora wyłącznie klientom profesjonalnym. Należy zwrócić uwagę, że poziom ochrony ich inwestorów jest tym samym zróżnicowany w zależności od sposobu wprowadzenia jej do obrotu⁵⁵². Alternatywna spółka inwestycyjna jest bowiem traktowana jako wehikuł inwestycyjny skierowany w szczególności do osób posiadających wiedzę i doświadczenie, pozwalające na

⁵⁵⁰ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ubiegania się o wpis do rejestru zarządzających ASI..., s. 6.

⁵⁵¹ Zob. wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 19 października 2018 r. (sygn. akt III SA/Wa 4045/17)

⁵⁵² M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 37.

podejmowanie przemyślanych decyzji inwestycyjnych oraz ocenę towarzyszącego im ryzyka. Z tego względu, ustawodawca tylko wyjątkowo, po spełnieniu stosunkowo rygorystycznych przesłanek, dopuścił obejmowanie praw uczestnictwa alternatywnej spółki inwestycyjnej przez klientów detalicznych, w tym w szczególności przez osoby fizyczne. Taką możliwość daje m.in. wprowadzenie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu w oparciu o przepisy ustawy o ofercie publicznej, jednak jest to dopuszczalne wyłącznie w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych działających w formie spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych. Pojęcie klienta profesjonalnego ma zatem zasadnicze znaczenie w kontekście omawianej problematyki i pozostaje jednym z elementów definicyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, odróżniającym je od pozostałych alternatywnych funduszy inwestycyjnych.

4.2 Analiza podstawowych elementów definicji z art. 2 pkt 10a u.f.i.

Jak już zasygnalizowano, analizę definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej należy zacząć od zbadania nieanalizowanego dotychczas w polskiej doktrynie prawniczej zakresu pojęcia alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Wiele z przesłanek zawartych w art. 2 pkt 10a u.f.i. zostało przy tym sformułowanych w sposób często nieintuicyjny, wymagający sięgnięcia nie tylko do wytycznych ESMA, ale także do zagranicznych opracowań poruszających tytułową tematykę. Z uwagi na fakt, iż źródłem polskich przepisów zawartych w ustawie o funduszach inwestycyjnych jest dyrektywa ZAFI wydana w dniu 8 czerwca 2011 r., wiele państw członkowskich Unii Europejskiej miało już czas i sposobność wdrożenia opisywanych regulacji do swoich krajowych porządków prawnych oraz opracowania ich w ramach literatury przedmiotu⁵⁵³. Poniżej zostało przedstawione zestawienie wykładni poszczególnych przesłanek, mając na uwadze całościowy dorobek europejskiej doktryny w tym zakresie.

4.2.1 Instytucja wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania

Zgodnie z art. 8a ust. 1 w zw. z art. 3 ust. 4 pkt 2 u.f.i., alternatywna spółka inwestycyjna jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym, innym niż specjalistyczny

⁵⁵³ Luksemburg, Niemcy i Wielka Brytania były jednymi z pierwszych państw, które zaimplementowały dyrektywę ZAFI do swojego krajowego porządku prawnego przed upływem terminu przewidzianego w art. 66 ust. 1 dyrektywy ZAFI, tj. przed 22 lipca 2013 r. Francja uczyniła to natomiast 3 dni po wskazanym terminie. Zob. zestawienie dat transpozycji dyrektywy ZAFI przez poszczególne państwa europejskie, dostępne w oficjalnej witrynie internetowej UE, na której gromadzone są akty prawne europejskiego: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/NIM/?uri=CELEX:32011L0061>.

fundusz inwestycyjny otwarty albo fundusz inwestycyjny zamknięty. Należy zatem sięgnąć do słowniczka ustawowego, w którym zdefiniowany został alternatywny fundusz inwestycyjny. Przepis art. 2 pkt 10a u.f.i. stanowi, że jest to „instytucja wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności, w tym w ramach wydzielonego subfunduszu, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, niebędąca funduszem działającym zgodnie z prawem wspólnotowym regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe”. Omawianie niniejszej definicji należy zatem rozpocząć od pierwszego z użytych przez ustawodawcę pojęć, tj. instytucji wspólnego inwestowania. Jest ono używane zarówno na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, jak i na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi⁵⁵⁴ oraz ustawy o ofercie publicznej⁵⁵⁵. Próżno jednak szukać w polskim prawodawstwie definicji legalnej tego terminu. W doktrynie podkreśla się problem jej braku i potrzebę wprowadzenia tego pojęcia w drodze legislacyjnej⁵⁵⁶.

Nawiązując do powyższej kwestii, należy zwrócić uwagę, że w literaturze przedmiotu stosuje się również inne wyrażenie jako zamiennik dla wskazanego pojęcia. Niejednokrotnie używa się bowiem w tym kontekście pojęcia instytucji zbiorowego inwestowania⁵⁵⁷. Jako jej cechy charakterystyczne wymienia się *nomen omen* zbiorowe inwestowanie środków pieniężnych uczestników (inwestorów) funduszu oraz będące jego konsekwencją zredukowanie ryzyka inwestycyjnego poprzez rozłożenie go na większą ilość podmiotów⁵⁵⁸. Wskazuje się również, że zazwyczaj horyzont inwestycyjny tego rodzaju podmiotów jest długoterminowy, chociaż zależy on w dużej mierze od kategorii inwestowanych aktywów oraz od specyfiki konkretnego funduszu⁵⁵⁹. Same decyzje nie są ponadto podejmowane bezpośrednio przez

⁵⁵⁴ Zob. m.in. art. 2 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.).

⁵⁵⁵ Zob. m.in. art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 623).

⁵⁵⁶ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 148.

⁵⁵⁷ P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 107.

⁵⁵⁸ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 149.

⁵⁵⁹ *Ibidem*.

uczestników (inwestorów), a przez specjalny podmiot zarządzający, do którego posiadania obowiązane są wszystkie tego rodzaju instytucje działające w Polsce⁵⁶⁰.

Warto zwrócić uwagę, że komplikacje związane z definicją opisywanego pojęcia zostały dodatkowo wzmożone przez prawodawcę unijnego, który konsekwentnie posługuje się w kontekście niniejszej tematyki terminem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Przepis art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI stanowi bowiem, że alternatywne fundusze inwestycyjne oznaczają przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, w tym subfundusze takich przedsiębiorstw. Taką samą frazę, wymiennie ze wspomnianymi powyżej, posługują się również przedstawiciele polskiej doktryny opisując alternatywne fundusze inwestycyjne i alternatywne spółki inwestycyjne⁵⁶¹. Można dokonać ponadto ich podziału na instytucje zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (tzw. fundusze UCITS – ang. *Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*)⁵⁶² oraz wspomniane alternatywne fundusze inwestycyjne, do których oprócz alternatywnych spółek inwestycyjnych należą również specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte. Pomimo tak szerokiego zakresu definicyjnego powyższego pojęcia, dalsze rozważania odnoszą się bowiem w szczególności do alternatywnych spółek inwestycyjnych⁵⁶³.

a) Ogólny cel handlowy lub przemysłowy

Pochylając się nad wspomnianym przepisem art. 4 ust. 1 lit. a dyrektywy ZAFI, w którym prawodawca unijny posługuje się pojęciem przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, należy również sięgnąć do wytycznych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, odnoszących się do wykładni tego terminu. W ust. 13 wytycznych ESMA⁵⁶⁴, jako pierwsza z cech charakterystycznych,

⁵⁶⁰ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 9.

⁵⁶¹ *Ibidem*.

⁵⁶² Obowiązujące obecnie akty prawa europejskiego w tym zakresie to 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 (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 257, str. 186) oraz liczne rozporządzenia i dyrektywy wykonawcze Komisji Europejskiej.

⁵⁶³ Charakterystyka pozostałych rodzajów alternatywnych funduszy inwestycyjnych została zarysowana w innych rozdziałach niniejszej pracy. Zob. m.in. rozdz. 1.5.1 i 1.5.2.

⁵⁶⁴ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI...*

których łączne spełnienie jest konieczne dla uznania danego podmiotu za przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania, wymieniony został brak ogólnego celu handlowego lub przemysłowego tegoż podmiotu. Jego zdefiniowanie wymaga sięgnięcia do ust. 3 wytycznych ESMA, gdzie zawarty został zwięzły słowniczek najważniejszych terminów dotyczących przedmiotowej problematyki, niezdefiniowanych w innych aktach prawnych. Zgodnie z jego treścią, ogólny cel handlowy lub przemysłowy to cel stosowania strategii działalności, który obejmuje pewne cechy charakterystyczne. W ramach owych cech regulacja wymienia po pierwsze prowadzenie działalności handlowej, polegającej na kupnie, sprzedaży i/lub wymianie towarów i artykułów i/lub świadczeniu usług niefinansowych, albo alternatywnie działalności przemysłowej, polegającej na produkcji towarów lub budowie nieruchomości. Dopuszczalne jest również wykonywanie przez dany podmiot obu wymienionych rodzajów działalności łącznie.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych trafnie nawiązał zatem w powyższej definicji do celu inwestycyjnego⁵⁶⁵ i strategii inwestycyjnej⁵⁶⁶ funduszu. Otwarty katalog działalności, których wykonywanie powinno skutkować niezaliczeniem danego podmiotu do kategorii alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych ma służyć lepszemu zrozumieniu granic, w których kończy się zakres przytoczonego wyłączenia, a w których zaczyna się działalność alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Zgodnie z raportem, który został opublikowany przez ESMA na etapie tworzenia wspomnianych wytycznych⁵⁶⁷, rozważano użycie w kontekście omawianego wyłączenia pojęcia „zwykłego przedsiębiorstwa” (ang. *ordinary company*), jednak na podstawie przeprowadzonych konsultacji społecznych i licznych krytycznych opinii uczestników rynku podkreślających zbyt dużą nieuchwytność treści takiego pojęcia, zdecydowano się na zwrot w obecnym kształcie. Przytoczone wątpliwości i dyskusja, która miała miejsce, są jednak wartościowe z perspektywy oceny celu tej regulacji, a także umożliwiają trafniejsze przeprowadzenie wykładni funkcjonalnej. Zamierzeniem prawodawcy unijnego było

⁵⁶⁵ Por. rozdz. 1.4.3 a, zawarty w niniejszej pracy.

⁵⁶⁶ Zob. rozdz. 4.2.5 niniejszej pracy w zakresie, w jakim nakreślona została granica pomiędzy polityką inwestycyjną, a strategią inwestycyjną funduszu.

⁵⁶⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD of 24 May 2013*, ESMA/2013/600 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)).

niewątpliwie objęcie zakresem pojęciowym ogólnego celu handlowego lub przemysłowego spółek, które nie prowadzą działalności inwestycyjnej, a zajmują się handlem, przemysłem, lub kombinacją obu. Właśnie z tego powodu w ramach wyjaśnienia tego terminu przytoczone zostały przykłady kupna, sprzedaży i wymiany towarów, a także ich produkcji. Należy również zwrócić uwagę na zaliczenie budowy nieruchomości do działalności przemysłowej w ramach opisywanej regulacji. Oznacza to, że działalność deweloperska nie podlega reglamentacji w postaci konieczności uzyskania wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ani zezwolenia na wykonywanie takiej działalności⁵⁶⁸.

Na etapie tworzenia powyższych postanowień wytycznych ESMA, przy pomocy konsultacji z podmiotami funkcjonującymi w ramach rynku kapitałowego stworzono listę kilku podstawowych elementów, odróżniających zwykłe przedsiębiorstwa, tj. przedsiębiorstwa pozbawione ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, od alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych⁵⁶⁹. Po pierwsze, standardowe spółki uważa się za mające wyznaczony „cel biznesowy” (ang. *business purpose*), zamiast celu inwestycyjnego, charakterystycznego dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych, posiadających w tym zakresie określoną politykę inwestycyjną. Po drugie, podstawowym źródłem generowania zysków przez zwykłe przedsiębiorstwa jest produkcja, świadczenie usług lub prowadzenie działalności handlowej, a nie inwestowania kapitału. Po trzecie, model biznesowy spółek niebędących alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi podlega ciągłym przemianom i z reguły nie zakłada określonego czasu działalności podmiotu, w przeciwieństwie do alternatywnych funduszy inwestycyjnych, które zazwyczaj działają w z góry ustalonych ramach i przez określony czas. Różnica ta skutkuje możliwością wyróżnienia dodatkowego elementu odróżniającego zwyczajne spółki od alternatywnych funduszy inwestycyjnych. W zwykłych przedsiębiorstwach wypracowany zysk często przeznaczany jest bowiem na dalszy rozwój samej spółki, natomiast w alternatywnych funduszach inwestycyjnych, z uwagi na ograniczony okres zakładanej działalności, zysk ten dystrybuowany jest pomiędzy inwestorów, po zakończeniu działalności przez fundusz.

⁵⁶⁸ Zob. rozważania w rozdz. 4.2.1 a, oraz 4.4.5, zawarte w niniejszej pracy.

⁵⁶⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 16.

b) Generowanie zwrotu łączonego

Zwrot łączony wiąże się z drugą z przesłanek, których spełnienie jest wymagane dla uznania danego podmiotu za będący przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania, a w konsekwencji do zakwalifikowania go jako alternatywny fundusz inwestycyjny. Zgodnie z ust. 2 lit. b wytycznych ESMA, za rzeczony rodzaj przedsiębiorstwa może zostać uznany tylko podmiot, który „gromadzi razem kapitał pozyskiwany od swoich inwestorów w celu inwestowania z uwagi na generowanie zwrotu łączonego dla tych inwestorów”. Ponownie, nieodzowne jest sięgnięcie do słowniczka znajdującego się na początku wspomnianego dokumentu ESMA, gdzie zwrot łączony zdefiniowany został jako „zwrot generowany przez ryzyko zbiorcze wynikające z nabycia, posiadania czy sprzedaży aktywów inwestycyjnych, w tym działania mające na celu zoptymalizowanie czy zwiększenie wartości tych aktywów, bez względu na to, czy generowane są różne zwroty dla inwestorów, takie jak z tytułu odpowiedniej polityki w sprawie dywidendy”. Definicja ta, mimo, że stosunkowo rozbudowana, nie wnosi jednak prawie żadnej dodatkowej treści merytorycznej, dotyczącej elementów definicyjnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych⁵⁷⁰. Jedynym aspektem, na który można w tym kontekście zwrócić uwagę jest fakt, iż ów zwrot jest „łączony”, a zatem niejako zbiorczy – wspólny dla wszystkich z inwestorów alternatywnego funduszu inwestycyjnego⁵⁷¹. W konsekwencji wniesienia przez inwestorów wkładów na działalność funduszu, wszyscy z nich co do zasady uczestniczą w podziale wypracowanego zysku⁵⁷².

Brak potrzeby wprowadzenia powyższej przesłanki wiąże się z treścią pozostałych przesłanek konstytuujących alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne, a mianowicie lokowaniem kapitału w interesie inwestorów⁵⁷³. Jeżeli bowiem alternatywny fundusz inwestycyjny nie inwestuje we własnym interesie⁵⁷⁴, a w interesie swoich inwestorów, to logiczne jest, że wygenerowany zysk będzie w istocie zyskiem łączonym, tj. zbiorczym dla wszystkich udziałowców lub

⁵⁷⁰ G. Varriale, *Ucits gaining from AIFMD uncertainty*, International Financial Law Review, London 2011, s. 7.

⁵⁷¹ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD: Success or failure?*, ECMI Commentary 2013, No. 34, s.3-5.

⁵⁷² *Ibidem*.

⁵⁷³ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 4.2.4 niniejszej pracy.

⁵⁷⁴ Projekt wytycznych ESMA, który został poddany konsultacjom społecznym zawierał jednakże postanowienie o inwestowaniu przez alternatywny fundusz inwestycyjny na rzecz samego funduszu, a nie inwestorów. W finalnej wersji wytycznych, koncepcja ta została jednak zmieniona po rozległej krytyce projektu. Zob. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 6.

akcjonariuszy spółki. Szukając jednak argumentów na obronę pewnej celowości zawarcia w wytycznych ESMA wymogu generowania przez alternatywny fundusz inwestycyjny zwrotu łączonego, można pochylić się nad drugą częścią wprowadzonej definicji. Stanowi ona *in fine*, że z punktu widzenia tego pojęcia bez znaczenia pozostaje, czy generowane są różne zwroty dla inwestorów funduszu – przykładowo na skutek specyficznej polityki w sprawie dywidendy. Nic nie stoi bowiem na przeszkodzie, aby w statucie lub umowie spółki zawarte zostało postanowienie o sposobie podziału dywidendy faworyzującym pewnych udziałowców lub akcjonariuszy⁵⁷⁵. Decyzja inwestorów w tym przedmiocie może również zostać odzwierciedlona już po zawiązaniu spółki - w odpowiedniej uchwale zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Mało prawdopodobne wydaje się jednak, aby i bez tego przepisu mogły powstać jakieś wątpliwości w zakresie wykładni przesłanek konstytuujących alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne. Niezależnie od tego, należy jednak pozytywnie ocenić zamiar prawodawcy unijnego w uszczelnieniu opisywanych regulacji, nie pozostawiając w tym kontekście pola do ewentualnych nadużyć ze strony uczestników rynku⁵⁷⁶.

4.2.2 Wielość inwestorów

Przesłanka zbierania przez alternatywną spółkę inwestycyjną aktywów od wielu inwestorów jest kolejnym elementem, który wymaga głębszego zbadania i analizy. Jej wykładnia przedstawiona przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych jest bowiem dalece nieintuicyjna. ESMA twierdzi, że przedsiębiorstwo, któremu prawo krajowe, przepisy, akty założycielskie czy jakiegokolwiek inne postanowienia lub uzgodnienia mające wiążące skutki prawne nie zakazują pozyskiwania kapitału od więcej niż jednego inwestora, powinno być traktowane jako przedsiębiorstwo pozyskujące kapitał od wielu inwestorów zgodnie z art. 4 ust. 1 lit. a ppkt (i) dyrektywy ZAFI. Powinno tak być nawet w sytuacji, gdy w rzeczywistości posiada tylko jednego inwestora. Interpretacja ta już na etapie

⁵⁷⁵ Zarówno w spółce z.o.o., jak i w spółce akcyjnej, maksymalne uprzywilejowanie udziałów (akcji) może przewyższać nie więcej niż o połowę dywidendę przysługującą udziałom (akcjom) nieuprzywilejowanym - na podstawie odpowiednio art. 196 i art. 353 § 1 k.s.h.

⁵⁷⁶ D. Zetsche (red.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive Second Edition*, Wolters Kluwer 2015, s. 56.

tworzenia wytycznych ESMA była kwestionowana⁵⁷⁷ i w dalszym ciągu wzbudza w doktrynie wiele kontrowersji⁵⁷⁸. Można wskazać kilka podstawowych argumentów, przy pomocy których próbowano podważyć interpretację Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych i przekonać ów podmiot do zmiany swojego pierwotnego stanowiska. Podnoszono bowiem, że aby można było mówić o wspomnianym wyżej zwrocie łączonym z lokat funduszu, konieczne jest wystąpienie więcej niż jednego inwestora⁵⁷⁹. Wskazywano ponadto, że w przepisie mowa o „zbieraniu kapitału od wielu inwestorów”, a nie o potencjalnej możliwości zebrania kapitału od więcej niż jednego inwestora⁵⁸⁰.

Powyższe argumenty nie spowodowały jednak osiągnięcia zamierzonego skutku przez zabierające głos podmioty. ESMA zachowała tym samym wykładnię opisywanej przesłanki w pierwotnym, niezmienionym kształcie. Jako uzasadnienie została podana wartość chroniona, którą w tym przypadku jest pewność obrotu związana z możliwością przystąpienia nowych inwestorów do zarejestrowanego lub działającego na podstawie zezwolenia alternatywnego funduszu (spółki) inwestycyjnego wraz z ubiegiem czasu funkcjonowania podmiotu⁵⁸¹. Takie podejście nie wydaje się jednak przekonujące, gdyż zakładając, że uczestnicy rynku są świadomi obowiązywania omawianych regulacji, należałoby oczekiwać, że w momencie wypełnienia przez nich przesłanek konstytuujących alternatywny fundusz (spółkę) inwestycyjny, złożą oni odpowiedni wniosek o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi lub o udzielenie zezwolenia na wykonywanie takiej działalności, jednak nastąpi to dopiero, gdy liczba inwestorów będzie większa niż jeden.

Wskazane rozumienie omawianej przesłanki uznania podmiotu za alternatywny fundusz inwestycyjny jest problematyczne również w odniesieniu do samych funduszy *venture capital*, które często inwestują w modelu koinwestycyjnym⁵⁸². Zakłada on jednorazowe ulokowanie kapitału w udziałach lub

⁵⁷⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 17.

⁵⁷⁸ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 63.

⁵⁷⁹ Argument ten był podnoszony przez stowarzyszenie *private equity* i *venture capital* już na etapie prac nad projektem wytycznych ESMA. Zob. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 17.

⁵⁸⁰ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 64.

⁵⁸¹ Por. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 18.

⁵⁸² C. Casamatta, *Financing...*, s. 2031.

akcjach konkretnej spółki przez fundusz *venture capital* wraz z koinwestorami, którzy wyrazili chęć uczestniczenia w tej konkretnej transakcji, nie powierzając przy tym kapitału funduszowi do wszystkich przeprowadzanych przez niego inwestycji. Są oni zatem odrębnymi podmiotami – zarówno w znaczeniu prawnym, jak i praktycznym. Z tego względu stowarzyszenia *private equity* i *venture capital* już na etapie konsultacji społecznych dotyczących tworzonych wytycznych ESMA opowiedziały się za potrzebą wyłączenia wehikułów koinwestycyjnych spod przepisów regulujących alternatywne fundusze inwestycyjne⁵⁸³. Czasami fundusz *venture capital* i koinwestorzy nie inwestują bowiem bezpośrednio w udziały lub akcje spółki, a tworzą w tym celu spółkę specjalnego przeznaczenia (ang. *special purpose vehicle* – SPV⁵⁸⁴), aby za jej pośrednictwem ulokować zebrany kapitał. Nie wydaje się jednak, aby przechodzenie przez zmusną procedurę administracyjną było w takim przypadku uzasadnione motywami przyświecającymi prawodawcy unijnemu w zakresie alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych.

a) Inwestor alternatywnej spółki inwestycyjnej

Odchodząc na moment od regulacji europejskich, warto przyjrzeć się samej definicji inwestora alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą określa ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Zgodnie z art. 8c ust. 1 u.f.i., inwestorem alternatywnej spółki inwestycyjnej jest podmiot, który posiada prawa uczestnictwa tej spółki. W ust. 2 i 3 zostało natomiast doprecyzowane, co należy w tym kontekście rozumieć przez prawa uczestnictwa w kontekście spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjnej oraz spółek osobowych – tj. komandytowej i komandytowo-akcyjnej. Prawami uczestnictwa są bowiem odpowiednio udział w spółce, akcja oraz ogół praw i obowiązków wspólnika w spółce. Warto zatem zauważyć, że podmioty posiadające inne instrumenty finansowe, m.in. obligacje wyemitowane przez spółkę, nie są jej inwestorami w rozumieniu przytoczonego przepisu⁵⁸⁵. Jeżeli zatem w umowie spółki jednoosobowej lub jej statucie znajdzie się postanowienie niedopuszczające przystąpienia do spółki dodatkowych wspólników lub akcjonariuszy, a inne podmioty

⁵⁸³ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 12.

⁵⁸⁴ G. B. Gorton, N. S. Souleles, *Special Purpose Vehicles...*, s. 555.

⁵⁸⁵ R. Wojciechowski, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 187.

ulokują kapitał w wyemitowanych przez nią obligacjach, nie będziemy mieć do czynienia z alternatywnym funduszem (spółką) inwestycyjnym, gdyż przesłanka wielości inwestorów nie zostanie spełniona.

Należy w tym miejscu nadmienić, iż spółką jednoosobową mogą być w myśl literalnej wykładni przepisów tylko spółki kapitałowe, tj. spółka z o.o. i spółka akcyjna – na mocy odpowiednio art. 151 § 1 i 2 k.s.h. i 301 § 1 k.s.h. W doktrynie dyskutowana jest jednak możliwość istnienia również innych jednoosobowych spółek na gruncie polskiego porządku prawnego⁵⁸⁶. Niektórzy przedstawiciele doktryny dopuszczają istnienie tzw. wtórnych⁵⁸⁷ jednoosobowych spółek osobowych⁵⁸⁸. Możliwość taką dopuszcza się m.in. jako szczególny przypadek spółki komandytowej w likwidacji, na skutek wypowiedzenia przez wspólnika udziału w spółce i w konsekwencji rozwiązania jej na mocy art. 58 pkt 5 w zw. z art. 103 k.s.h.⁵⁸⁹. Na gruncie spółki komandytowo-akcyjnej – będącą jedną z form prawnych, w których może działać alternatywna spółka inwestycyjna – rozważa się natomiast zarówno pierwotne, jak i wtórne istnienie spółki jednoosobowej⁵⁹⁰. Zwraca się jednak uwagę, że mimo praktycznej możliwości funkcjonowania jednoosobowej spółki komandytowo-akcyjnej, konstrukcja ta pozbawiona jest jednak sensu gospodarczego⁵⁹¹. Z poglądem tym należy się zgodzić, gdyż w praktyce wydaje się mało prawdopodobne, aby w obrocie funkcjonowały jednoosobowe spółki osobowe, szczególnie w kontekście tytułowej działalności inwestycyjnej. Należy również mieć na uwadze art. 2 ustawy o obligacjach⁵⁹², która ustanawia zamknięty katalog podmiotów mogących emitować obligacje. Zgodnie z jej treścią, wśród polskich typów spółek taką możliwość ma

⁵⁸⁶ Zob. R. Fronc, M. Poźniak-Niedzielska, Jeszcze o jednoosobowej spółce osobowej, *Przegląd Prawa Handlowego* 2006 nr 2, s. 17. Przeciwno takiej możliwości opowiada się natomiast A. Kidyba, który twierdzi, że funkcjonowanie jednoosobowych spółek osobowych jest sprzeczne z ich istotą oraz dotychczasową tradycją. Zob. A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz, I: Komentarz do art. 1-300 K.S.H.*, Kraków 2005, s. 423.

⁵⁸⁷ Por. S. Włodyka (red.), *System prawa handlowego, 2 B: Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2007, s. 702, który dzieli spółki jednoosobowe na tzw. pierwotne i wtórne. Pierwotne spółki jednoosobowe już od chwili ich powstania mają taką postać, natomiast wtórne spółki jednoosobowe powstają ze spółek pierwotnie wieloosobowych na skutek następczego skupienia wszystkich praw udziałowych w ramach jednego podmiotu.

⁵⁸⁸ Zob. P. Piniór, [w:] J.A. Strzępka (red.), *Kodeks spółek handlowych*, C.H. Beck Wydawnictwo Polska 2011, s. 213.

⁵⁸⁹ *Ibidem*.

⁵⁹⁰ T. Bieniek, *Charakter prawny spółki komandytowo-akcyjnej*, Kraków 2005, s. 327

⁵⁹¹ A. Szumański, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1-150*, C.H. Beck 2012, s. 876. Podobnie A. Kidyba, *Handlowe spółki osobowe*, Warszawa 2005, s. 392.

⁵⁹² Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 483 z późn. zm.).

spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością oraz – w myśl literalnego brzmienia art. 2 pkt 3 u.o.o. – spółka komandytowo-akcyjna.

b) Wcześniej istniejąca grupa

Wracając ponownie do regulacji Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, należy wspomnieć o pojęciu tzw. wcześniej istniejącej grupy, do której nawiązują ust. 15 i 16 wytycznych ESMA. Została ona zdefiniowana w słowniczku zawartym w ust. 3 wytycznych jako grupa członków rodziny, bez względu na rodzaj struktury prawnej, która może zostać utworzona przez nich w celu inwestowania w przedsiębiorstwo, oraz pod warunkiem, że jedynymi ostatecznymi beneficjentami takiej struktury są członkowie rodziny, gdzie istnienie grupy poprzedza utworzenie przedsiębiorstwa. Nie ma to zastosowania do członków rodziny dołączających do grupy po założeniu przedsiębiorstwa. Dla celów niniejszej definicji „członkowie rodziny” oznaczają małżonka danej osoby, osobę, która pozostaje w sposób trwały i ciągły w bliskim pożyciu, we wspólnym gospodarstwie domowym, krewnych w linii prostej, rodzeństwo, wujów/stryjów, ciotki, kuzynów/kuzynki pierwszego stopnia oraz osoby pozostające na utrzymaniu tej osoby.

Pojęcie wcześniej istniejącej grupy jest niewątpliwie istotne, gdyż w myśl ust. 15 wytycznych ESMA, jeżeli przedsiębiorstwo utworzono wyłącznie w celu inwestowania majątku wspomnianej grupy osób, owa grupa nie zostanie uznana za alternatywny fundusz (spółkę) inwestycyjny. Warto jednak nadmienić, iż na mocy ust. 16 wytycznych, fakt iż członek wcześniej istniejącej grupy inwestuje kapitał w dane przedsiębiorstwo wraz z inwestorami niebędącym członkami wcześniej istniejącej grupy, utworzony podmiot nie zostanie wyłączony spod regulacji dotyczących alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Ponadto, ust. 16 *in fine* stanowi, że w każdym takim przypadku wszyscy inwestorzy powinni korzystać z pełnych praw na mocy dyrektywy ZAFI. Do niestosowania omawianych regulacji wymagane jest zatem, aby wszyscy inwestorzy byli członkami wcześniej istniejącej grupy, zdefiniowanej w ust. 3 wytycznych ESMA.

Taka regulacja jest niejako substytutem wyłączenia spod przepisów dotyczących alternatywnych funduszy inwestycyjnych tzw. *family offices*, do których nawiązuje motyw 7 dyrektywy ZAFI. Stanowi on bowiem, że przedsięwzięcia inwestycyjne, takie jak podmioty typu *family office* – które

inwestują majątek prywatny inwestorów bez pozyskiwania kapitału z zewnątrz – nie powinny być uznawane za alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu niniejszej dyrektywy. Jak widać, motyw ten nie został do końca odzwierciedlony w samych przepisach dyrektywy, gdyż żaden z jej przepisów nie zawiera wprost takiego wyłączenia⁵⁹³, a w drodze przytoczonej wykładni Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, spod analizowanych regulacji wyłączone jedynie osoby powiązane stosunkiem pokrewieństwa, powinowactwa, w sposób trwały i ciągły w bliskim pożyciu, we wspólnym gospodarstwie domowym, oraz osoby pozostające na utrzymaniu danej osoby. Nie wyłączone tym samym pozostałych osób, niewskazanych wprost w wytycznych ESMA, tj. przykładowo przyjaciół i partnerów biznesowych⁵⁹⁴.

Warto zwrócić uwagę na dwa aspekty, które w omawianym kontekście porusza powyższa regulacja. Po pierwsze, należy w każdym przypadku przeanalizować ostatecznych beneficjentów tworzonej struktury prawnej, gdyż to właśnie oni powinni spełniać przesłankę bycia członkami wcześniej istniejącej grupy, aby regulacje dotyczące alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych nie znalazły zastosowania do utworzonego podmiotu⁵⁹⁵. Posiadanie przez nich udziałów, akcji lub ogółu praw i obowiązków w sposób pośredni zostało zatem zrównane przez ESMA z bezpośrednim wniesieniem kapitału w ramach przedsięwzięcia⁵⁹⁶. Jeżeli jednak ostatecznymi beneficjentami będą partnerzy, dyrektorzy, lub pracownicy wskazanych osób, to utworzone przedsiębiorstwo nie będzie korzystało ze zwolnienia⁵⁹⁷. Po drugie, regulacja stanowi wprost, że przystąpienie do przedsiębiorstwa, mające charakter wtórny wobec jego utworzenia, nie będzie korzystało z wyłączenia spod regulacji. Nie jest zatem możliwe wykorzystanie istniejącego już podmiotu do ukształtowania jego struktury właścicielskiej w sposób zgodny z analizowanym wyłączeniem, a konieczne jest

⁵⁹³ R. Zepeda, To EU, or not to EU: That is the AIFMD Question Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, s. 82-102.

⁵⁹⁴ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD...*, s.3-5.

⁵⁹⁵ D. Eckner, R. James Willette, [w:] D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive Second Edition*, Wolters Kluwer 2015, s. 641.

⁵⁹⁶ *Ibidem*.

⁵⁹⁷ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 6.

każdorazowe utworzenie nowej spółki, której inwestorami od samego początku będą wyłącznie członkowie wcześniej istniejącej grupy⁵⁹⁸.

c) **Codzienne prawo do decydowania lub kontroli**

Dodatkową przesłanką, której spełnienie jest konieczne do uznania danego podmiotu za alternatywny fundusz (spółkę) inwestycyjny, jest wymóg zawarty w ust. 12 lit. c wytycznych ESMA. Stanowi on, iż posiadacze jednostek lub akcjonariusze przedsiębiorstwa – jako grupa zbiorowa – nie mogą posiadać codziennego prawa do decydowania lub kontroli. Tego, że jeden lub więcej, ale nie wszyscy spośród wyżej wymienionych posiadaczy jednostek czy akcjonariuszy, otrzymują codzienne prawo do decydowania lub kontrolę, nie należy traktować jako wykazanie, że przedsiębiorstwo nie jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym. Należy nadmienić, iż polska wersja wytycznych ESMA zawiera błędne tłumaczenie tej przesłanki, gdyż zgodnie z jej treścią, do uznania za alternatywny fundusz inwestycyjny wymagane jest, aby wymienione osoby posiadały codzienne prawo do decydowania lub kontroli⁵⁹⁹. Abstrahując od tego, że taka regulacja byłaby sprzeczna z drugim zdaniem ustępu 12 wytycznych, to nie tylko kolidowałaby z wyłączeniem spod przedmiotowych regulacji przedsięwzięć typu *joint ventures*⁶⁰⁰, ale również byłaby niezgodna z ogólnym kształtem dyrektywy ZAFI, która reguluje działalność podmiotów zarządzających cudzym kapitałem⁶⁰¹, a nie inwestorów prowadzących działalność osobiście.

Skupiając się jednak na samej treści przytoczonej regulacji, należy sięgnąć do słowniczka, zawartego w ust. 3 wytycznych ESMA. Codzienne prawo do decydowania lub kontroli zostało w nim zdefiniowane jako „forma bezpośredniego i ciągłego prawa do decydowania, czy to wykonywanego czy nie, w sprawach operacyjnych odnoszących się do codziennego zarządzania aktywami przedsiębiorstwa, a które rozciąga się znacznie dalej niż zwykle wykonywanie prawa do decydowania czy kontroli poprzez głosowanie na zgromadzeniach akcjonariuszy w sprawach takich jak połączenie czy likwidacja, wybór przedstawicieli akcjonariuszy, mianowanie członków zarządu czy audytorów czy zatwierdzanie sprawozdań rocznych”. Podobnie jak w przypadku definicji ogólnego celu

⁵⁹⁸ D. Zetsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 63.

⁵⁹⁹ Por. European Securities and Markets Authority, Guidelines on key concepts of the AIFMD of 13.08.2013, ESMA/2013/611, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶⁰⁰ Zob. rozdz. 4.4.2 niniejszej pracy.

⁶⁰¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 15.

handlowego lub przemysłowego, w regulacji został zatem zawarty przykładowy katalog spraw objętych zakresem definicji. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych wyraźnie stwierdził, że za codzienne prawo do decydowania lub kontroli nie można uznać wykonywania przez wspólników lub akcjonariuszy spółki swoich podstawowych praw i obowiązków korporacyjnych, takich jak m.in. głosowanie na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Najważniejsza pozostaje jednak pierwsza część przytoczonej definicji, w myśl której bez znaczenia jest, czy owo codzienne prawo do decydowania lub kontroli jest wykonywane, czy też nie⁶⁰². Istotne jest wyłącznie, czy wspólnik lub akcjonariusz ma możliwość codziennego wpływania na prowadzenie przez przedsiębiorstwo bieżącej działalności⁶⁰³.

Całość regulacji w zakresie omawianej przesłanki należy zdecydowanie zaakceptować. Po pierwsze, zasadnym jest, aby przedsiębiorstwa, w których codzienne prawo do decydowania lub kontroli przyznane jest wszystkim udziałowcom, akcjonariuszom lub posiadaczom ogółu praw i obowiązków w spółce, były wyłączone spod regulacji właściwych dla alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych, gdyż przepisy te mają z założenia dotyczyć zarządzania cudzym, a nie własnym kapitałem⁶⁰⁴. Łączy się to choćby z omówionym wyżej pojęciem inwestora, które sugeruje występowanie niejako podmiotu zewnętrznego wobec samej spółki, a nie prowadzącego ją osobiście. Taka regulacja jest ponadto spójna z przesłanką pozyskiwania kapitału⁶⁰⁵, która oznacza zbieranie aktywów od osób nieprowadzących bezpośrednio działalności samej spółki. Za zasadne działanie należy również uznać zastrzeżenie w wytycznych ESMA wprost, iż dla zmaterializowania się opisanego wyłączenia spod regulacji właściwych dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych, wszyscy wspólnicy lub akcjonariusze muszą posiadać rzeczne codzienne prawo do decydowania lub kontroli. Gdyby bowiem przyjąć stanowisko odmienne, wystarczyłoby przyznać takie prawo któremukolwiek ze wspólników lub akcjonariuszy, aby skorzystać z omawianego wyłączenia. Mogłoby to doprowadzić do istotnych nadużyć ze strony uczestników rynku⁶⁰⁶. Przy obecnej regulacji teoretycznie jest możliwe takie ukształtowanie struktury przedsiębiorstwa, aby nie podlegało ono przedmiotowym regulacjom. Jeżeli

⁶⁰² D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 61.

⁶⁰³ *Ibidem*.

⁶⁰⁴ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD...*, s. 4

⁶⁰⁵ Zob. rozdz. 4.2.3 niniejszej pracy.

⁶⁰⁶ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD...*, s.5.

bowiem wszyscy wspólnicy lub akcjonariusze spółki będą ponadto członkami zarządu⁶⁰⁷, to mając potencjalne prawo do codziennego decydowania lub kontroli, nie spełnią oni przesłanki uznania za alternatywny fundusz inwestycyjny.

4.2.3 Zbieranie aktywów i pozyskiwanie kapitału

Analizując poszczególne elementy definicji alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych, należy zbadać również użyte przez polskiego ustawodawcę pojęcie zbierania kapitału. Podobnie jednak, jak w przypadku omówionej wyżej instytucji wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, w niniejszym zakresie także występuje pewna rozbieżność pojęciowa, pomiędzy europejską, a polską terminologią. Zarówno w dyrektywie ZAFI, a konkretnie jego art. 4 ust. 1 lit. a ppkt (i), jak i w wytycznych ESMA, jest mowa o pozyskiwaniu kapitału. Z uwagi na zaimplementowanie tej przesłanki do polskiej definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego w takim samym kontekście, w jakim użyto jej w dyrektywie i wytycznych, należy wysnuć wniosek analogiczny do przedstawionego w odniesieniu do instytucji wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania, tj. stwierdzić, iż pojęcia te są w istocie tożsame⁶⁰⁸. Taki wniosek jest ponadto zbieżny z potocznymi konotacjami i znaczeniem rzeczonych terminów, przez co ich desygnaty mogą zostać uznane za równoważne.

Sięgając do ust. 13 wytycznych ESMA, należy stwierdzić, że mianem pozyskiwania kapitału powinna zostać określona działalność gospodarcza polegająca na podejmowaniu bezpośrednich lub pośrednich działań przez przedsiębiorstwo lub osobę czy podmiot działający w jego imieniu (zwykle zarządzający), aby spowodować przeniesienie czy zaangażowanie kapitału przez jednego lub większą liczbę inwestorów na rzecz przedsiębiorstwa w celu zainwestowania go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. W ust. 14 zostało ponadto doprecyzowane, że w omawianym kontekście nie powinno być istotne, czy działalność odbywa się jednorazowo, kilkukrotnie czy w sposób ciągły, ani czy rzeczony przeniesienie lub zaangażowanie kapitału odbywa się w formie subskrypcji w gotówce czy w naturze. Można zatem zauważyć, że opisana

⁶⁰⁷ w przypadku spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, w której komplementariuszem jest spółka z o.o. – członkami zarządu tej spółki z o.o.

⁶⁰⁸ Por. rozdz. 4.2.1 niniejszej pracy.

definicja do złudzenia przypomina tzw. *fundraising*⁶⁰⁹, powszechnie występujący szczególnie w branży *venture capital*. Przy jego charakterystyce podkreśla się jednak aspekt pozyskiwania kapitału przez potencjalnych zarządzających funduszem *venture capital* ze źródeł zewnętrznych względem samych zarządzających i funduszu⁶¹⁰.

Brak zaakcentowania w treści omawianej regulacji kwestii zewnętrzności pozyskiwanego kapitału względem przedsiębiorstwa i osób nim zarządzających był podnoszony zarówno przez stowarzyszenia *private equity* i *venture capital*, jak i podmioty typu *hedge funds*⁶¹¹. Nie zostało bowiem stwierdzone wprost, że przedsięwzięcia typu joint ventures nie powinny zostać uznane za mieszczące się w ramach sformułowanej definicji pozyskiwania kapitału⁶¹². Z tego powodu powstaje również potencjalne zagrożenie dla struktur pojawiających się w ramach inwestycji *venture capital*, gdzie często dokonuje się tzw. koinwestycji z niezależnymi od funduszu VC koinwestorami oraz stosuje się wehikuly inwestycyjne dla rozliczania zysku z inwestycji (ang. *carried interest*⁶¹³) w spółki portfelowe⁶¹⁴. Wydaje się jednak, że przytoczone obawy, mimo, że w pewnym zakresie uzasadnione, nie powinny znaleźć wyrazu w interpretacji przepisów dokonywanej przez organy nadzoru nad rynkiem kapitałowym i organy władzy sądowniczej. Przytoczona definicja pozyskiwania kapitału zdaje się bowiem obejmować wyłącznie przypadki zbierania aktywów od inwestorów znajdujących się poza gronem samych osób zbierających. Pomimo braku literalnego stwierdzenia o takiej treści w ramach powyższej definicji, nie wydaje się jednak racjonalne, aby można było uznać, że w przypadku gdy grupa podmiotów postanowi przeprowadzić daną inwestycję wspólnie, mamy do czynienia ze zbieraniem lub pozyskiwaniem kapitału. W takiej sytuacji nie ma bowiem żadnej osoby zbierającej kapitał, a jest on jedynie wnoszony przez grupę podmiotów w ramach wspólnego przedsięwzięcia gospodarczego.

⁶⁰⁹ D. Cumming, G. Fleming, J. Suchard, *Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns*, Journal of Banking and Finance, Volume 29, Issue 2, 2005, s. 307.

⁶¹⁰ P. A. Gompers, J. Lerner, *What drives venture fundraising? Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, Harvard University National Bureau of Economic Research 1998, s. 150, http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1998-micro/1998_bpeamicro_gompers.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶¹¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 12.

⁶¹² D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 67.

⁶¹³ M. Kleinschmidt, *Venture Capital...*, s. 76.

⁶¹⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 12.

Wracając jeszcze do ust. 14 wytycznych ESMA, stanowiącego m.in., że w kontekście czynności związanych z pozyskiwaniem kapitału bez znaczenia jest, czy są one wykonywane jednorazowo, czy wielokrotnie, warto przyjrzeć się pewnej hipotetycznej sytuacji, która może mieć miejsce w praktyce. Jeżeli bowiem dany podmiot otrzyma aktywa do zainwestowania choćby od jednego inwestora⁶¹⁵ i czynność ta zostanie zakwalifikowana jako pozyskiwanie kapitału, wykonywana przez ów podmiot działalność może zostać w istocie uznana za prowadzenie alternatywnego funduszu (spółki) inwestycyjnego. Sytuacja taka może mieć miejsce nawet, gdy pozyskana od inwestora kwota będzie szczególnie małych rozmiarów, a podmiot pozyskujący kapitał sfinansuje następnie swoją działalność wyłącznie poprzez emisję obligacji korporacyjnych, czy nawet kredyt bankowy. Warto mieć zatem na uwadze daleko idące konsekwencje wprowadzonej przez ESMA wykładni omawianej przesłanki uznania za alternatywny fundusz inwestycyjny.

4.2.4 Lokowanie w interesie inwestorów

Kolejną przesłanką konstytuującą alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne jest lokowanie aktywów zebranych od inwestorów w interesie tychże inwestorów. Pomimo wyrażenia licznych wątpliwości⁶¹⁶ oraz podkreślenia potrzeby ustosunkowania się przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych do niniejszej przesłanki, jej wykładnia nie została zawarta w finalnej wersji wytycznych ESMA. Należy jednak dokonać analizy tego elementu definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego, jako mającego istotne znaczenie dla zakwalifikowania działalności do tej kategorii. Skoro pozyskany od inwestorów kapitał ma być lokowany w interesie inwestorów, a nie samej spółki, to warto zastanowić się, jakie sytuacje powinny zostać objęte zakresem przedmiotowej regulacji. W ramach polskiej doktryny prawniczej, w odniesieniu do spółek kapitałowych funkcjonuje powszechnie przyjmowany pogląd o odrębności majątku spółki od majątku jej wspólników⁶¹⁷. Koncepcja ta jest rzecz jasna związana z przyznaniem przez ustawodawcę spółkom kapitałowym osobowości

⁶¹⁵ Zgodnie z ust. 17 wytycznych ESMA, nie jest wykluczone, że pomimo literalnego brzmienia definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego, jako podmiot spełniający definicyjne przesłanki uznane zostanie przedsiębiorstwo, które ma tylko jednego inwestora. Zob. uwagi poczynione na gruncie rozdz. 4.2.2 niniejszej pracy.

⁶¹⁶ Zob. European Securities and Markets Authority (ESMA), *Consultation paper - Guidelines on key concepts of the AIFMD of 19 December 2012*, ESMA/2012/845, s. 31 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶¹⁷ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 265.

prawnej w art. 12 k.s.h., ustanawiającym zasadę konstytutywnego wpisu spółki do rejestru przedsiębiorców, na mocy którego uzyskuje ona rzeczoną osobowość prawną⁶¹⁸. Podobna idea znana jest również w literaturze zagranicznej jako zasłona korporacyjna (ang. *corporate veil*), oddzielająca podmiotowość spółki i jej wspólników⁶¹⁹. Owa zasłona, zapewniając odrębność obu mas majątkowych, stanowi obecnie rdzeń współczesnego obrotu gospodarczego⁶²⁰.

Pochylając się zatem nad sednem analizowanej przesłanki, należy zaznaczyć, że abyśmy mogli mówić o alternatywnym funduszu (spółce) inwestycyjnym, podmiot ten musi lokować aktywa w interesie swoich inwestorów, a nie swoim własnym. Może jednak zdarzyć się sytuacja, że interesy te będą w istocie zbieżne⁶²¹, gdyż interes inwestorów jest niejako pochodną interesu samej spółki. Niezależnie bowiem od tego, czy wypłacają oni ze spółki zysk w formie dywidendy, czy dopiero na etapie podziału majątku likwidacyjnego spółki, jak ma to miejsce w większości przypadków właściwych funduszom *venture capital*⁶²², działających co do zasady przez z góry określony okres czasu, dla dochodu inwestorów konieczne jest wygenerowanie zysku przez samą spółkę. Ani prawodawca unijny, ani polski ustawodawca nie sprecyzował jednak co należy rozumieć przez interes inwestorów⁶²³. Wydaje się zatem, że każdy przypadek powinno się ocenić odrębnie i każdorazowo zbadać, jaki był cel powierzenia przez inwestorów kapitału podmiotowi zbierającemu od nich aktywa⁶²⁴. Z tego względu powyższa konkluzja będzie prawidłowa jedynie w przypadku, gdy interesem inwestorów było wygenerowanie zysku z zainwestowanego kapitału. Wydaje się jednak, że w praktyce z taką sytuacją będziemy mieli do czynienia najczęściej. Niemniej jednak, pojawia się poważny problem, gdy osoby zarządzające spółką działają

⁶¹⁸ J. Frąckowiak [w:] W. Pyziół (red.), A. Kidyba, W. Popiołek, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LexisNexis 2008, s. 63.

⁶¹⁹ H. Hansmann, R. Kraakman, R. Squire, *Law and the Rise of the Firm*, "Harvard Law Review" 2005, No. 119, s. 1337.

⁶²⁰ M. Romanowski, *Cel spółki i charakter prawny umowy spółki*, „Studia Prawa Prywatnego” 2015, nr 3, s. 64.

⁶²¹ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 43-51.

⁶²² J. Barrot. *Investor Horizon...*, s. 3017.

⁶²³ R. Zepeda, *To EU, or not to EU: That is the AIFMD Question*, *Journal of International Banking Law and Regulation* 2014, Vol. 29, s. 82-102.

⁶²⁴ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD...*, s.3-5.

w istocie na szkodę swoich inwestorów⁶²⁵. Nie jest jasne, czy w takim przypadku przedmiotowa przesłanka będzie mogła zostać uznana za spełnioną. Wydaje się jednak, że należałoby stwierdzić, iż w takiej sytuacji wystarczające będzie formalne wskazanie na cel korzystny dla inwestorów w dokumentach spółki.

Można wyobrazić sobie także inne cele inwestycyjne towarzyszące powierzeniu funduszowi kapitału. Jednym z nich jest choćby często spotykana chęć pozyskanie unikatowej, wartościowej własności intelektualnej (ang. *know-how*⁶²⁶) od spółek portfelowych z sektora, w którym specjalizuje się dany fundusz. Inwestorem funduszu może być bowiem korporacja z tej właśnie branży, przez co innowacyjna technologia uzyskana od *startupu* pozwoli jej na osiągnięcie w dłuższej perspektywie znacznie wyższego zysku wraz z innymi korzyściami dodatkowymi, niż byłoby to możliwe poprzez bezpośredni dochód z inwestycji w spółkę portfelową. Innym potencjalnym interesem inwestora może być pobudzenie poprzez inwestycje rozwoju danej gałęzi rynku, której postęp jest komplementarny wobec prowadzonej przez inwestora działalności. Przykładem może być tutaj choćby inwestowanie przez przedsiębiorstwa logistyczne i transportowe w autonomiczne pojazdy, które mogłyby zrewolucjonizować transport dóbr i osób⁶²⁷. Można także rozważać tworzenie alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych *pro bono*, tj. bez zamiaru generowania zysku, a jedynie z myślą o wspieraniu rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw i przedsiębiorców o konkretnym profilu⁶²⁸. Należałoby w takim przypadku zastanowić się, czy taka inicjatywa mogłaby w ogóle zostać uznana za alternatywny fundusz inwestycyjny, z uwagi na brak chęci realizowania przez nią zysku. Wydaje się jednak, że żadna z przesłanek konstytuujących alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne nie stoi temu na przeszkodzie.

⁶²⁵ Kwestia ta ma dużą doniosłość praktyczną choćby w kontekście oszustwa na ogromną skalę, tj. prawie 1 mld złotych, związanego ze spółką Amber Gold z 2012 r., która uznana została za piramidę finansową, a wyrok w tej sprawie zapadł 16.10.2019 r. Zob. <https://businessinsider.com.pl/wiadomosci/afera-amber-gold-wyrok-sadu-katarzyna-p-i-marcin-p-skazani/8vwjesl>. Oszustwo o zbliżonym charakterze miało też miejsce ok. dekadę wcześniej i związane było z Warszawską Grupą Inwestycyjną, która działała na polskim rynku od ok. 2004 roku.

⁶²⁶ M. Sørensen, *How Smart Is Smart Money...*, s. 2731.

⁶²⁷ Jedną z tego typu transakcji przeprowadziła spółka logistyczna UBS, która zainwestowała w wyceniany na ponad miliard dolarów *startup* TuSimple, zajmujący się rozwojem autonomicznych pojazdów. Zob. K. Korosec, *UPS takes minority stake in self-driving truck startup TuSimple*, TechCrunch 2019, dostępne w internecie <https://techcrunch.com/2019/08/15/ups-takes-minority-stake-in-self-driving-truck-startup-tusimple/> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶²⁸ Przykładem zagranicznego o takim profilu może być amerykański Beyond Capital Fund, który zajmuje się działalnością *private equity i venture capital* w celach społecznych na terenie południowej i wschodniej Afryki oraz w Indiach. Zob. <http://beyondcapital.vc/> (dostęp: 15.02.2020 r.).

W przypadku, gdy rzeczony interes inwestorów będzie miał wspomniany pozafinansowy charakter, należałoby zbadać, czy określona i przyjęta przez spółkę polityka inwestycyjna oraz jej praktyczne skutki są zbieżne z celami zamierzonymi przez jej inwestorów. Podobnie jak w przypadku pojęcia wcześniej istniejącej grupy⁶²⁹, przy analizie niniejszej przesłanki również należy badać ostatecznego beneficjenta (ang. *ultimate beneficiary*) zaalokowanego kapitału⁶³⁰. Zwraca się ponadto uwagę, że podobnie jak w odniesieniu do pozostałych elementów definicyjnych alternatywnego funduszu inwestycyjnego, i w tym przypadku należy kierować się raczej określoną przez spółkę polityką inwestycyjną, niż faktycznymi rezultatami dokonywanych lokat⁶³¹. Jeżeli bowiem nadrzędnym celem funduszu będzie zrealizowanie zysku z inwestycji, a zysk ten ostatecznie nie zostanie przezeń osiągnięty, nie można na tej podstawie stwierdzić, że podmiot ten nie wykonywał działalności spełniającej znamiona alternatywnego funduszu (spółki) inwestycyjnego, gdyż inwestycje faktycznie okazały się nierentowne⁶³². Warto jednak podkreślić, że beneficjentami zamierzonego przez fundusz zysku muszą być zawsze ci sami inwestorzy, którzy wnieśli do niego kapitał, a nie przykładowo grupa nieskonkretyzowanych, potencjalnych inwestorów, którzy mogą przystąpić do przedsięwzięcia w przyszłości⁶³³.

4.2.5 Określona polityka inwestycyjna

Ostatnią przesłanką wskazaną wprost w definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego, której spełnienie jest konieczne dla możliwości określenia danego podmiotu tym mianem, jest posiadanie przezeń określonej polityki inwestycyjnej. Warto jednak nadmienić, iż zgodnie z art. 2 pkt 10a u.f.i., będącego implementacją art. 4 ust. 1 lit. a ppkt (i) dyrektywy ZAFI, oprócz samego posiadania przez fundusz określonej polityki inwestycyjnej, samo lokowanie przez alternatywny fundusz inwestycyjny aktywów zebranych od inwestorów również musi odbywać się zgodnie z postanowieniami tejże polityki. Omawiane regulacje wymagają zatem, aby faktyczne działania funduszu odzwierciedlały założony przezeń teoretyczny model działania, nakazując tym samym wdrażanie w praktyce wyznaczonego celu inwestycyjnego.

⁶²⁹ Zob. rozdz. 4.2.2 b, zawarty w niniejszej pracy.

⁶³⁰ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 40.

⁶³¹ G. Varriale, *UCITS gaining from AIFMD*, s. 11.

⁶³² *Ibidem*.

⁶³³ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 55.

W doktrynie podkreśla się, że z uwagi na brak sprecyzowania przez ustawodawcę minimalnej treści polityki inwestycyjnej w odniesieniu do alternatywnych spółek (funduszy) inwestycyjnych, konieczne jest zastosowanie do nich w drodze analogii art. 20 u.f.i., dotyczącego funduszy inwestycyjnych⁶³⁴. Wskazane zostały w nim trzy podstawowe sposoby określania celu inwestycyjnego funduszu⁶³⁵, które na gruncie alternatywnych funduszy inwestycyjnych powinny znaleźć odpowiednie zastosowanie.

Polityka inwestycyjna alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych powinna zawierać obowiązujące w ramach całej polityki inwestycyjnej wyliczenie o charakterze enumeratywnym, obejmujące rodzaje i typy papierów wartościowych oraz innych praw majątkowych mogących być przedmiotem lokat. Wskazane powinny zostać w nim m.in. dopuszczalne formy prawne spółek portfelowych alternatywnej spółki inwestycyjnej⁶³⁶. Należy ponadto zawrzeć w niej określenie kryteriów doboru lokat, tj. wyszczególnienie warunków, okoliczności i cech, które będą brane pod uwagę przez osoby zarządzające alternatywnym funduszem (spółką) inwestycyjnym przy doborze jego aktywów, a także przypisanie konkretnej istotności do każdej z cech, aby nie powstawały wątpliwości co do sposobu kształtowania przez fundusz jego portfela inwestycyjnego. Jedną z kategorii aktywów funduszu powinny być również produkty bankowe, szczególnie depozyty, które zapewnią mu płynność finansową oraz przychody z aktywów w czasie selekcji i analizy spółek portfelowych⁶³⁷. Podążając za treścią art. 20 ust. 1 u.f.i., na podstawie jego punktu trzeciego, polityka inwestycyjna powinna też określać zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne, wskazując wielkości procentowe poszczególnych kategorii aktywów, które mogą znaleźć się w portfelu inwestycyjnym funduszu. Ostatni punkt art. 20 ust. 1 u.f.i. ustanawia ponadto wymóg, aby polityka inwestycyjna zawierała określenie dopuszczalnej wysokości zaciąganych przez fundusz kredytów i pożyczek, uwzględniając przy tym zasady dźwigni finansowej, jeśli jej stosowanie zostało przewidziane przez zarządzających alternatywnym funduszem (spółką) inwestycyjnym.

Warto również nakreślić granice pomiędzy celem inwestycyjnym a polityką inwestycyjną funduszu. Określenie celu inwestycyjnego funduszu ma za zadanie

⁶³⁴ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 22.

⁶³⁵ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 1.4.3 a, zawartym w niniejszej pracy.

⁶³⁶ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1018..

⁶³⁷ *Ibidem*.

umożliwić inwestorom ocenę korzyści, mogących wiązać się z powierzeniem mu kapitału, natomiast wskazanie zasad polityki inwestycyjnej służy oszacowaniu ryzyka, związanego z tymże powierzeniem⁶³⁸. Zasady polityki inwestycyjnej funduszu stanowią niejako uszczegółowienie sposobu osiągnięcia celu inwestycyjnego i z tego względu powinny być z nim całkowicie spójne⁶³⁹. W doktrynie wskazuje się z tego względu dwie zasadnicze funkcje zasad inwestycyjnych funduszu. Po pierwsze, jej zadaniem jest sprecyzowanie sposobów osiągnięcia założonych przez fundusz celów inwestycyjnych. Po drugie, umożliwia ona inwestorom oszacowanie ryzyka, które wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa, certyfikatów inwestycyjnych, czy udziałów lub akcji funduszu⁶⁴⁰. Zasada dywersyfikacji lokat⁶⁴¹ jest natomiast konstytutywną cechą funduszy inwestycyjnych, stanowiącą niejako rdzeń polityki inwestycyjnej⁶⁴². Jest ona procesem takiej alokacji kapitału, która z założenia ma maksymalnie ograniczać ekspozycję portfela inwestycyjnego na poszczególne instrumenty, aktywa lub ryzyka⁶⁴³. Jej zasadność od dekad eksponowana jest w ramach nauki ekonomii i finansów⁶⁴⁴. Komisja Nadzoru Finansowego podkreśla tym samym, że dywersyfikowanie aktywów funduszu ma służyć redukcji ryzyka inwestycyjnego, związanego z prowadzoną działalnością⁶⁴⁵. Warto również nadmienić, że poprzez określenie w polityce inwestycyjnej zasad doboru lokat, zwiększa się nie tylko prawdopodobieństwo, ale również stopień realizacji celu inwestycyjnego funduszu⁶⁴⁶.

Odnosząc powyższe uwagi do polityki inwestycyjnej jako przesłanki konstytuującej alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne, należy sięgnąć do ust. 20 wytycznych ESMA, zawierającego podstawowe czynniki, które indywidualnie lub łącznie wskazują na posiadanie przez dany podmiot polityki inwestycyjnej spełniającej wymogi przedmiotowej regulacji. Pierwszym z nich jest okoliczność, że polityka inwestycyjna jest określona i ustalona, najpóźniej do czasu, kiedy zobowiązania inwestorów w stosunku do przedsiębiorstwa stają się wobec

⁶³⁸ M. Michalski, L. Sobolewski, *Prawo o funduszach*...s. 183.

⁶³⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*..., s. 57.

⁶⁴⁰ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach*..., s. 138.

⁶⁴¹ Dywersyfikacja lokat w ramach portfela inwestycyjnego funduszu została szczegółowo opisana w rozdz. 1.4.3 b, znajdującym się w niniejszej pracy.

⁶⁴² M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*..., s. 149.

⁶⁴³ A. O'Sullivan, S. M. Sheffrin, *Economics*..., s. 273.

⁶⁴⁴ P. Samuelson, *General Proof that Diversification Pays*...

⁶⁴⁵ Por. stanowisko Urzędu KNF z 5.03.2018 r. w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej...

⁶⁴⁶ R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska 2011, s. 341.

nich wiążące. Przesłanka ta łączy się z innym elementem definicyjnym alternatywnego funduszu inwestycyjnego, a mianowicie z kwestią codziennego prawa do decydowania lub kontroli, którego co do zasady nie powinni posiadać inwestorzy, aby dany podmiot mógł zostać uznany za alternatywny fundusz inwestycyjny⁶⁴⁷. Drugim z czynników wymienionym w ust. 20 wytycznych ESMA jest wymóg, aby polityka inwestycyjna była określona w dokumencie, który staje się częścią lub do którego odsyłają przepisy lub akty założycielskie przedsiębiorstwa. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych uznał zatem, że polityka inwestycyjna nie może być jedynie zbiorem nieuchwytnych strategii stosowanych przez zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, lecz powinna zostać utrwalona w formie pisemnej⁶⁴⁸. Trzecią przesłanką jest obowiązek przestrzegania polityki inwestycyjnej po stronie zarządzających przedsiębiorstwem względem inwestorów. Nie ma przy tym znaczenia, czy ów obowiązek jest prawnie egzekwowany przez osoby uprawnione, ani jakie jest jego źródło.

Ostatnim z czynników wymienionych w przywołanym ustępie wytycznych jest określenie przez politykę inwestycyjną kryteriów inwestycyjnych w odniesieniu do zagadnień obejmujących niektóre lub wszystkie z następujących: inwestowanie w pewne kategorie aktywów lub przestrzeganie pewnych ograniczeń dotyczących alokacji aktywów; realizowanie pewnych strategii; inwestowanie w określonych regionach geograficznych; przestrzeganie ograniczeń dotyczących dźwigni finansowej; przestrzeganie minimalnych okresów utrzymywania; lub przestrzeganie innych ograniczeń mających na celu zapewnienie dywersyfikacji ryzyka. Wyraźnie więc widać, że przesłanka ta została uregulowana w sposób bardzo szeroki, obejmujący swoim zakresem wszystko, co intuicyjnie mogłoby się nasuwać jako rozumienie polityki inwestycyjnej⁶⁴⁹. Z tego względu, łącząc ten fakt z treścią ust. 20 *ab initio* wytycznych ESMA, wprowadzającego zastrzeżenie, że spełnienie któregośkolwiek z wymienionych czynników jest wystarczające dla uznania danego podmiotu za posiadający określoną politykę inwestycyjną i w konsekwencji za alternatywny fundusz (spółkę) inwestycyjny, powyższe uwagi poczynione w kontekście pozostałych czynników z przywołanej regulacji pozostają w praktyce

⁶⁴⁷ Zob. rozważania poczynione na gruncie rozdz. 4.2.2 c, zawartego w niniejszej pracy.

⁶⁴⁸ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 19.

⁶⁴⁹ D. Zetsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 64.

bez znaczenia⁶⁵⁰. Nie jest bowiem istotne, czy polityka inwestycyjna będzie miała formę pisemną i zostanie zawarta w dokumencie, ani czy jej ustalenie miało miejsce przed przystąpieniem do spółki inwestorów, gdyż sam fakt, iż będzie ona określała chociażby „realizowanie pewnych strategii” przez fundusz może spowodować, że dany podmiot zostanie uznany za posiadający określoną politykę inwestycyjną⁶⁵¹. Należy przy tym zauważyć, że w praktyce każdy podmiot zajmujący się działalnością inwestycyjną lokuje zarządzane przez siebie aktywa w oparciu o jakąś strategię, gdyż z pewnego uniwersum wszystkich możliwych inwestycji wybiera konkretne z nich, wśród których zawsze można wskazać pewną wspólną cechę – biorąc pod uwagę jakieś kryterium na większym lub mniejszym poziomie ogólności⁶⁵².

Warto również wspomnieć o treści ust. 21 i 22 wytycznych ESMA, które zawierają dwa istotne zastrzeżenia dotyczące posiadania przez dany podmiot polityki inwestycyjnej. Pierwsze z nich ściśle wiąże się z innym pojęciem wprowadzonym przez wytyczne, a mianowicie z ogólnym celem handlowym lub przemysłowym⁶⁵³. Za wytyczne inwestycyjne mogące zostać zakwalifikowane jako polityka inwestycyjna, uznaje się bowiem tylko takie postanowienia, które nie mieszczą się w zakresie definicji ogólnego celu handlowego lub przemysłowego. Powinny one zatem pozostawać w pewien sposób specjalistyczne i dotyczyć działalności inwestycyjnej, a nie przemysłowej, produkcyjnej, czy handlowej⁶⁵⁴. Druga z przywołanych regulacji dotyczy korzystnego dla uczestników rynku zastrzeżenia, zgodnie z którym pozostawienie pełnej swobody podejmowania decyzji inwestycyjnych osobie prawnej zarządzającej przedsiębiorstwem nie powinno być interpretowane jako obchodzenie postanowień dyrektywy ZAFI. Jeżeli zatem umowa pomiędzy zarządzającym alternatywnym funduszem inwestycyjnym a inwestorami nie zawiera żadnych wytycznych, którymi ów zarządzający powinien kierować się podczas dokonywania inwestycji, podmiot ten potencjalnie mógłby zostać zakwalifikowany jako nieposiadający określonej polityki inwestycyjnej i nie podlegać regulacjom właściwym dla alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych⁶⁵⁵. Biorąc jednak pod uwagę, iż

⁶⁵⁰ *Ibidem*, s. 65.

⁶⁵¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*

⁶⁵² D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 66.

⁶⁵³ Por. rozważania w rozdz. 4.2.1 a, zawartym w niniejszej pracy.

⁶⁵⁴ D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 67.

⁶⁵⁵ *Ibidem*, s. 69.

czynniki wskazane w ust. 20 wytycznych ESMA nie muszą być spełnione łącznie, a także zakładając, że w praktyce każdy podmiot wykonujący działalność inwestycyjną kieruje się jakimiś kryteriami przy doborze lokat, niniejszy przepis wydaje się mieć ograniczoną użyteczność praktyczną.

4.3 Klient profesjonalny, detaliczny i wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu

Pomimo, że pojęcia klienta profesjonalnego i wprowadzania do obrotu nie zostały literalnie włączone do definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej, to w praktyce pozostają one jednak z nią nierozłącznie związane. Zgodnie bowiem z art. 2 pkt 28a u.f.i., przez wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu rozumie się proponowanie objęcia nowych lub podwyższenia wartości nominalnej istniejących udziałów (w przypadku spółki z o.o.), proponowanie objęcia akcji nowej emisji oraz sprzedaż akcji własnych (w przypadku spółki akcyjnej i spółki komandytowo-akcyjnej) lub podejmowanie czynności związanych z przystąpieniem do spółki nowych komandytariuszy lub zwiększeniem wkładu dotychczasowych komandytariuszy (w przypadku spółki komandytowej). Najogólniej można zatem stwierdzić, że jest to oferowanie potencjalnym inwestorom możliwości przystąpienia do alternatywnej spółki inwestycyjnej w roli uczestnika⁶⁵⁶. Samo proponowanie objęcia nowych udziałów (akcji) spółki lub podwyższenie ich wartości nominalnej odbywa się, rzecz jasna, w drodze przeprowadzenia podwyższenia kapitału zakładowego⁶⁵⁷. Zarówno na gruncie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i na gruncie spółki akcyjnej, podwyższenie to następuje z chwilą wpisania do rejestru przedsiębiorców przez sąd rejestrowy – na mocy odpowiednio art. 262 § 4 k.s.h. oraz art. 441 § 4 k.s.h.. Wpis ten w obu przypadkach ma zatem charakter konstytutywny⁶⁵⁸.

Pojęcie to jest istotne z punktu widzenia regulacji dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych z uwagi na treść art. 70f u.f.i., którego ust. 1 stanowi, że alternatywna spółka inwestycyjna co do zasady może być wprowadzana do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej jedynie wśród klientów profesjonalnych. Wśród klientów detalicznych możliwe jest to wyłącznie, jeżeli prawa uczestnictwa tej spółki są

⁶⁵⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 36.

⁶⁵⁷ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 73.

⁶⁵⁸ M. Dumkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Wybór orzecznictwa*, Wolters Kluwer Polska, 2015, s. 561; M. Rodzynekiewicz, *Kodeks spółek...*, s. 1423.

papierami wartościowymi i informacje o nich oraz warunkach ich nabycia, stanowiące wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych, udostępniane są, w dowolnej formie i w dowolny sposób, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi. W doktrynie podkreśla się⁶⁵⁹, że niniejsza definicja jest spójna z pojęciem oferty publicznej, zawartym w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁶⁶⁰. Stosowanie wskazanej ustawy nakazuje ponadto art. 70f ust. 2 u.f.i., stanowiąc, że wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu wśród klientów detalicznych następuje na zasadach określonych w u.o.p.

W kontekście powyższego, nie sposób nie wspomnieć o definicji klienta profesjonalnego i klienta detalicznego. Zostały one zawarte w słowniczku ustawowym, znajdującym się w art. 2 u.f.i. Zgodnie ze stosunkowo obszerną definicją z art. 2 pkt 13a u.f.i., przez pojęcie klienta profesjonalnego rozumie się podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona usługa, albo któremu proponowane jest nabycie jednostek uczestnictwa, objęcie certyfikatów inwestycyjnych albo nabycie lub objęcie praw uczestnictwa alternatywnej spółki inwestycyjnej, posiadający doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. W dalszej części przepisu wymieniona została rozległa lista podmiotów, które spełniają niniejsze przesłanki. Są to m.in. banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, inne instytucje finansowe, podmioty prowadzące działalność regulowaną na rynku finansowym, organy publiczne, inni inwestorzy instytucjonalni, których podstawowym przedmiotem działalności jest inwestowanie w instrumenty finansowe oraz alternatywne spółki inwestycyjne, inne instytucje wspólnego inwestowania, towarzystwa funduszy inwestycyjnych i zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Przepis stanowi zatem wprost, że zarówno alternatywne spółki inwestycyjne, jak i podmioty nimi zarządzające, jeżeli rzecz jasna stanowią one osobny byt prawny, tj. zarządzają alternatywną spółką inwestycyjną w sposób zewnętrzny, nie tylko mogą być

⁶⁵⁹ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 895.

⁶⁶⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 623).

inwestorami innych alternatywnych spółek inwestycyjnych, ale dodatkowo, dla celów omawianej regulacji, uważani są za klientów profesjonalnych.

Warto również zwrócić uwagę na treść art. 2 pkt 13a lit. k u.f.i., zgodnie z którą klientem profesjonalnym jest także przedsiębiorca, który spełnia co najmniej dwa z następujących trzech wymogów: suma bilansowa tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej równowartość w złotych 20 000 000 euro; osiągnięta przez tego przedsiębiorcę wartość przychodów ze sprzedaży wynosi co najmniej równowartość w złotych 40 000 000 euro; lub kapitał własny lub fundusz własny tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej równowartość w złotych 2 000 000 euro. W tym przypadku ustawodawca odwołał się zatem nie do formy prawnej podmiotu, ale do jego danych finansowych. Powyższe progi zostały jednak ustalone na stosunkowo wysokim poziomie, biorąc pod uwagę realia polskiego rynku, przez co wydaje się mało prawdopodobne, aby jakiemuś podmiotowi rzeczywiście przysługiwał status klienta profesjonalnego na podstawie tej normy prawnej. W większości przypadków taki podmiot będzie bowiem instytucją finansową, która na podstawie art. 2 pkt 13a lit. h u.f.i. uznawana jest za klienta profesjonalnego. Aby zdekodować definicję instytucji finansowej, należy sięgnąć do art. 4 pkt 7 ustawy prawo bankowe⁶⁶¹, który odsyła do treści rozporządzenia 575/213⁶⁶². Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 26 owego rozporządzenia, jest to przedsiębiorstwo, którego podstawową działalnością jest nabywanie pakietów akcji lub wykonywanie co najmniej jednego spośród rodzajów działalności wymienionych w pkt 2-12 i pkt 15 załącznika i do dyrektywy 2013/36/UE⁶⁶³, tj. m.in. udzielanie kredytów, leasing finansowy, usługi płatnicze, obrót instrumentami rynku pieniężnego, dewizami, opcjami, doradztwo dla przedsiębiorstw gospodarczych, zarządzanie portfelem i doradztwo inwestycyjne, a także emisja pieniądza elektronicznego.

Definicja klienta detalicznego została natomiast zawarta w art. 2 pkt 13b u.f.i. i stanowi, że rozumie się przez to podmiot, na którego rzecz jest lub ma być świadczona usługa, albo któremu proponowane jest nabycie jednostek uczestnictwa,

⁶⁶¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2187 z późn. zm.).

⁶⁶² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 1 z późn. zm.).

⁶⁶³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 338 z późn. zm.).

objęcie certyfikatów inwestycyjnych albo nabycie lub objęcie praw uczestnictwa alternatywnej spółki inwestycyjnej, niebędący klientem profesjonalnym albo będący klientem profesjonalnym, którego traktuje się, świadcząc na jego rzecz usługi, albo proponując nabycie jednostek uczestnictwa, objęcie certyfikatów inwestycyjnych albo nabycie lub objęcie praw uczestnictwa alternatywnej spółki inwestycyjnej, jak klienta detalicznego. Wskazana regulacja ma niejako charakter dychotomiczny, gdyż wszystkie podmioty niespełniające definicji klienta profesjonalnego zostają zakwalifikowane jako klienci detaliczni⁶⁶⁴. Ustawodawca przewidział możliwość, że pomimo braku przynależności danego podmiotu do katalogu wymienionego w art. 2 pkt 13a lit. k u.f.i., możliwe jest jednak uznanie go za klienta profesjonalnego⁶⁶⁵. O ile w odniesieniu do klientów funduszy inwestycyjnych towarzystwo funduszy inwestycyjnych może zakwalifikować dany podmiot jako profesjonalny nie tylko na podstawie wniosku podmiotu, ale również samodzielnie, to w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych i ich zarządzających, jest to możliwe wyłącznie na skutek złożenia odpowiedniego wniosku.

Ze wskazaną regulacją koresponduje art. 70k ust. 1 u.f.i., zawarty w rozdziale 1 działu IIIa ustawy, dotyczącym alternatywnych spółek inwestycyjnych i zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Stanowi on bowiem, że zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, na wniosek podmiotu innego niż określony w art. 2 pkt 13a lit. a-m u.f.i. oraz w zakresie określonym w takim wniosku, może traktować ten podmiot jak klienta profesjonalnego, pod warunkiem że podmiot ten posiada wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych oraz właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Zdanie drugie przywołanego przepisu stanowi jednak, że przed uwzględnieniem wniosku zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną ustala wiedzę tego podmiotu o zasadach traktowania klientów profesjonalnych w zakresie, którego wniosek dotyczy. Należy w tym miejscu podkreślić, że obecna praktyka rynkowa wskazuje na traktowanie omawianego przepisu wyłącznie jako niepraktyczny wymóg formalny, przez co nie odzwierciedla on rzeczywistego stanu wiedzy potencjalnego inwestora o danym produkcie inwestycyjnym oraz świadomości ewentualnych konsekwencji podjętej decyzji

⁶⁶⁴ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 91.

⁶⁶⁵ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 37.

inwestycyjnej⁶⁶⁶. Przepisy prawa nie nakładają bowiem na zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi obowiązku stosowania żadnych konkretnych kryteriów, na podstawie których powinna przebiegać weryfikacja wiedzy i doświadczenia inwestorów⁶⁶⁷. Z tego względu Komisja Nadzoru Finansowego apeluje do potencjalnych inwestorów o zachowanie ostrożności i liczenie się z faktem występowania istotnego ryzyka inwestycyjnego⁶⁶⁸. Ustęp drugi przytoczonego przepisu zawiera niejako regulację lustrzaną, pozwalającą na uznanie klienta profesjonalnego za detalicznego – na jego wniosek. Trudno jednak wyobrazić sobie, żeby jakiś podmiot skorzystał z tej możliwości, z uwagi na wskazane wyżej liczne obostrzenia i dodatkowe wymogi wiążące się z wprowadzaniem alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu wśród klientów detalicznych.

Przed wprowadzeniem alternatywnej spółki inwestycyjnej, czy to wśród klientów profesjonalnych, czy detalicznych, zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną obowiązany jest, na podstawie art. 70f ust. 4 u.f.i., zawiadomić w formie pisemnej KNF o takim zamiarze. Ustawodawca nie wskazał jednak terminu, w jakim powinno nastąpić owo zawiadomienie i nie określił, co należy rozumieć przez zamiar wprowadzenia do obrotu, o którym mowa w przepisie⁶⁶⁹. Ustępy 5 i 6 przytoczonego artykułu precyzują, co powinno zawierać wspomniane zawiadomienie. Jeżeli któryś z obligatoryjnych elementów wskazanych w ustawie nie zostanie dołączony, to KNF powinna wezwać zawiadamiającego do usunięcia braków formalnych pod rygorem pozostawienia zawiadomienia bez rozpoznania. Artykuł 70f ust. 7 u.f.i. stanowi natomiast, że Komisja może zgłosić – w drodze decyzji – sprzeciw wobec zamierzonego wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu, jeżeli zarządzanie tą spółką przez podmiot zarządzający nie jest zgodne z przepisami prawa lub zachodzi uzasadnione podejrzenie, że nie będzie zgodne z przepisami prawa, lub ów zarządzający narusza określone w przepisach prawa warunki dotyczące podjęcia

⁶⁶⁶ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru nad zarządzającymi ASI wpisanymi do rejestru zarządzających ASI, dostępne pod https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_w_sprawie_nadzoru_Komisji_nad_zarządzającymi_ASI_wpisanymi_do_rejestru_ZASI_62655.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶⁶⁷ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 38.

⁶⁶⁸ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru...

⁶⁶⁹ J. Kmiec, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 951.

i prowadzenia swojej działalności lub działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej lub zachodzi uzasadnione podejrzenie takiego naruszenia.

W doktrynie podkreśla się, że przyczyny zgłoszenia przez KNF sprzeciwu mają charakter materialny i w dużej mierze ocenny, w szczególności w odniesieniu do uzasadnionego podejrzenia naruszenia, o którym mowa w przepisie⁶⁷⁰. Na wydanie sprzeciwu Komisja ma 20 dni roboczych od dnia otrzymania wszystkich dokumentów i informacji. Sprzeciw ten wydawany jest w formie decyzji administracyjnej. Zgodnie z art. 70f ust. 8 *in fine* u.f.i., Komisja powinna również poinformować o możliwości wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu – w tym przypadku nie jest jednak wydawana decyzja administracyjna. Ustawodawca nie sprecyzował przy tym, w jakiej formie powinno odbyć się to poinformowanie zainteresowanego. Należy zatem przyjąć, że zgodnie z zasadą pisemności wyrażoną w art. 14 ust. 1 k.p.a.⁶⁷¹, taka informacja powinna zostać przekazana na piśmie⁶⁷². Ma to istotne znaczenie praktyczne z uwagi na treść art. 70f ust. 9 u.f.i., zgodnie z którą zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną nie może rozpocząć wprowadzania jej do obrotu przed doręczeniem mu wspomnianej informacji. Użycie przez ustawodawcę w tym kontekście pojęcia doręczenia jest dodatkowym argumentem przemawiającym za koniecznością przekazania zainteresowanemu tej informacji na piśmie. Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną jest ponadto obowiązany informować Komisję o istotnych zmianach danych zawartych w pierwotnie przedłożonym zawiadomieniu. Należy także wspomnieć, że opisanego powyżej trybu zawiadomienia nie stosuje się w przypadku, gdy wprowadzenie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu następuje w trybie oferty publicznej, wymagającym złożenia do Komisji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego.

4.4 Wyłączenia i ograniczenia definicyjne

Nakreślenie desygnatów definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej i zarządzania nią byłoby niekompletne bez przedstawienia elementów, które pozostają poza zakresem tego zbioru – czy to na podstawie literalnego brzmienia przepisów prawa, czy też na skutek ich praktycznego wyłączenia poza ten obszar. W art. 1a

⁶⁷⁰ *Ibidem*.

⁶⁷¹ Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2096 z późn. zm.).

⁶⁷² J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 896.

ust. 2 u.f.i. ustawodawca wymienił wprost podmioty, których działalność nie stanowi zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, a zatem nie jest też zarządzaniem alternatywną spółką inwestycyjną. Jest to kolejno działalność zakładów ubezpieczeń, ZUS i Prezesa KRUS, funduszy emerytalnych i towarzystw emerytalnych, pracodawców prowadzących pracownicze programy emerytalne, kościelnych osób prawnych oraz osób prawnych innych związków wyznaniowych, banków centralnych, EBC, EBI, Banku Światowego, MFW oraz innych instytucji międzynarodowych lub ponadnarodowych, spółek holdingowych, spółek kapitałowych w zakresie prowadzenia działalności jako podmioty emisyjne, o których mowa w art. 92a ust. 3 pr. b., KDPW, izb rozliczeniowych, giełdowych izb rozrachunkowych, kontrahenta centralnego (CCP) oraz banków krajowych, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, firm inwestycyjnych i zakładów reasekuracji. Poza wskazanymi w przywołanym przepisie rodzajami działalności, w praktyce można wyróżnić jeszcze kilka innych struktur i kategorii podmiotów, które z natury rzeczy nie zostaną objęte definicją alternatywnego funduszu (spółki) inwestycyjnego. Są to mianowicie tzw. przedsięwzięcia typu *joint ventures*, spółki specjalnego przeznaczenia (ang. *special purpose vehicles* – SPV), podmioty typu *family office* oraz niektóre przedsiębiorstwa prowadzące działalność w sektorze nieruchomości.

4.4.1 Spółki holdingowe

Pierwszą z kategorii podmiotów objętych wyłączeniem, której warto się bliżej przyjrzeć, są spółki holdingowe. Zostały one wymienione wprost w przytoczonym wyżej art. 1a ust. 2 pkt 8 u.f.i., będącym implementacją art. 2 ust. 3 lit. a dyrektywy ZAFI. Na gruncie prawa bankowego wykształciła się stosunkowo bogata literatura dotycząca rozumienia pojęcia holdingu. W doktrynie uznaje się, że holding jest koncernem faktycznym – zgrupowaniem – w którym występują powiązania kapitałowe, personalne lub majątkowe⁶⁷³. W każdym holdingu występuje podmiot kontrolujący i zależna jednostka gospodarcza, pomiędzy którymi występuje swoisty typ powiązań organizacyjnych. Podmioty wchodzące w skład holdingu nie są równorzędne ekonomiczne – jeden z nich jest zawsze podmiotem dominującym⁶⁷⁴. Holding nie ma

⁶⁷³ Z. Ofiarski, *Prawo bankowe. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska 2013, s. 63..

⁶⁷⁴ D. Fuchs, *Charakterystyka instytucji holdingu - uwagi prawnoporównawcze*, Pr. Bank. 1996, nr 3, s. 117

przy tym wyodrębnionej struktury organizacyjnej, ani własnego zespołu osobowego⁶⁷⁵. Nie dysponuje też własnym, wydzielonym majątkiem. Powszechnie przyjmuje się w doktrynie, że holding nie posiada odrębnej osobowości prawnej⁶⁷⁶.

Na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi znalazła się jednak autonomiczna definicja spółki holdingowej. Została ona zawarta w art. 2 pkt 10d u.f.i. stanowiącym, że przez spółkę holdingową rozumie się spółkę kapitałową, w tym spółkę europejską, która realizuje określoną branżową strategię biznesową przez spółki, w których posiada udziały lub akcje, lub jednostki zależne lub powiązane w rozumieniu ustawy o rachunkowości w celu generowania długoterminowego wzrostu wartości tej spółki lub jednostki, a ponadto: wykonuje tę działalność w imieniu własnym i na własny rachunek, a jej akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym; lub nie została utworzona głównie w celu uzyskiwania przychodów dla inwestorów w drodze zbycia akcji lub udziałów w takich spółkach, jeżeli okoliczność ta jest wykazana w jej rocznym sprawozdaniu finansowym. Wyłączenie spółek holdingowych spod regulacji właściwych dla alternatywnych spółek inwestycyjnych jest wyrazem generalnej woli ustawodawcy, aby działania podejmowane w ramach grupy kapitałowej, w której z założenia powinno funkcjonować podwyższone zaufanie oraz powiązania o charakterze kapitałowo-personalnym, nie były nader rygorystycznie reglamentowane⁶⁷⁷. Podkreśla się również, że w przypadku spółek holdingowych w praktyce ma miejsce zarządzanie niejako własnym majątkiem, a nie pozyskanym ze źródeł zewnętrznych⁶⁷⁸.

W kontekście alternatywnych spółek inwestycyjnych należy wspomnieć o pewnej kwestii problematycznej, która może stanowić wyznaczenie granicy pomiędzy holdingiem a przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania. Już na etapie konsultacji społecznych, prowadzonych przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych przed wydaniem wytycznych, pojawiały się głosy zwracające uwagę na ten problem⁶⁷⁹. Pomimo literalnego brzmienia regulacji zawartej w dyrektywie ZAFI oraz jej implementacji zamieszczonej w art. 1a ust. 2 pkt 8 u.f.i., wątpliwości może budzić pojęcie zależności jednego podmiotu od drugiego

⁶⁷⁵ F. Zoll (red.), *Prawo bankowe. Komentarz, Tom i i II*, Zakamycze 2005, s. 26.

⁶⁷⁶ L. Góral [w:] E. Fojcik-Mastalska (red.) *Prawo bankowe. Komentarz*, LexisNexis 2003, s. 572; A. Karolak, *Instytucja holdingu*, PUG 2001, nr 3, s. 6

⁶⁷⁷ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 98.

⁶⁷⁸ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 53.

⁶⁷⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*

i realizowania za jego pośrednictwem strategii biznesowej. Jeżeli bowiem dane przedsiębiorstwo będzie jedynym inwestorem spółki, która spełnia wszystkie pozostałe przesłanki konstytuujące alternatywną spółkę inwestycyjną, to pojawia się wątpliwość, czy jest ono wobec owej spółki podmiotem dominującym z racji posiadania całości jej udziałów (akcji) i czy z tego względu spółka ta powinna zostać objęta przedmiotowym wyłączeniem. Wydaje się jednak, że przesądzającym będzie w tym kontekście fakt wykonywania działalności przez spółkę dominującą za pośrednictwem spółek zależnych w imieniu własnym i na własny rachunek, co stanowi element definicji spółki holdingowej⁶⁸⁰.

4.4.2 Przedsięwzięcia *joint ventures*

Pojęcie przedsięwzięcia typu *joint ventures* nie ma polskiego odpowiednika. Nie ma ono również żadnej definicji legalnej, przez co konieczne jest posiłkowanie się dorobkiem literatury w tym zakresie – szczególnie zagranicznej, w której podjęto tę tematykę znacznie wcześniej i w znacznie szerszym zakresie, niż ma to miejsce w polskiej doktrynie. Jedną z proponowanych definicji jest określenie jako *joint ventures* przedsięwzięć, które są dokonywane wspólnie przez co najmniej dwa podmioty, zachowujące jednak swoją odrębność⁶⁸¹. Inna definicja mocniej akcentuje cel owego przedsięwzięcia, stanowiąc, że z *joint ventures* mamy do czynienia, gdy dany projekt przeprowadzany jest przez strony, które zgromadziły razem swój kapitał dla osiągnięcia konkretnego celu⁶⁸². Zwraca się również uwagę, że w tego typu przedsięwzięciach oba podmioty uczestniczą zarówno w zyskach, jak i w stratach - ponoszą one zatem wspólnie ryzyko gospodarcze prowadzonych działań⁶⁸³.

Przyjmując przedstawioną definicję przedsięwzięcia *joint ventures*, od razu nasuwa się na myśl fakt, iż nie przystaje ona do pewnych elementów definicyjnych właściwych dla alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych. Mowa tutaj w szczególności o zbieraniu aktywów i pozyskiwaniu kapitału, codziennym prawie do

⁶⁸⁰ Financial Conduct Authority, *Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directives*, The Perimeter Guidance Manual, Chapter 16, s. 45,; <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶⁸¹ P. W. Beamish, N. C. Lupton, *Managing joint ventures*, The Academy of Management Perspectives 2009, 23(2), s. 77.

⁶⁸² P. J. Buckley, K.W. Glaister, *What do we know about international joint ventures?* [w:] F. J. Contractor, P. Lorange (red.), *Cooperative strategies and alliances*, Amsterdam: Pergamon 2002, s. 49-69.

⁶⁸³ J. Child, D. Faulkner, S. Tallman, *Cooperative strategy managing alliances, networks, and joint ventures*. New York: Oxford University Press 2005, s. 7.

decydowania lub kontroli oraz pojęciu instytucji wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania⁶⁸⁴. Należy bowiem zauważyć, że nie występuje tutaj wymagany dla zbierania aktywów element pozyskiwania kapitału ze źródeł zewnętrznych względem samego alternatywnego funduszu inwestycyjnego, a także, że w przedsięwzięciach typu *joint ventures* z założenia wszystkie zaangażowane podmioty mają codzienne prawo do decydowania lub kontroli, gdyż projekt prowadzony jest przez podmioty zachowujące swoją odrębność prawną. Z podobnych względów nie można uznać takiej inicjatywy za spełniającą przesłanki instytucji wspólnego inwestowania, czy przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych w wydanym przez siebie raporcie stwierdził, że tego rodzaju przedsięwzięcia nie są objęte generalnym wyłączeniem spod przedmiotowych regulacji, lecz tylko w przypadku, gdy nie spełniają one któregoś z wymogów stawianych dla alternatywnego funduszu inwestycyjnego⁶⁸⁵. Wydaje się jednak, że w większości przypadków taka właśnie sytuacja będzie miała miejsce.

Mimo zatem braku literalnego wyłączenia przedsięwzięć *joint ventures* spod obowiązywania przepisów dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych, regulacje te nie powinny mieć do nich zastosowania. Taki wniosek wynika również z motywu 8 dyrektywy ZAFI, w myśl którego „dyrektywa nie powinna również mieć zastosowania do zarządzania funduszami emerytalnymi, pracowniczymi programami uczestnictwa lub programami oszczędnościowymi, do instytucji ponadnarodowych, krajowych banków centralnych, rządów krajowych, regionalnych i lokalnych oraz organów i instytucji, które zarządzają funduszami ubezpieczeń społecznych i systemów emerytalnych, do podmiotów specjalnego przeznaczenia utworzonych do celów sekurytyzacji ani do umów ubezpieczeniowych i spółek *joint venture*”. Można zauważyć, że krąg podmiotów wymienionych w powyższym akapicie preambuły w znacznym stopniu pokrywa się z katalogiem wyłączeń zawartym w art. 1a ust. 2 u.f.i., w którym zabrakło jednak spółek *joint ventures*.

⁶⁸⁴ Zob. odpowiednio rozdz. 4.2.3, 4.2.2 c, oraz 4.2.1 niniejszej pracy.

⁶⁸⁵ Zob. bazę pytań i odpowiedzi, pojawiających się na tle wykładni i stosowania rozporządzenia 231/2013 przygotowaną przez ESMA - *Questions and Answers. Application of the AIFMD 4 June 2019*, ESMA34-32-352 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf, (dostęp: 15.02.2020 r.)).

4.4.3 Spółki specjalnego przeznaczenia (SPV)

Spółki typu *special purpose vehicles*, tj. mające specjalne przeznaczenie (nazywane także spółkami celowymi), również nie zostały formalnie wyłączone spod tytułowych regulacji. W doktrynie wskazuje się jednak, że bezspornym przykładem podmiotów niespełniających cech alternatywnego funduszu inwestycyjnego będą m.in. spółki specjalnego przeznaczenia (SPV) tworzone do realizacji szczególnych celów⁶⁸⁶. Wniosek ten wydaje się być trafny, gdyż *special purpose vehicles* są zazwyczaj spółkami zależnymi⁶⁸⁷, a zatem zaliczają się do spółek holdingowych. Czasami występują jednak również jako tzw. osierocone SPV (ang. *orphan SPV*), tj. tworzone są dla celów konkretnego przedsięwzięcia, nie pozostając pod kontrolą spółki dominującej⁶⁸⁸. W takim przypadku, jeżeli zostaną utworzone przez podmioty, które zachowają przy tym swoją odrębność, charakter działalności takich SPV może być w istocie zbliżony do omówionych wyżej przedsięwzięć typu *joint ventures*.

Zwraca się ponadto uwagę, że spółki specjalnego przeznaczenia często nie są zakładane do prowadzenia działalności operacyjnej, ale wyłącznie dla celów finansowych, tj. rachunkowo-podatkowych i księgowych, lub dla przeprowadzenia sekurytyzacji⁶⁸⁹. Z podobnych pobudek tworzone są spółki typu SPV w ramach podatkowych, np. na Kajmanach, dzięki czemu możliwe jest zapłacenie przez całą grupę spółek kilkuprocentowego podatku dochodowego, lub nawet niezapłacenie go wcale⁶⁹⁰. Transgraniczna optymalizacja podatkowa w ramach spółek powiązanych jest ostatnimi czasy zagadnieniem zyskującym na popularności, które przynosi spółkom pokaźne oszczędności⁶⁹¹.

W art. 2 ust. 3 pkt g dyrektywy ZAFI prawodawca europejski wprost wskazał na wyłączenie spod przedmiotowych regulacji podmiotów specjalnego przeznaczenia, jednak wyłącznie takich, które utworzone zostały do celów sekurytyzacji. W ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami

⁶⁸⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 12.

⁶⁸⁷ G. B. Gorton, N. S. Souleles, *Special Purpose Vehicles...*, s. 555.

⁶⁸⁸ J. Skarobot, *Securitization and Special Purpose Vehicle Structures*, Haas School of Business, University of California at Berkeley, 2002, s. 4, <http://www.chinasecuritization.cn/upload/200605/20060507225859464.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶⁸⁹ K. Klee, B. Brendt, *Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitization issues*, Uniform Commercial Code Law Journal 2002/35, s. 31.

⁶⁹⁰ I. Ashman, *Using Cayman Islands special purpose vehicles*, International Financial Law Review 200/4, s. 33.

⁶⁹¹ T. Kosieradzki, R. Piekarz, *Ceny transferowe mechanizmy ustalania i zarządzanie ryzykiem*, WoltersKluwer, Warszawa 2015, s. 43.

inwestycyjnymi polski ustawodawca nie zaimplementował jednak takiego przepisu, przez co *special purpose vehicles* mogą jedynie zostać wyłączone w drodze wykładni przesłanek konstytuujących alternatywną spółkę inwestycyjną – w odniesieniu do konkretnego przypadku. Wydaje się jednak, że z uwagi na wskazane argumenty, nie powinno to w praktyce przysparzać trudności.

4.4.4 Podmioty typu *family office*

Podobnie jak spółki specjalnego przeznaczenia, podmioty typu *family office* również nie zostały wprost wyłączone spod regulacji właściwych dla alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych, jednak i w tym przypadku odpowiedni motyw dyrektywy ZAFI wskazuje na nieobjęcie ich przedmiotowymi przepisami. Mowa tutaj mianowicie o motywie siódmym, który stanowi, że „przedsięwzięcia inwestycyjne, takie jak podmioty typu *family office*, które inwestują majątek prywatny inwestorów bez pozyskiwania kapitału z zewnątrz, nie powinny być uznawane za alternatywny fundusz inwestycyjny w rozumieniu niniejszej dyrektywy”. Jako, że motywy dyrektywy z założenia zawierają uzasadnienie przepisów z jej części normatywnej, regulacja ta jest w oczywisty sposób spójna z omówionymi wcześniej przesłankami konstytuującymi alternatywne fundusze (spółki) inwestycyjne, tj. w szczególności ze zbieraniem aktywów i pozyskiwaniem kapitału, codziennym prawem do decydowania lub kontroli oraz pojęciem instytucji wspólnego inwestowania i przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania⁶⁹². Przywołany motyw dyrektywy słusznie bowiem akcentuje, że nie występuje tutaj element pozyskiwania kapitału ze źródeł zewnętrznych względem samego alternatywnego funduszu inwestycyjnego.

Pewnym substytutem wyłączenia podmiotów typu *family office* spod przedmiotowych regulacji są ust. 15 i 16 wytycznych ESMA, zgodnie z którymi tzw. wcześniej istniejące grupy nie są objęte omawianymi regulacjami. Rzeczone pojęcie zostało zdefiniowane w ust. 3 wytycznych jako grupa członków rodziny, bez względu na rodzaj struktury prawnej, która może zostać utworzona przez nich w celu inwestowania w przedsiębiorstwo, oraz pod warunkiem, że jedynymi ostatecznymi beneficjentami takiej struktury są członkowie rodziny, gdzie istnienie grupy poprzedza utworzenie przedsiębiorstwa. Jak jednak wyraźnie widać, jest to znacznie ograniczony krąg podmiotów, który obejmuje wyłącznie członków rodziny, przez których należy rozumieć „małżonka danej osoby, osobę, która pozostaje w sposób

⁶⁹² Zob. odpowiednio rozdz. 4.2.3, 4.2.2 c, oraz 4.2.1 niniejszej pracy.

trwały i ciągły w bliskim pożyciu, we wspólnym gospodarstwie domowym, krewnych w linii prostej, rodzeństwo, wujów/stryjów, ciotki, kuzynów/kuzynki pierwszego stopnia oraz osoby pozostające na utrzymaniu tej osoby”. Nie ma zatem mowy o wyłączeniu spod przedmiotowych regulacji wszystkich podmiotów, które inwestują majątek prywatny inwestorów bez pozyskiwania go z zewnętrznych źródeł, co niewątpliwie było celem dyrektywy ZAFI, określonym w motywie siódmym⁶⁹³.

4.4.5 Spółki z sektora nieruchomości

Niezwykle ciekawą kategorię podmiotów, które w praktyce wyłączone zostały spod regulacji właściwych dla alternatywnych funduszy (spółek) inwestycyjnych, są spółki z sektora nieruchomości. Pomimo pierwotnego założenia o objęciu podmiotów o takim profilu przez dyrektywę ZAFI i rozporządzenie ZAFI – co potwierdza treść załącznika IV do rozporządzenia, które stanowi wzór formularza sprawozdawczego zarządzającego alternatywnym funduszem inwestycyjnym, wydanego w wykonaniu art. 3 ust. 3 lit. d oraz art. 24 dyrektywy 2011/61/UE – nie zostało to zrealizowane przez prawodawcę. Jako cztery główne rodzaje funduszy objęte rzeczonymi obowiązkami sprawozdawczymi, a zatem podlegające regulacjom właściwym dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych, wymienione zostały tam fundusze *hedgingowe*, fundusze *private equity*, fundusze funduszy oraz fundusze nieruchomościowe.

W kontekście takiego stanu rzeczy zaskakuje zatem fakt, iż Komisja Nadzoru Finansowego już kilkakrotnie odmówiła wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wnioskodawcom, którzy prowadzą działalność polecającą na inwestowaniu w nieruchomości komercyjne i mieszkalne oraz zarządzaniu nimi⁶⁹⁴. Wszystkie przypadki odmowy dokonania wpisu do rejestru Komisja uzasadniała stwierdzeniem, że „wniosek Spółki o wpis do rejestru zarządzających ASI został złożony przez podmiot, który nie prowadzi i nie zamierza prowadzić działalności jako

⁶⁹³ R. Zepeda, *To EU, or not to EU: That is the AIFMD Question*, Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29, s. 82-102.

⁶⁹⁴ Zob. Komunikat z 367. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 sierpnia 2017 r. (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_29_08_2017_58471.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)), gdzie KNF odmówiła wpisu do rejestru spółce Mzuri CFI Alfa sp. z o.o.; Komunikat z 368. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 13 września 2017 r. (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_13_09_2017_58629.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)), gdzie KNF odmówiła wpisu do rejestru spółkom Mzuri CFI 1 Sp. z o.o., Mzuri CFI 2 Sp. z o.o., Mzuri CFI 4 Sp. z o.o. oraz Mzuri CFI 6 Sp. z o.o. W organizacji; Komunikat z 390. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 18 maja 2018 r. (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_18_05_2018.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.)), gdzie KNF odmówiła wpisu do rejestru spółce Albaluna Investments sp. z o.o.

zarządzający ASI, a zatem nie jest podmiotem uprawnionym do złożenia wniosku o wpis do rejestru zarządzających ASI, co stanowi, zgodnie z art. 70zc ust. 3 pkt 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, przesłankę odmowy dokonania wpisu do rejestru”.

Należy w tym miejscu zaznaczyć, że przynajmniej jeden z podmiotów, któremu odmówiono wpisu do rejestru – tj. grupa spółek działająca pod firmą Mzuri – prowadzi działalność polegającą na zbieraniu kapitału od wielu inwestorów, gdyż na swojej stronie internetowej oferuje potencjalnym klientom możliwość przystąpienia do swoich funduszy *crowdfundingowych*. Tworzone spółki są jednak nazywane spółkami celowymi, czyli teoretycznie mogłyby kwalifikować się do wyłączenia spod przedmiotowych regulacji na mocy opisanych wyżej argumentów. Wydaje się jednak, że ich specyfika nie wpisuje się w omówione cechy, tj. w szczególności występujący zazwyczaj stosunek zależności SPV od kontrolującej ją spółki dominującej. Nie ma tu również zastosowania pewnego rodzaju wyłączenie wpisane w wykładnię ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, wskazaną w wytycznych ESMA⁶⁹⁵. Zgodnie bowiem z definicją zawartą w słowniczku znajdującym się w ust. 3 wytycznych, ogólny cel handlowy lub przemysłowy obejmuje m.in. prowadzenie działalności, do której zalicza się budowę nieruchomości. W ten sposób działalność deweloperska znalazła się poza zakresem regulacji właściwych dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych⁶⁹⁶. Nie uzasadnia to jednak odmowy wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi chociażby spółki Albaluna Investments sp. z o.o., która prowadzi zarówno działalność deweloperską, jak i zajmuje się inwestowaniem w nieruchomości oraz zarządzaniem nimi. Nie jest więc jasne, dlaczego Komisja Nadzoru Finansowego odmówiła dokonania wpisu do rejestru owych podmiotów.

4.5 Podsumowanie

W niniejszym rozdziale omówione zostały przesłanki konstytuujące alternatywne spółki inwestycyjne, które w dużej mierze opierają się na definicji normatywnej alternatywnego funduszu inwestycyjnego zawartej w art. 2 pkt 10a u.f.i. Zostały one uzupełnione w szczególności przez wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych oraz raporty ESMA i stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego odnoszące się do alternatywnych

⁶⁹⁵ Zob. rozdz. 4.2.1 a, zawarty w niniejszej pracy.

⁶⁹⁶ D. Eckner, R. James Willette, [w:] D. Zetsche (red.), *The Alternative Investment Fund...*, s. 649.

spółek inwestycyjnych, a także literaturę przedmiotu w tym zakresie. Wskazano liczne wątpliwości interpretacyjne oraz trudności w wykładni obowiązujących regulacji w sposób dający się racjonalnie pogodzić z realiami funkcjonowania podmiotów gospodarczych, zarówno w Polsce, jak i w pozostałych państwach Unii Europejskiej. Zwrócono ponadto uwagę na pewne niekonsekwencje ze strony prawodawcy unijnego, który nie wszystkie motywy dyrektywy ZAFI wyraził w literalnej treści przepisów, a także przeanalizowano jak polski ustawodawca poradził sobie z wdrożeniem owych regulacji w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Niektóre elementy rzeczowej definicji zostały wyrażone przez polskiego ustawodawcę w drodze innych pojęć, niż te, których użyto w dyrektywie ZAFI. Mowa tutaj o instytucji wspólnego inwestowania i zbieraniu aktywów, które w ramach dyrektywy funkcjonują odpowiednio jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania i pozyskiwanie kapitału. Biorąc jednak pod uwagę kontekst, w jakim zostały one osadzone oraz fakt, iż w doktrynie używa się ich zamiennie w ramach przedmiotowej problematyki⁶⁹⁷, należy stwierdzić, że są one w istocie tożsame. W kontekście problemów o charakterze językowym, wynikających z konieczności tłumaczenia obowiązujących w Polsce regulacji, warto wspomnieć także o poważnym błędzie w tłumaczeniu jednej z przesłanek polskiej wersji wytycznych ESMA. Jest to mianowicie ust. 12 lit. c wytycznych, dotyczący codziennego prawa do decydowania lub kontroli, które zgodnie z oryginalną wersją językową nie powinno wystąpić, aby dany podmiot został uznany za alternatywny fundusz inwestycyjny⁶⁹⁸. Polskie tłumaczenie rzeczowego dokumentu zawiera natomiast postanowienie, w myśl którego posiadanie przez wszystkich inwestorów codziennego prawa do decydowania lub kontroli jest elementem obligatoryjnym definicji⁶⁹⁹. Mimo, że przepisy te nie mają charakteru wiążącego, to zarówno uczestnicy rynku finansowego, jak i właściwe organy nadzorcze mają obowiązek dołożyć wszelkich starań, aby zapewnić zastosowanie się do tych wytycznych⁷⁰⁰.

W ramach wspomnianego dokumentu, opublikowanego przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, pojawiła się ponadto wykładnia niektórych przesłanek, która już przed ich wydaniem, na etapie konsultacji społecznych, wzbudzała

⁶⁹⁷ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 8-10.

⁶⁹⁸ Zob. European Securities and Markets Authority, *Guidelines on key concepts of the AIFMD of 13.08.2013*, ESMA/2013/611, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁶⁹⁹ Por. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI...*

⁷⁰⁰ Zob. art. 16 ust. 1 w zw. z ust 3 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. ...

liczne kontrowersje. Jedną z nich jest interpretacja pojęcia wielu inwestorów, przez które ESMA nakazuje rozumieć m.in. sytuację występowania w spółce tylko jednego inwestora, jeżeli inne postanowienia lub uzgodnienia mające wiążące skutki prawne nie zakazują pozyskiwania w przyszłości kapitału od ich większej liczby. Przedstawiciele branży *private equity* i *venture capital* podnosili bowiem, że w art. 4 ust. 1 lit. a ppkt (i) dyrektywy ZAFI jest mowa o zbieraniu kapitału od wielu inwestorów, a nie o potencjalnej możliwości zbierania kapitału od więcej niż jednego inwestora⁷⁰¹. Wskazywano ponadto, że aby można było mówić o generowaniu zwrotu łączonego z lokat funduszu, który stanowi jedną z dodatkowych przesłanek konstytuujących alternatywny fundusz inwestycyjny, konieczne jest wystąpienie większej liczby inwestorów⁷⁰².

Pewnym zaskoczeniem może być również fakt, że zgodnie z ust. 3 wytycznych ESMA, w kontekście codziennego prawa do decydowania lub kontroli bez znaczenia pozostaje, czy jest ono rzeczywiście wykonywane, czy też nie. Taka interpretacja może jednak działać na korzyść podmiotów, które chciałyby uniknąć objęcia ich regulacjami właściwymi dla alternatywnych spółek inwestycyjnych, gdyż wystarczy, że w ramach utworzonej spółki wszyscy inwestorzy będą formalnie zasiadali również w jej zarządzie⁷⁰³. Inną kwestią, która może nie być do końca intuicyjna, jest wykładnia posiadania przez spółkę określonej polityki inwestycyjnej. Zgodnie z ust. 20 wytycznych ESMA, spełnienie przez dany podmiot któregośkolwiek z wymienionych czynników przesądza o zrealizowaniu przesłanki posiadania określonej polityki inwestycyjnej. Należy przy tym zaznaczyć, że czynniki te zostały określone niezwykle szeroko⁷⁰⁴ i dla zmaterializowania się wspomnianej przesłanki wystarczy, iż spółka będzie „realizowała pewną strategię”, nawet niespisaną w żadnym dokumencie i nieustaloną, ale jednak przejawiającą się w realizowanych inwestycjach.

Kolejnym problemem na gruncie przedmiotowych regulacji jest brak wyrażenia wprost w przepisach, zarówno europejskich, jak i polskich, że pozyskiwanie kapitału (zbieranie aktywów) powinno pochodzić ze źródeł zewnętrznych wobec samej spółki. Zagadnienie to było podnoszone zarówno przez stowarzyszenia *private equity* i *venture capital*, jak i podmioty typu *hedge funds*⁷⁰⁵. Z drugiej strony, w wytycznych ESMA pojawiła się przesłanka generowania przez przedsiębiorstwo zwrotu łączonego, która

⁷⁰¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 17.

⁷⁰² D. Zetzsche (red.), *The Alternative Investment...*, s. 64.

⁷⁰³ *Ibidem*, s. 51.

⁷⁰⁴ M. de Manuel, Mirzha, *Implementing the AIFMD...*, s.3-5.

⁷⁰⁵ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 12.

w praktyce nie wnosi do definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego żadnej nowej treści, nieregulowanej przez inne przesłanki. Niemniej jednak wspomniany wniosek, dotyczący zewnętrznych źródeł pochodzenia aktywów, wynika pośrednio z definicji pozyskiwania kapitału (zbierania aktywów), przez które należy rozumieć „podejmowanie kroków przez przedsiębiorstwo lub osobę czy podmiot działający w jego imieniu (zwykle ZAFI), aby spowodować przeniesienie czy zaangażowanie kapitału przez jednego lub większą liczbę inwestorów na rzecz przedsiębiorstwa w celu zainwestowania go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną”. Podobna konkluzja może zostać wyprowadzona z cech instytucji wspólnego inwestowania (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania) oraz definicji inwestora alternatywnej spółki inwestycyjnej.

Wątpliwości może budzić także przesłanka lokowania aktywów w interesie inwestorów, która została zawarta w art. 2 pkt 10a u.f.i. definiującym alternatywny fundusz inwestycyjny, a jej pierwotna treść ma swoje źródło w art. 4 ust. 1 lit. a ppkt (i) dyrektywy ZAFI. Wykładnia tej przesłanki nie została jednak uwzględniona w wytycznych ESMA, przez co konieczne było oparcie się w tym przypadku wyłącznie na poglądach doktryny i regułach wykładni prawniczej. Abstrahując od kwestii odrębności majątku spółki od majątku osobistego jej wspólników⁷⁰⁶, co w konsekwencji może prowadzić w pewnych sytuacjach do rozmycia granicy między interesem spółki, a interesem samych inwestorów, warto zwrócić uwagę na inny problem pojawiający się w tym kontekście. Aby uznać dany podmiot za alternatywny fundusz inwestycyjny, a w konsekwencji również za alternatywną spółkę inwestycyjną, należy wykazać, że lokuje on aktywa w interesie inwestorów, od których pozyskał on kapitał. Ani prawodawca unijny, ani polski ustawodawca, nie sprecyzowali jednak co należy rozumieć przez interes inwestorów⁷⁰⁷. Nie musi być to zatem wyłącznie wypracowanie zysku, ale również np. pozyskanie unikatowej, wartościowej własności intelektualnej (ang. *know-how*⁷⁰⁸), czy pobudzenie rozwoju danej gałęzi rynku, której postęp jest komplementarny wobec prowadzonej przez inwestora działalności. W kontekście jednak samego zysku finansowego pojawia się poważny problem w sytuacji, gdy osoby zarządzające spółką działają w istocie na szkodę swoich inwestorów. Nie jest jasne, czy w takim przypadku, tj. gdy przedsiębiorstwo faktycznie nie lokuje aktywów w interesie inwestorów, przedmiotowa przesłanka będzie mogła zostać uznana za spełnioną⁷⁰⁹.

⁷⁰⁶ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 265.

⁷⁰⁷ G. Varriale, *UCITS gaining from AIFMD...*, s. 7.

⁷⁰⁸ M. Sørensen, *How Smart Is Smart Money...*, s. 2731.

⁷⁰⁹ Kwestia ta ma dużą doniosłość praktyczną choćby w kontekście oszustwa na ogromną skalę, tj. prawie 1 mld złotych, związanego ze spółką Amber Gold z 2012 r., która uznana została za piramidę finansową,

Wydaje się jednak, że należałoby stwierdzić, iż w takiej sytuacji wystarczające byłoby formalne wskazanie na cel korzystny dla inwestorów w dokumentach spółki.

Pojęcie inwestora alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz klienta profesjonalnego są pośrednio elementami definicyjnymi samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, odróżniającymi je od alternatywnych funduszy inwestycyjnych, lecz niewyrażonymi wprost w definicji normatywnej. Zgodnie z art. 8c ust. 1 u.f.i., investorem alternatywnej spółki inwestycyjnej jest podmiot, który posiada prawa uczestnictwa tej spółki. Warto przy tym podkreślić, że podmioty posiadające inne instrumenty finansowe, m.in. obligacje wyemitowane przez spółkę, nie są inwestorami alternatywnej spółki inwestycyjnej w rozumieniu ustawy⁷¹⁰. Stwarza to pewne pole do nadużyć i unikania przez uczestników rynku objęcia ich przedmiotowymi regulacjami. W myśl natomiast art. 2 pkt 13a u.f.i., przez pojęcie klienta profesjonalnego rozumie się podmiot, który posiada m.in. doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami. Artykuł 70f ust. 1 u.f.i. stanowi przy tym, że alternatywna spółka inwestycyjna co do zasady może być wprowadzana do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej jedynie wśród klientów profesjonalnych. Intencją ustawodawcy było bowiem ukształtowanie alternatywnych spółek inwestycyjnych jako wehikułów inwestycyjnych przeznaczonych głównie dla inwestorów instytucjonalnych, a więc posiadających wiedzę i doświadczenie wynikające z prowadzenia działalności skupionej wokół rynku finansowego⁷¹¹.

Wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu najogólniej można natomiast określić jako oferowanie potencjalnym inwestorom możliwości przystąpienia do niej w roli uczestnika⁷¹². Należy jednak pamiętać, że zgodnie z art. 70f ust. 4 u.f.i., podmiot nią zarządzający obowiązany jest powiadomić Komisję Nadzoru Finansowego o powzięciu takiego zamiaru. Ustawodawca nie wskazał jednak terminu, w jakim powinno nastąpić to zawiadomienie, ani nie określił, co należy rozumieć przez sam zamiar wprowadzenia do obrotu, o którym mowa w przepisie⁷¹³. Komisja posiada przy tym, na mocy art. 70f ust. 7 *in fine* u.f.i., prawo do zgłoszenia sprzeciwu wobec zamierzonego wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu, który

a wyrok w tej sprawie zapadł 16.10.2019 r. Zob. <https://businessinsider.com.pl/wiadomosci/afery-amber-gold-wyrok-sadu-katarzyna-p-i-marcin-p-skazani/8vwjesl>. Oszustwo o zbliżonym charakterze miało też miejsce ok. dekadę wcześniej i związane było z Warszawską Grupą Inwestycyjną, która działała na polskim rynku od ok. 2004 roku.

⁷¹⁰ R. Wojciechowski, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 186.

⁷¹¹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 37.

⁷¹² *Ibidem*.

⁷¹³ J. Kmiec [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 890.

powinna zgłosić w ciągu 20 dni roboczych od otrzymania dokumentów i informacji od podmiotu nią zarządzającego. Jeżeli nie zaistnieją przesłanki do wydania decyzji o sprzeciwie, to w myśl art. 70f ust. 8 in fine u.f.i., KNF ma obowiązek poinformować o możliwości wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu. Ustawodawca nie sprecyzował jednak, w jakiej formie ta informacja powinna zostać przekazana. Należy zatem przyjąć, że zgodnie z zasadą pisemności wyrażoną w art. 14 ust. 1 k.p.a., powinna ona zostać przekazana na piśmie⁷¹⁴. Ma to istotne znaczenie praktyczne z uwagi na treść art. 70f ust. 9 u.f.i., zgodnie z którym zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną nie może rozpocząć wprowadzania jej do obrotu przed doręczeniem mu takiej informacji.

W kontekście katalogu podmiotów wyłączonych spod regulacji właściwych dla alternatywnych spółek inwestycyjnych należy wskazać nie tylko te, które zostały literalnie wymienione w art. 1a ust. 2 u.f.i., ale również przedsięwzięcia *joint ventures*, spółki specjalnego przeznaczenia (ang. *special purpose vehicles* - SPV), podmioty typu *family office* oraz niektóre spółki z sektora nieruchomości. Mimo braku literalnego wyłączenia przedsięwzięć typu *joint ventures* oraz spółek *family office* spod obowiązywania przepisów dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych, regulacje te nie powinny mieć do nich zastosowania. Taki wniosek wynika odpowiednio z motywów 8 i 7 dyrektywy ZAFI. W przypadku tych drugich, pewnym substytutem wyłączenia owej grupy podmiotów spod przedmiotowych regulacji są ust. 15 i 16 wytycznych ESMA, zgodnie z którymi tzw. wcześniej istniejące grupy nie powinny być uznawane za alternatywne fundusze inwestycyjne. Ich definicja obejmuje przy tym niemal wyłącznie członków rodziny, przez co jej zakres jest znacznie węższy, niż ten określony w motywie 7 dyrektywy. Z uwagi jednak na fakt, iż podmioty typu *family office* inwestują majątek prywatny inwestorów bez pozyskiwania kapitału z zewnątrz, nie powinny być uznawane za alternatywne fundusze inwestycyjne.

Podobnie spółki specjalnego przeznaczenia, tworzone dla celów konkretnego przedsięwzięcia⁷¹⁵, często rachunkowo-podatkowych i księgowych⁷¹⁶, należy poczytywać jako nieobjęte przedmiotowymi regulacjami. Są one bowiem zazwyczaj spółkami zależnymi⁷¹⁷, a zatem zaliczają się do spółek holdingowych, wyłączonych wprost w art. 2 pkt 10d u.f.i., z uwagi na fakt, iż w przypadku holdingów w praktyce ma miejsce zarządzanie niejako własnym majątkiem, a nie pozyskanym ze źródeł zewnętrznych⁷¹⁸.

⁷¹⁴ *Ibidem*, s. 891.

⁷¹⁵ J. Skarabot, *Securitization and Special Purpose Vehicle...*

⁷¹⁶ K. Klee, B. Brendt, *Asset-backed securitization...*, s. 31.

⁷¹⁷ G. B. Gorton, N. S. Souleles, *Special Purpose Vehicles...*, s. 555.

⁷¹⁸ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 55.

W kontekście spółek z sektora nieruchomości nie jest jednak do końca jasne, dlaczego KNF już kilkakrotnie odmówiła wpisu takich podmiotów do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁷¹⁹. Nie może tu być bowiem mowy o oparciu się o wyłączenie ich spod regulacji na podstawie wykładni ogólnego celu handlowego lub przemysłowego, który obejmuje jedynie budowę nieruchomości. Treść załącznika IV do rozporządzenia ZAFI jako jeden z czterech głównych rodzajów funduszy objętych przedmiotowymi regulacjami wymienia natomiast właśnie fundusze nieruchomościowe.

Należy pamiętać, że zgodnie z literalną treścią art. 2 pkt 10a u.f.i. uzupełnionego o wykładnię całości przedmiotowych regulacji, dla uznania danego podmiotu za alternatywną spółkę inwestycyjną konieczne jest spełnienia wszystkich przewidzianych prawem przesłanek. Fakt ten podkreślał również wielokrotnie Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych⁷²⁰. Konkludując rozważania poczynione w niniejszym rozdziale należy stwierdzić, iż zakres definicyjny alternatywnej spółki inwestycyjnej został określony w sposób wystarczająco szeroki, aby objąć wszystkie podmioty, które mogą generować sygnalizowane przez europejskiego i polskiego ustawodawcę ryzyko systemowe⁷²¹, a przy tym na tyle wąski, że do desygnatów definicji nie zostały włączone podmioty, których podporządkowanie przedmiotowym regulacjom byłoby nieuzasadnione.

⁷¹⁹ Zob. m.in. Komunikat z 367. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 sierpnia 2017 r..., gdzie KNF odmówiła wpisu do rejestru spółce Mzuri CFI Alfa sp. z o.o.

⁷²⁰ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 7.

⁷²¹ Zob. projekt ustawy z dn. 1 grudnia 2015 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, druk nr 69 cz. 1, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/FC73D0A2532B5D2FC1257F110049AD86/%24File/69-1.pdf>, s. 264. Oraz motyw 17 dyrektywy ZAFI.

Rozdział 5. Reglamentacja wykonywania działalności zarządzających alternatywną spółką inwestycyjną w Polsce

5.1 Wprowadzenie

W niniejszym rozdziale omówione zostaną kluczowe zagadnienia dla tytułowej problematyki, niezwykle istotne w kontekście funkcjonowania funduszy *venture capital*, które prowadzą działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. Zasadnicze znaczenie ma bowiem, aby zdawali sobie oni sprawę z zakresu reglamentacji, której podlega zarówno działalność alternatywnych spółek inwestycyjnych, jak i samych zarządzających. Zgodnie z art. 70s ust. 1 u.f.i. oraz art. 70zb ust.1 w zw. z art. 70e ust. 1 u.f.i., obowiązkiem uzyskania zezwolenia na wykonywanie przedmiotowej działalności lub wymogiem wpisu do rejestru objęte są nie same alternatywne spółki inwestycyjne, a podmioty nimi zarządzające. Jednym z elementów wniosku składanego do KNF jest jednak informacja dotycząca alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą wnioskodawca zamierza zarządzać – w myśl art. 70s ust. 3 pkt 12 u.f.i. oraz art. 70zc ust 2 pkt. 4 u.f.i. – odpowiednio dla zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi na podstawie zezwolenia oraz zarządzających podlegających wpisowi do rejestru. Warto również nadmienić, iż art. 70e ust. 3 u.f.i. stanowi wprost, że zewnętrze zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi mogą zarządzać kilkoma spółkami jednocześnie, natomiast wewnętrznie zarządzający – tylko jedną.

Prawodawca w pełni świadomie ukształtował reglamentację, której podlegają zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w sposób stosunkowo łagodny, uzasadniając ów fakt twierdzeniem, iż podmioty te odpowiadają w Unii Europejskiej za zarządzanie znaczną kwotą zainwestowanych aktywów i dokonują na rynkach finansowych transakcji o istotnej wartości, przez co mogą wywierać znaczący wpływ na rynki i przedsiębiorstwa, w które inwestują, a ich działalność może przyczyniać się również do rozprzestrzeniania lub zwiększania ryzyka w obrębie systemu finansowego - w tym ryzyka dla inwestorów, kontrahentów i innych uczestników rynku finansowego⁷²². W uzasadnieniu rządowego projektu

⁷²² Zob. rządowy projekt ustawy z dn. 1 grudnia 2015 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, druk nr 69 cz. 1, s. 243, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/FC73D0A2532B5D2FC1257F110049AD86/%24File/69-1.pdf> (dostęp: 15.02.2020 r.).

nowelizacji powołanej ustawy zostało napisane wprost, iż „krajowy rynek alternatywnych funduszy inwestycyjnych, innych niż specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte, jest stosunkowo nisko rozwinięty, zaś same alternatywne spółki inwestycyjne, jak i zarządzający nimi, z uwagi na skalę prowadzonej działalności, nie generują istotnego ryzyka systemowego. Mając zatem na uwadze potrzebę zapewnienia warunków do dalszego rozwoju wymienionych podmiotów, w szczególności funduszy *venture capital* i *private equity*, zdecydowano o nienakładaniu na zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nadmiernych wymogów organizacyjno-prawnych. Rozwiązanie to uwzględnia przyjętą na poziomie implementowanej dyrektywy zasadę proporcjonalności”⁷²³. Zamiarem ustawodawcy było zatem, aby działalność alternatywnych spółek inwestycyjnych była wykonywana przy możliwie jak najmniejszym rygorze regulacji publicznoprawnych. Fundusze *venture capital* zostały ponadto wprost wskazane jako będące jednymi z głównych beneficjentów nowowprowadzonych przepisów ustawy.

Przedmiotem rozważań w niniejszym rozdziale będzie struktura organizacyjna alternatywnej spółki inwestycyjnej dopuszczalna na gruncie ustawy, tj. model wewnętrznego i zewnętrznego zarządzania nią. Omówione zostaną podobieństwa i różnice obu modeli oraz ocenione zostanie dopasowanie cech właściwych dla funduszy *venture capital* do ich specyfiki. Scharakteryzowane zostaną również dwa odrębne tryby reglamentacji tytułowej działalności, która może być prowadzona na podstawie zezwolenia lub - po spełnieniu pewnych ustawowych przesłanek - wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Ze względu na znacznie ograniczoną ilość publikacji naukowych, dotyczących omawianej tematyki, wiele z poczynionych rozważań oraz wątków poruszonych w niniejszym rozdziale będzie miało charakter autorski, nieomawiany wcześniej w polskiej doktrynie prawniczej.

Z uwagi na fakt, iż regulacje dotyczące tytułowej tematyki zostały wprowadzone do polskiego porządku prawnego na skutek implementacji dyrektywy UE, wraz z omawianiem poszczególnych rozwiązań i instytucji prawnych występujących w przedmiotowej ustawie, przytoczone zostaną odpowiednie przepisy dyrektywy oraz oceniona zostanie ich spójność z polskimi regulacjami ustawowymi.

⁷²³ *Ibidem*, s. 264.

Pomimo, iż rzeczona dyrektywa dotyczy nie tylko samych alternatywnych spółek inwestycyjnych, ale wszystkich alternatywnych funduszy inwestycyjnych, zasadne wydaje się zgłębienie jej postanowień szczególnie w tym węższym, tytułowym kontekście. Dodatkowo, przedstawione zostaną również odpowiednie postanowienia rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 231/2013, które należy stosować bezpośrednio w zakresie uzupełniającym postanowienia dyrektywy 2011/61/UE, szczególnie w kontekście depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru oraz obliczania wartości aktywów, którymi zarządzają tytułowe podmioty.

5.2 Dopuszczalna struktura organizacyjna

Polski ustawodawca, idąc za prawodawcą unijnym, wprowadził do polskiego systemu prawnego dwa dopuszczalne modele organizacyjne, w ramach których możliwe jest zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną. Mowa tutaj o art. 5 ust. 1 dyrektywy ZAFI, który oprócz zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, dopuszcza również wprowadzenie do krajowego porządku prawnego wewnętrznie zarządzających „w przypadku, gdy forma prawna alternatywnego funduszu inwestycyjnego pozwala na zarządzanie wewnętrzne, a organ zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym nie powoła zewnętrznego zarządzającego”. Polski ustawodawca słusznie doszedł do wniosku, że konstrukcja spółki komandytowej oraz komandytowo-akcyjnej spełnia powyższy wymóg, przez co możliwe było wprowadzenie do polskiej ustawy obu wymienionych modeli zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

W związku z powyższym, w art. 8a u.f.i. zostały przewidziane dwie odrębne formy funkcjonowania zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, tj. wewnętrznie zarządzający, na podstawie art. 8b ust. 2 pkt 1 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 1 u.f.i., oraz zewnętrznie zarządzający, w oparciu o art. 8b ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i. Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną w każdym przypadku prowadzi działalność jako spółka kapitałowa (w tym spółka europejska), która sama jest alternatywną spółką inwestycyjną. Zewnętrznie zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną musi być natomiast spółka kapitałowa (w tym spółką europejska), będącą jedynym komplementariuszem spółki komandytowej albo komandytowo-akcyjnej. Należy zauważyć, że zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną z definicji posiadać będzie osobowość prawną, gdyż

jest to nieodłączna cecha spółek kapitałowych⁷²⁴. Formalne dopuszczenie możliwości wyboru funkcjonowania zarządzającego w formie spółki europejskiej należy w zasadzie pominąć ze względu na fakt, iż pomimo pierwotnej koncepcji uregulowania tej spółki całkowicie w ramach prawa Unii Europejskiej⁷²⁵, w literaturze uznaje się ją po prostu za spółkę akcyjną⁷²⁶, której funkcjonowanie opiera się na rozporządzeniu Rady Europejskiej nr 2157/2001⁷²⁷.

5.2.1 Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną

a) Charakterystyka i zakres zarządzania

Struktura zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną zbliżona jest w pewien sposób do konstrukcji funduszu inwestycyjnego, w której towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jako podmiot niejako zewnętrzny wobec samego funduszu, zarządza nim i reprezentuje go w stosunkach zewnętrznych. Na mocy art. 8b ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i. zewnętrznie zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie spółka kapitałowa, będąca jedynym komplementariuszem alternatywnej spółki inwestycyjnej. Taki kształt regulacji wprowadzonej na gruncie rzeczony ustawy jest spowodowany treścią art. 4 ust. 1 lit. b dyrektywy ZAFI, zgodnie z którym przez zarządzającego alternatywnym funduszem inwestycyjnym rozumie się osoby prawne, których stała działalność polega na zarządzaniu jednym lub większą liczbą alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Jako, że na gruncie polskiego prawa spółek tylko spółki kapitałowe posiadają osobowość prawną, w ustawie zostało wprost wskazane, że jedynie w takiej formie prawnej może działać zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną. Wskazuje się, że *ratio legis* dla takiej regulacji stanowi potrzeba zapewnienia inwestorom alternatywnej spółki inwestycyjnej gwarancji bezpiecznego, sprawnego i profesjonalnego systemu zarządzania aktywami⁷²⁸. Wydaje się jednak, że oprócz powyższych, istotne są w tym kontekście również praktyczne korzyści w postaci odrębności majątku spółki od majątku wspólników, szczególnie prowadząc działalność inwestycyjną o wysokim profilu ryzyka, co niewątpliwie ma miejsce w przypadku funduszy *venture capital*.

⁷²⁴ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 247.

⁷²⁵ K. Pokryszka, *Transgraniczne przeniesienie siedziby spółki europejskiej...*, s. 16

⁷²⁶ A. Opalski, *Europejskie...*, s. 541.

⁷²⁷ Rozporządzenie Rady (WE) Nr 2157/2001 w sprawie statutu spółki europejskiej z dnia 8 października 2001 r. (dz. U. WE I. 294, poz. 1).

⁷²⁸ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 11.

W doktrynie wskazuje się, że przez „zarządzanie” na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi należy rozumieć prowadzenie spraw danego podmiotu, polegające na administrowaniu jego majątkiem i kierowaniu bieżącą działalnością⁷²⁹. Jest to zatem rozumienie zbliżone do prowadzenia spraw spółki na gruncie Kodeksu spółek handlowych. W myśl art. 70e ust. 1 u.f.i., przedmiotem działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, w tym wprowadzanie tej spółki do obrotu. Warto zatem pochylić się nad definicją wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu, która to mieści się w art. 2 pkt 28a u.f.i. i stanowi, że należy przez to rozumieć proponowanie objęcia nowych lub podwyższenia wartości nominalnej istniejących udziałów - w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością; proponowanie objęcia akcji nowej emisji oraz sprzedaż akcji własnych - w przypadku spółki akcyjnej i spółki komandytowo-akcyjnej; podejmowanie czynności związanych z przystąpieniem do spółki nowych komandytariuszy lub zwiększeniem wkładu dotychczasowych komandytariuszy - w przypadku spółki komandytowej. W pewnym uproszczeniu można zatem powiedzieć, że wprowadzaniem alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu jest po prostu pozyskiwanie dodatkowego kapitału lub dodatkowych inwestorów lub obu tych elementów naraz, niezależnie od rodzaju spółki z ustawowo dopuszczalnych, w formie której prowadzona jest omawiana działalność. Zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną polega tym samym na nabywaniu i zbywaniu praw uczestnictwa, a także na czynnościach związanych z inwestowaniem środków ulokowanych w ramach funduszu w konkretne aktywa, zgodnie z zasadami polityki inwestycyjnej przyjętymi w statucie⁷³⁰. Zakresem pojęcia zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną nie jest jednak objęcie prowadzenie rejestru aktywów funduszu, która to czynność została przez ustawodawcę zarezerwowana dla depozytariusza na mocy art. 81b i n. u.f.i. W myśl art. 81 ust. 1 u.f.i., zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną ma obowiązek zawrzeć z depozytariuszem pisemną umowę o wykonywanie funkcji depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej, ustanawiając jednego depozytariusza dla każdej zarządzanej alternatywnej spółki inwestycyjnej. Rozdzielenie tych funkcji ma służyć zapewnieniu bezpieczeństwa aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej poprzez

⁷²⁹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 883.

⁷³⁰ *Ibidem*.

ograniczenie ryzyka ich uszczuplenia na skutek potencjalnych nielegalnych operacji finansowych podmiotu zarządzającego⁷³¹.

Zakres samego zarządzania również został uregulowany w ustawie, tj. w art. 8b ust. 1 u.f.i., stanowiącym, że „zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną zarządza alternatywną spółką inwestycyjną, w tym co najmniej portfelem inwestycyjnym tej spółki oraz ryzykiem”. Przepis ten powinien jednak zostać uzupełniony o treść załącznika nr 1 do dyrektywy ZAFI, określającej minimalny zakres funkcji w zakresie zarządzania inwestycyjnego, które musi wykonywać podmiot zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym. Ów zakres może bowiem obejmować, oprócz rzeczzonego zarządzania portfelami inwestycyjnymi i ryzykiem, również inne funkcje, które zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną uprawniony jest wykonywać dodatkowo, tj. szeroko pojęte administrowanie: obsługa prawna i usługi w zakresie rachunkowości w zarządzaniu funduszami; zapytania klientów; wycena i wyznaczanie ceny w tym zeznania podatkowe; monitorowanie przestrzegania uregulowań; prowadzenie rejestru posiadaczy jednostek uczestnictwa i udziałów; podział dochodu; emisja i umarzanie jednostek uczestnictwa i udziałów; ustalenia umowne, w tym wysyłanie świadectw; przechowywanie ksiąg. Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną może też prowadzić działalność związaną z zarządzaniem aktywami alternatywnej spółki inwestycyjnej; usługi niezbędne do wypełniania funkcji powierniczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, zarządzanie infrastrukturą, działalność w zakresie administrowania nieruchomościami, porady dla przedsiębiorstw w zakresie struktury kapitałowej, strategii inwestycyjnej i spraw związanych, porady i usługi związane z łączeniem i nabywaniem przedsiębiorstw i inne usługi związane z zarządzaniem alternatywną spółką inwestycyjną oraz spółkami i innymi aktywami w które zainwestowali. Ponieważ powyższe czynności są traktowane jako działalność dodatkowa, konieczne jest niejako powiązanie ich z wykonywaną działalnością podstawową zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁷³².

Warto zaznaczyć, że podmiot zarządzający nie może rozszerzyć prowadzonej działalności poza zakres wskazany w powołanym wyżej art. 70e ust. 1 u.f.i. Ustawa nie precyzuje jednak skutków wykroczenia przez niego poza wskazane ramy. Możliwe są tutaj zasadniczo dwa skutki – nieważność czynności dokonanych z przekroczeniem dozwolonego zakresu działania lub utrzymanie ich w mocy w stosunkach

⁷³¹ *Ibidem*.

⁷³² *Ibidem*, s. 884.

zewnątrznych, a nałożenie konsekwencji o zasięgu wewnętrznym. Wydaje się, że trafne jest przyjęcie drugiej z wymienionych opcji, gdyż ustawa nie wskazuje wprost skutku nieważności czynności prawnej, w związku z czym nie ma podstaw do przyjęcia tego rodzaju konsekwencji. Analogiczne rozumowanie przeprowadzane jest często w odniesieniu do spółek prawa handlowego, które dokonują czynności z przekroczeniem zadeklarowanego przedmiotu działalności⁷³³. Należy zatem stwierdzić, iż czynności podjęte z przekroczeniem dozwolonego ustawą zakresu pozostają w mocy, jednak osoby, które do nich doprowadziły mogą ponieść odpowiedzialność odszkodowawczą lub organizacyjną wobec spółki⁷³⁴.

W praktyce powstaje problem, czy alternatywna spółka inwestycyjna ma możliwość inwestowania wygenerowanych przez siebie nadwyżek finansowych. Biorąc pod uwagę literalną treść art. 70e ust. 1 u.f.i., czynność ta, jako niemieszcząca się w ramach zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, nie powinna być dozwolona. Nie sposób jednak wykluczyć możliwości doraźnego inwestowania przez te podmioty w instrumenty finansowe, w szczególności gdy zarządzane są one przez profesjonalnych zarządzających, posiadających rozległą wiedzę finansową i świadomych wpływu inflacji na biernie przechowywany kapitał. Za pewnego rodzaju wskazówkę może posłużyć art. 70p ust. 1 u.f.i., stanowiący, że aktywa zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną stanowiące pokrycie kapitału własnego powinny być lokowane w sposób zapewniający odpowiednią płynność i bezpieczeństwo. Wymaga on jednak aby jedynie aktywa, których wartość ma pokryć kapitał własny alternatywnej spółki inwestycyjnej, były lokowane w sposób umożliwiający sprawne odzyskanie reprezentowanej przez nie wartości i uregulowanie ewentualnych zobowiązań podmiotu. Abstrahując zatem od faktu, iż wiele rodzajów inwestycji - jak choćby lokata bankowa, udzielanie pożyczki czy inwestycje na rynku kapitałowym - mogą i często mają przymiot płynności, to ustawodawca przemilczał całkowicie kwestię inwestowania aktywów stanowiących nadwyżkę nad wymaganym kapitałem własnym. Wydaje się zatem, że mogą być one lokowane przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w pewne płynne instrumenty finansowe o niskim ryzyku, jak choćby lokaty bankowe, czy obligacje skarbowe. Kwestia ta nie została jednak jeszcze poruszona w doktrynie, więc w praktyce może okazać się kontrowersyjna. Dodatkowym argumentem natury funkcjonalnej, przemawiającym za powyższym

⁷³³ Por. postanowienie NSA z 27 września 2005, I FSK 282/05.

⁷³⁴ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 885.

wnioskiem jest podkreślana w doktrynie znacznie większa swoboda prowadzenia działalności przez alternatywną spółkę inwestycyjną, niż przez standardowe fundusze inwestycyjne, która przyświecała ustawodawcy podczas tworzenia omawianych regulacji⁷³⁵. Warto również nadmienić, iż na mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i., do zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, który wykonuje działalność bez zezwolenia KNF, po uzyskaniu wpisu do rejestru, nie stosuje się m.in. art. 70l-70r u.f.i., a zatem również art. 70p u.f.i. W kontekście rejestrowanych zarządzających powyższa konkluzja wydaje się być zatem jeszcze bardziej adekwatna.

Należy podkreślić, iż dopuszczalny katalog form prawnych prowadzenia działalności przez alternatywną spółkę inwestycyjną zarządzaną w sposób zewnętrzny nie powoduje rzecz jasna, że wykonywanie owej działalności w ramach innych spółek niż komandytowa lub komandytowo-akcyjna będzie skutkowało niepodleganiem przez dany podmiot regulacjom właściwym dla alternatywnych spółek inwestycyjnych. W takiej sytuacji działalność ta będzie po prostu wykonywana bezprawnie, w niedozwolonej przez ustawę formie. Intencją prawodawcy, zarówno unijnego, jak i polskiego, było bowiem stworzenie takiej infrastruktury dla funkcjonowania wskazanych podmiotów, aby interesy inwestorów były wystarczająco chronione, a ponadto, aby właściwe organy państwowe miały możliwość sprawowania nad nimi odpowiedniego nadzoru.

Ograniczenie swobody w doborze przedmiotu działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną oraz samej alternatywnej spółki inwestycyjnej podyktowane jest jeszcze jedną kwestią. Konstrukcja alternatywnej spółki inwestycyjnej opiera się bowiem na niewyodrębnieniu jej portfela inwestycyjnego z pozostałych aktywów, które posiada ona w zarządzaniu, a zatem wszystkie aktywa stanowią równocześnie jej portfel inwestycyjny⁷³⁶. Z tego względu, uzasadnionym jest, aby ograniczenia nałożone przez ustawodawcę odnosiły się do ogółu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej i zarządzanych przez nią aktywów, gdyż w przeciwnym wypadku nie mogłoby być mowy o ochronie wkładów wniesionych przez inwestorów. W taki sposób istnieje relatywnie wysokie prawdopodobieństwo, że cały wniesiony przez nich kapitał zostanie przez zarządzających przeznaczony na odpowiednie inwestycje.

⁷³⁵ A. Nowak, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 865.

⁷³⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 12.

b) Moment złożenia wniosku do KNF

Moment czasowy, w którym wniosek o uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną lub wpisania go do rejestru zarządzających powinien zostać złożony do KNF różni się w zależności od wybranego modelu zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną. Inny jest on bowiem w przypadku zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, a inny w przypadku zarządzających wewnątrznie. Ci pierwsi, zarówno w przypadku działalności licencjonowanej, jak i wykonywanej na podstawie wpisu do rejestru, mają obowiązek złożenia do sądu rejestrowego wniosku o rejestrację w KNF przed zgłoszeniem spółki, którą zamierzają zarządzać. W kontekście zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy działają na podstawie zezwolenia, stanowi o tym art. 70s ust. 1 pkt 2 u.f.i., dodając w ust. 2, że bieg terminów określonych w art. 169 i art. 325 § 1 Kodeksu spółek handlowych do zgłoszenia spółki do sądu rejestrowego ulega zawieszeniu na czas rozpatrywania powyższego wniosku. W kontekście zarządzających podlegających wpisowi do rejestru analogiczna regulacja została zawarta w art. 70zc ust. 2 u.f.i. Tym samym bieg sześciomiesięcznego terminu na zgłoszenie spółki do rejestru, liczony od daty sporządzenia statutu lub od daty zawarcia umowy spółki, ulega zawieszeniu na czas rozpatrywania wspomnianego wniosku. Ze względu na niesprecyzowanie w ustawie zdarzenia, które jest równoznaczne z zakończeniem rozpatrywania owego wniosku, za okoliczność taką należy uznać moment doręczenia decyzji o wydaniu przez KNF zezwolenia na zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną⁷³⁷. Ustawodawca nie uregulował jednak, czy wniosek o zezwolenie na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną może być złożony przez spółkę kapitałową w organizacji. Na gruncie k.s.h. dominuje pogląd dopuszczający taką możliwość⁷³⁸. W ustawie o funduszach inwestycyjnych brak jest jednak przepisu, który regulowałby, czy wniosek o przedmiotowe zezwolenie lub wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi może być złożony przez wnioskodawcę niewpisanego jeszcze do KRS – wymóg taki został przewidziany jedynie w odniesieniu do samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zamierza zarządzać

⁷³⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1011.

⁷³⁸ W. Sochański, *Szczególne aspekty organizacji i funkcjonowania spółki z o.o. – spółki komandytowej*, Pr. Spółek 2011/5, s. 37.

wnioskodawca⁷³⁹. Analogiczne uregulowanie, jak zaprezentowane wyżej w kontekście licencjonowanych zarządzających, znajduje się w art. 70zc ust. 1 pkt 2 u.f.i. w odniesieniu do zewnętrznie zarządzających alternatywną spółką inwestycyjną, którzy składają wniosek o wpis do rejestru. Dopiero po ujawnieniu zarządzającego w rejestrze, a nie w chwili złożenia wniosku o tenże wpis, możliwe jest rozpoczęcie przez niego działalności. W doktrynie zaleca się ostrożność w kontekście wykładni niniejszych przepisów. Wskazane jest, aby wnioskodawcą była spółka kapitałowa, która jest już zarejestrowana w KRS⁷⁴⁰. Do takiego wniosku prowadzi również treść art. 70s ust. 3 pkt 2 u.f.i. oraz art. 70zc ust. 2 pkt 2 u.f.i., w myśl których do rzeczonoego wniosku należy dołączyć odpis z rejestru przedsiębiorców dla komplementariusza zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, tj. dla spółki kapitałowej, która ma pełnić rolę podmiotu zarządzającego.

Problematiczną kwestię stanowi ponadto zagadnienie określenia przedmiotu działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną we wniosku do KRS. Pomimo utartej praktyki spółek handlowych wpisywania do umowy spółki lub statutu listy opisów przedmiotu działalności wraz z przypisanymi im kodami Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD), stworzonymi przez Główny Urząd Statystyczny, rozwiązanie to nie jest jednak wystarczające z punktu widzenia KNF na gruncie przepisów ustawy, regulujących działalność zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Komisja stoi bowiem na stanowisku, że przedmiot działalności opisany we wniosku powinien literalnie odzwierciedlać treść przepisów ustawy⁷⁴¹, tj. treść art. 70e ust. 1 u.f.i. oraz art. 2 pkt 10a i art. 8a ust. 3 u.f.i., a kody PKD, którymi należy się posługiwać to 66.30.Z oraz 64.30.Z – w odniesieniu odpowiednio do zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i samej alternatywnej spółki inwestycyjnej. Jako uzasadnienie dla takiego stanu rzeczy podaje się potrzebę ochrony inwestorów tych podmiotów, którzy uzyskują w ten sposób wyraźne potwierdzenie, że wybrana przez nich alternatywna spółka inwestycyjna podlega właściwym regulacjom oraz objęta jest nadzorem KNF⁷⁴². W ten sposób wnioskodawca zmuszony jest jednak

⁷³⁹ Niemniej jednak, niektórzy autorzy wykluczają możliwość złożenia takiego wniosku przez spółkę kapitałową w organizacji. Zob. M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 20.

⁷⁴⁰ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 886.

⁷⁴¹ Stanowisko Urzędu KNF z 24.01.2018 r. w sprawie sposobu określania przedmiotu działalności przez zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jak również sposobu określania przedmiotu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stalowisko_ws_ASI_i_ZASI_24_01_2018.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁷⁴² M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1473.

do wykonania dodatkowej, poniekąd zbytecznej pracy, gdyż oprócz konieczności dwutorowego określenia w akcie założycielskim spółki przedmiotu działalności – w postaci wymaganych przez KRS kodów PKD oraz literalnego określenia przedmiotu poprzez zacytowanie przepisów ustawy, nie może on zarejestrować spółki z ograniczoną odpowiedzialnością przy wykorzystaniu elektronicznego wzorca umowy, gdyż system ten dopuszcza określenie przedmiotu działalności wyłącznie w formie wyboru odpowiednich kodów PKD. Korzystając z tej uproszczonej opcji rejestracji, przedsiębiorca i tak musiałby zatem udać się do notariusza w celu zmiany umowy spółki, dostosowując ją do regulacji ustawowych. Warto bowiem wspomnieć, że niespełnienie opisywanego wymogu skutkuje odmową wydania przez KNF przedmiotowego zezwolenia lub wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Komisja niejednokrotnie wydawała już decyzje o odmowie wpisu spółki do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi ze względu na fakt, iż spółka, którą wnioskodawca zamierzał zarządzać, była już zarejestrowana⁷⁴³.

c) Dostosowanie struktury do inwestycji *venture capital*

Model zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną z wielu powodów zdaje się być najlepiej dostosowanym do prowadzenia działalności przez fundusze *venture capital*. Jedną z takich okoliczności są kwestie podatkowe, które w branży inwestycyjnej są szczególnie istotne ze względu na cel inwestycyjny zarządzających w postaci chęci maksymalizacji zysku. Konstrukcja spółki komandytowej, szczególnie w przypadku, gdy komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, wydaje się być na tej płaszczyźnie optymalną, z racji niepodlegania przez komandytariuszy tzw. podwójnemu opodatkowaniu⁷⁴⁴. Jest ona powszechnie wykorzystywana w obrocie gospodarczym, z racji możliwości ograniczenia odpowiedzialności osobistej za zobowiązania spółki zarówno przez komandytariusza, jak i komplementariusza, który będąc spółką kapitałową, reprezentowany jest przez zarząd. Opisywana konstrukcja została dogłębnie zbadana w doktrynie prawa spółek, w której zaznacza się możliwość zaistnienia w tym kontekście potencjalnego konfliktu

⁷⁴³ Zob. m.in. Komunikat z 403. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 14 września 2018 r., https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=62828&p_id=18 (dostęp: 15.02.2020 r.) oraz Komunikat z 385. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 27 marca 2018 r., https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=61289&p_id=18 (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁷⁴⁴ A. Sobiech, *Opodatkowanie...*, s. 24.

interesów⁷⁴⁵. Zarząd spółki kapitałowej prowadzi bowiem sprawy spółki i reprezentuje ją, ale przy tym równocześnie zarządza spółką osobową – komandytową lub komandytowo-akcyjną. Z tego względu podkreśla się, że z uwagi na potrzebę zachowania odrębności interesów owych podmiotów, wskazane jest powołanie do realizacji praw i obowiązków komplementariusza pełnomocników lub prokurentów, albo zawarcie umowy powierniczej dla spółki osobowej⁷⁴⁶. Organ osoby prawnej powinien bowiem koncentrować się na wykonywaniu praw i obowiązków dotyczących tej osoby prawnej, a nie odrębnej struktury prawnej, którą w tym kontekście jest spółka osobowa.

W doktrynie podkreśla się, że zarówno w spółce komandytowej, jak i komandytowo-akcyjnej, występują dwa rodzaje inwestorów – tzw. inwestor aktywny, który zajmuje się prowadzeniem spraw spółki i reprezentowaniem jej na zewnątrz oraz tzw. inwestor pasywny, który wyłącznie udostępnia spółce swój kapitał⁷⁴⁷. Pierwszym z nich jest komplementariusz, a drugim komandytariusz lub akcjonariusz – odpowiednio w spółce komandytowej i komandytowo-akcyjnej. Taki podział ról zdaje się idealnie pasować do realiów rządzących funduszami *venture capital*, w których zgodnie z anglojęzyczną nomenklaturą występuje tzw. *general partner* (GP) oraz *limited partner* (LP)⁷⁴⁸. Struktura spółki komandytowej oraz komandytowo-akcyjnej z założenia odzwierciedla zatem pożądany podział ról pomiędzy inwestorami, dla których status wspomnianego inwestora pasywnego jest znacznie lepiej dopasowany do praktyk branżowych, niż przykładowo rola wspólnika spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, jak miałyby to miejsce w przypadku wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

5.2.2 Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną

a) Charakterystyka i zakres zarządzania

Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną podlegają bardzo podobnym zasadom, jak zewnętrznie zarządzający. Pojawiają się również problemy podobne do tych, które opisane zostały powyżej. Ze względu jednak na fakt, iż podmiot wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną jest tożsamy z samą

⁷⁴⁵ A. Kappes [w:] A. Kidyba (red.), *Spółka komandytowa*, Biblioteka Prawa Handlowego, Warszawa 2014, s. 156

⁷⁴⁶ A. Kidyba [w:] W. Pyziół (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008, s. 102.

⁷⁴⁷ A. Szumański [w:] *System Prawa Prywatnego, t. 16. Prawo spółek osobowych*, red. J. Szajkowski, Warszawa 2016, s. 1159.

⁷⁴⁸ D. P. Dimov, D. A. Shepherd, *Human capital theory and venture capital firms: exploring “home runs” and “strike outs”*, *Journal of Business Venturing*, Volume 20, Issue 1 2005, s. 14.

alternatywną spółką inwestycyjną, a zatem zarządza niejako samym sobą, niektóre kwestie uregulowane zostały przez ustawodawcę odmiennie. Ogólne reguły pozostały jednak tożsame – m.in. tym samym regulacjom podlega zarówno zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, który ubiega się o zezwolenie na wykonywanie przedmiotowej działalności, jak i podmiot, który wnioskuje o wpis do rejestru zarządzających. Ponadto, ustawodawca ze względu na potrzebę ochrony inwestorów alternatywnych spółek inwestycyjnych wymaga również, aby wnioskodawcą była spółka kapitałowa, która została już zawiązana, ale nie wpisano jej jeszcze do KRS. W odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy działają na podstawie zezwolenia, stanowi o tym art. 70s ust. 1 pkt 1 u.f.i., natomiast w kontekście wewnętrznie zarządzających, którzy podlegają tylko wpisowi do rejestru, ową kwestię reguluje art. 70zc ust. 1 pkt 1 u.f.i. Zgodnie z ich treścią, stosowny wniosek może złożyć wyłącznie spółka kapitałowa w organizacji. Jest to wyraźnie widoczne przyglądając się rejestrowi zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi dostępnemu na stronie internetowej KNF – wiele z wpisanych podmiotów ma w swojej nazwie adnotację „w organizacji”⁷⁴⁹. Część z nich natomiast takiej adnotacji nie posiada, ale figuruje w oddzielnej zakładce rejestru, w której zapisywane są wszelkie zmiany wpisów – m.in. właśnie w zakresie zmiany firmy przedsiębiorstwa. Mimo, że przekształcenie spółki z o.o. w organizację w standardową spółkę z o.o. odbywa się na zasadzie kontynuacji⁷⁵⁰, to formalnie ma ona obowiązek informować KNF o wszelkich zmianach, w tym w zakresie jej nazwy, także w przypadku, kiedy zostaje ona zarejestrowana w KRS po uzyskaniu zezwolenia KNF na prowadzenie działalności lub wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

Każdy z wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi może zarządzać tylko jedną alternatywną spółką inwestycyjną, co wyraźnie odróżnia ich od zewnętrznie zarządzających, w przypadku których ilość ta nie jest ograniczona, a wyłącznym ograniczeniem pozostaje wymóg, aby taki podmiot zarządzający był jedynym komplementariuszem każdej z zarządzanych przez siebie alternatywnych spółek inwestycyjnych. Obostrzenie to wynika wprost z dyspozycji art. 6 ust. 3 dyrektywy ZAFI, gdzie wprowadzony został wymóg, aby żaden

⁷⁴⁹ Zob. Rejestr Zarządzających Alternatywnymi Spółkami Inwestycyjnymi, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zaradzajacych_ASI (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁷⁵⁰ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 274.

wewnętrznie zarządzany nie zajmował się działalnością inną niż wewnętrzne zarządzanie tym alternatywnym funduszem inwestycyjnym. Taką też regulację polski ustawodawca powtórzył w art. 70e ust. 3 u.f.i., stanowiąc, że „zewnątrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną może zarządzać więcej niż jedną alternatywną spółką inwestycyjną prowadzącą działalność w formie określonej w art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i. lub więcej niż jednym unijnym AFI. Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną może zarządzać wyłącznie daną spółką będącą alternatywną spółką inwestycyjną”. W przypadku spółki kapitałowej, w tym spółki europejskiej, spółka ta zarządza więc wyłącznie samą sobą, a w bardziej praktycznym wymiarze - podmiotem zarządzającym jest niejako jej zarząd⁷⁵¹. Nie ma zatem wątpliwości, że niedopuszczalne jest połączenie struktury wewnętrznie i zewnątrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, gdyż ani wewnętrznie zarządzający nie może zarządzać inną alternatywną spółką inwestycyjną niż samą sobą, ani nie ma możliwości, aby zewnątrznie zarządzający miał w swoim zarządzaniu alternatywną spółkę inwestycyjną, która zarządza samą sobą, tj. działa jako wewnętrznie zarządzający.

b) Moment złożenia wniosku do KNF

W zakresie momentu czasowego złożenia wniosku do KNF przez wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną aktualne pozostają rozważania poczynione w kontekście zewnątrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jednak w zakresie ograniczonym specyfiką obu modeli zarządzania. Z uwagi na treść art. 70s ust. 1 pkt 1 u.f.i. oraz art. 70zc ust. 1 pkt 1 u.f.i., zabraniającą uprzedniej rejestracji w KRS wnioskodawcy ubiegającemu się o uzyskanie zezwolenia lub dokonanie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, nie pojawia się w tym zakresie omówiony powyżej problem złożenia owego wniosku przez zarządzającego w złym momencie czasowym. W odniesieniu do wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi zastosowanie znajduje również regulacja powołana w kontekście zarządzających w sposób zewnętrzny, dotycząca zawieszenia, na czas postępowania przed KNF, biegu sześciomiesięcznego terminu na zgłoszenie spółki do KRS, liczonego od daty sporządzenia statutu lub od daty zawarcia umowy spółki.

Należy mieć jednak na uwadze, że moment powstania spółki kapitałowej w organizacji to inna chwila w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością,

⁷⁵¹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 883.

a inna dla spółki akcyjnej. Zgodnie bowiem z art. 161 § 1 k.s.h., spółka z o.o. w organizacji powstaje wraz z zawarciem umowy spółki przez wspólników, w której kreowane są wzajemne prawa i obowiązki pomiędzy nimi, a przyszłą spółką. Na równi z umową spółki należy traktować również akt założycielski, który sporządzony jest przez jej jedyne go wspólnika. Podpisanie owego aktu założycielskiego skutkuje bowiem wykreowaniem stosunku prawnego spółki z o.o. w organizacji, którego stronami są ów wspólnik oraz spółka⁷⁵². Spółka akcyjna, na mocy art. 323 § 1 w zw. z art. 310 § 1 i 2 k.s.h., powstaje natomiast w momencie objęcia wszystkich akcji w pierwotnym kapitale zakładowym spółki. Może być to tym samym etap późniejszy, niż ma to miejsce w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. W doktrynie pojawiają się głosy, że taki stan rzeczy w istocie ogranicza swobodę funkcjonowania spółki akcyjnej w organizacji⁷⁵³.

c) Dostosowanie struktury do inwestycji *venture capital*

Mimo, że struktura wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w kontekście prowadzenia działalności funduszu *venture capital* może zostać uznana za korzystniejszą od innych dopuszczalnych form prawnych prowadzenia działalności inwestycyjnej w zakresie zbiorowego inwestowania przewidzianych w ustawie, to pozostaje ona mało atrakcyjna w porównaniu z modelem zewnętrznego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną. Pomijając zagadnienie wyższych kosztów prowadzenia działalności spółek kapitałowych oraz kwestię znacznie wyższego podatku dochodowego od ich inwestorów, spowodowanego tzw. podwójnym opodatkowaniem spółek kapitałowych w Polsce⁷⁵⁴, niniejsza struktura nie wpisuje się w schemat funkcjonowania funduszy *venture capital*.

Można tutaj wspomnieć chociażby o uprawnieniu wspólników spółki z ograniczoną odpowiedzialnością do zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia poprzez powództwo o uchylenie uchwały, uregulowane w art. 249 i 251 k.s.h. oraz powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały, na mocy art. 252 k.s.h. Mimo, iż możliwość zaskarżania uchwał przez wspólników w ramach funduszu *venture capital* wydaje się być stosunkowo mało prawdopodobna, to nie można wykluczyć, że przykładowo w przypadku konfliktu pomiędzy *general partners* a *limited partners*,

⁷⁵² G. Nita-Jagielski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17A, red. S. Sołtysiński, C.H. Beck 2015, s. 190.

⁷⁵³ P. Moskwa, S. Sołtysiński [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17B. *Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016, s. 83.

⁷⁵⁴ A. Sobiech, *Opodatkowanie...*, s. 25.

czyli wspólnikami zarządzającymi, a wspólnikami, których rola sprowadza się do wniesienia do spółki kapitału, sytuacja taka będzie miała miejsce. Należy zaznaczyć, iż prawo do zaskarżania uchwał zgromadzenia wspólników w spółce z o.o. oraz zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej, jest prawem indywidualnym, mającym rozszerzoną skuteczność⁷⁵⁵. Oznacza to, że interesy kontrahentów alternatywnej spółki inwestycyjnej, czyli m.in. spółek portfelowych funduszu *venture capital*, mogą w takim przypadku zostać naruszone na skutek braku pewności co do skutków czynności podjętych przez zarząd funduszu, działającego w formie wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Spółki kapitałowe nie są dostosowane do realiów związanych z funkcjonowaniem funduszy *venture capital* również z innych powodów, m.in. z uwagi na potencjalną konieczność powołania rady nadzorczej, co w wielu przypadkach byłoby zbędnym utrudnieniem prowadzenia działalności. Wszystkie niezbędne uprawnienia inwestorów są zazwyczaj zawarte w ramowej umowie inwestycyjnej i nie ma potrzeby tworzenia skomplikowanych i kosztownych struktur w ramach samej spółki.

5.3 Zezwolenie na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną

Zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy wykonują działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, muszą spełnić znacznie surowsze wymagania, niż rejestrowani zarządzający. Są one jednak w wielu aspektach łagodniejsze, niż dla jakiegokolwiek innej formy prowadzenia działalności inwestycyjnej zbiorowego inwestowania w Polsce, w tym również funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działający na podstawie zezwolenia mają m.in. obowiązek ustanowienia rady nadzorczej, a ich zarząd musi składać się przynajmniej z dwóch członków. Samo zezwolenie wydawane jest natomiast w formie decyzji administracyjnej.

W kontekście tego rodzaju zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w doktrynie czasami używa się pojęcia licencjonowanych⁷⁵⁶ dla odróżnienia ich od rejestrowanych zarządzających, obowiązanych jedynie do uzyskania wpisu do rejestru zarządzających. Pomimo takiej praktyki, można jednak zastanawiać się nad trafnością takiego określenia, gdyż pomimo zaliczania obu pojęć do

⁷⁵⁵ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 401.

⁷⁵⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 16.

instrumentów reglamentacji gospodarczej ukierunkowanych na ochronę ważnego interesu publicznego, to zazwyczaj w doktrynie odróżnia je się od siebie⁷⁵⁷. Abstrahując jednak od zasadności użycia powyższego określenia, należy podkreślić, iż na obecną chwilę nie ma w Polsce żadnego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, który wykonywałby przedmiotową działalność na podstawie zezwolenia Komisji⁷⁵⁸. Jako uzasadnienie dla takiego stanu rzeczy można wskazać regulacje art. 70zb w zw. art. 70s u.f.i., która ustanawia wysoki, jak na polskie realia, próg przesądzający o konieczności wystąpienia przez wnioskodawcę z wnioskiem o zezwolenie na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

5.3.1 Wniosek do KNF

Elementy wniosku, który należy złożyć do KNF w celu wydania przez Komisję zezwolenia na zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, zostały szczegółowo wymienione w art. 70s ust. 3 u.f.i. Ich katalog jest wyjątkowo rozległy, jednak można w ramach niego wskazać elementy obligatoryjne, które zawsze muszą znaleźć się we wniosku oraz elementy dodatkowe, których uwzględnienie jest zależne od pewnych okoliczności faktycznych i prawnych, dotyczących wnioskodawcy oraz alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zamierza on zarządzać. Elementy obligatoryjne zostaną opisane poniżej. Warto również nadmienić, iż wyliczenie zawarte w przywołanym przepisie jest enumeratywne, a więc katalog ten ma charakter zamknięty. Do elementów obligatoryjnych wniosku o zezwolenie na zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną należy zaliczyć:

- i. statut lub umowę spółki (art. 70s ust. 3 pkt 1 u.f.i.);
- ii. odpis z rejestru przedsiębiorców dla spółki kapitałowej, która ma pełnić rolę zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 70s ust. 3 pkt 2 u.f.i.);
- iii. dane osobowe członków zarządu i rady nadzorczej wraz z opisem ich kwalifikacji i doświadczeń zawodowych oraz informacje z Krajowego Rejestru Karnego (art. 70s ust. 3 pkt 3 u.f.i.);

⁷⁵⁷ K. Mełgieś, *Działalność regulowana jako forma reglamentacji wolności gospodarczej – uwagi konstrukcyjne*, Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość 7, 2010 r., s. 322.

⁷⁵⁸ Zob. sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2018 roku, s. 100, dostępne na https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie%20z%20dzia%C5%82alno%C5%9Bci%20UKNF%20oraz%20KNF%20w%202018%20roku_66979.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

- iv. analizę ekonomiczno-finansową możliwości prowadzenia działalności przez okres roku (art. 70s ust. 3 pkt 7 u.f.i.)
- v. regulamin zapobiegania ujawnianiu informacji, których wykorzystanie mogłoby naruszać interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej lub interes nabywców papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej lub papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (art. 70s ust. 3 pkt 8 u.f.i.);
- vi. opis polityki wynagrodzeń (art. 70s ust. 3 pkt 9 u.f.i.);
- vii. plan działalności (art. 70s ust. 3 pkt 11 u.f.i.)
- viii. informacje i dokumenty dotyczące danej alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą wnioskodawca zamierza zarządzać po uzyskaniu zezwolenia (art. 70s ust. 3 pkt 12 i 15 u.f.i.)

a) informacje i dokumenty dotyczące zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną

Pierwszy z wymienionych wyżej elementów odnosi się do statutu lub umowy spółki będącej wnioskodawcą – tj. zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, czy to w sposób wewnętrzny, czy zewnętrzny⁷⁵⁹. Należy zauważyć, że wymagania co do dołączenia do wniosku statutu lub umowy spółki wynikają z Kodeksu spółek handlowych, który dla poszczególnych spółek przewiduje odrębne dokumenty założycielskie. Takim dokumentem w przypadku spółki akcyjnej jest statut, którego obowiązkowe elementy wymienione zostały w art. 304 k.s.h. W odniesieniu natomiast do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością będziemy mieć do czynienia z umową spółki, gdyż taką terminologią ustawodawca posługuje się w art. 157 k.s.h. Jako, że zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie spółka kapitałowa, dwa wymienione wyżej warianty należy uznać za jedyne dopuszczalne w omawianym kontekście. Jednocześnie warto zwrócić uwagę, że wnioskodawca musi przestrzegać wymaganego momentu czasowego dla złożenia wniosku, określonego w ustawie, który to będzie inny w przypadku wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, a inny w przypadku zewnętrznie zarządzających⁷⁶⁰. Umowa spółki lub statut zasadniczo powinny zostać dołączone do wniosku w wersji jednolitej, odzwierciedlającej ich aktualne

⁷⁵⁹ J. Kmiec, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 946.

⁷⁶⁰ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 5.2.1 b oraz 5.2.2 b niniejszej pracy

brzmienie. Jeśli jednak wnioskodawcą jest funkcjonująca już spółka kapitałowa, która wielokrotnie zmieniała już treść pierwotnego brzmienia swojego aktu założycielskiego i nie dysponuje tekstem jednolitym, powinna ona dołączyć do wniosku ów tekst pierwotny wraz z wszelkimi zmianami w formie aktu notarialnego lub prawidłowo poświadczonych za zgodność z oryginałem kopii.

Oprócz umowy spółki bądź statutu, do wniosku należy dołączyć również odpis z KRS dla spółki kapitałowej, która ma pełnić rolę zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, tj. spółki z o.o. lub spółki akcyjnej, jednak tylko „w przypadku, o którym mowa w art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i.”, czyli gdy wnioskodawcą jest podmiot, który zamierza zarządzać alternatywną spółką inwestycyjną w sposób zewnętrzny. W przeciwnym wypadku, tj. w przypadku wewnętrznie zarządzającego, podmiot ten nie jest jeszcze wpisany do rejestru przedsiębiorców, gdyż jest on tożsamy z samą alternatywną spółką inwestycyjną, w stosunku do której ustawa wymaga, aby była ona jedynie zawiązana, ale niewpisana jeszcze do KRS. Jak wyżej wspomniano, niniejsza regulacja, mimo braku literalnego obowiązku, aby zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną był spółką kapitałową już zarejestrowaną, zdaje się nakładać taki właśnie wymóg.

Jednym z problemów interpretacyjnych na gruncie przepisów dotyczących wniosku do KNF o udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną jest regulacja art. 70s ust. 3 pkt 3 *in fine* u.f.i., który stanowi, że opisując kwalifikacje członków zarządu i rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną należy wskazać dwóch członków zarządu, którzy spełniają warunki określone w art. 42 ust. 3 u.f.i. Przepis ten wzbudza wątpliwości interpretacyjne z uwagi na treść art. 70d ust. 3 u.f.i. stanowiącego, że co najmniej dwóch członków zarządu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, w tym prezes zarządu – oprócz wymogów, o których mowa w art. 42 ust. 2 u.f.i. – musi spełniać następujące warunki: posiadać wyższe wykształcenie lub prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego, o którym mowa w art. 126 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (art. 70d ust. 3 pkt 1 u.f.i.) oraz legitymować się stażem pracy nie krótszym niż 3 lata na kierowniczym lub samodzielny stanowisku w instytucjach rynku finansowego lub innych podmiotach, prowadzących działalność w zakresie lokowania aktywów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną lub w zakresie strategii inwestycyjnych stosowanych przez alternatywną spółkę inwestycyjną lub pełnieniem przez ten okres funkcji członka

organu, komplementariusza lub wspólnika prowadzącego sprawy tych instytucji lub podmiotów (art. 70d ust. 3 pkt 2 u.f.i.).

O ile treść pierwszego punktu przytoczonego artykułu nie budzi zastrzeżeń, gdyż jest identyczna z art. 42 ust. 3 pkt 1 u.f.i., to treść punktu drugiego pozostaje zdecydowanie problematyczna. W przeciwieństwie do art. 70d ust. 3 pkt 2 u.f.i., regulacja art. 42 ust. 3 pkt 2 u.f.i. zawiera znacznie węższy zakres pozycji oraz miejsc, w których staż pracy może zostać uznany jako spełniający ustawowe przesłanki przewidziane dla członka zarządu podmiotu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Drugi z wymienionych przepisów wymaga bowiem stażu pracy na kierowniczym lub samodzielnym stanowisku w instytucjach rynku finansowego i nie uwzględnia dopuszczalności stażu pracy w „innych podmiotach, prowadzących działalność w zakresie lokowania aktywów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną lub w zakresie strategii inwestycyjnych stosowanych przez alternatywną spółkę inwestycyjną”. Alternatywnie dopuszcza on pełnienie przez okres nie krótszy niż 3 lata funkcji członka organu wspomnianej instytucji, jednak nie przewiduje możliwości zawartej w art. 70d ust. 3 pkt 2 *in fine* u.f.i., tj. pełnienia funkcji „komplementariusza lub wspólnika prowadzącego sprawy tych instytucji lub podmiotów”.

Wydaje się, że powyższe uregulowanie stanowi omyłkę legislacyjną poprzez wprowadzenie przez ustawodawcę odesłania do nieprawidłowego przepisu, tj. do art. 42 ust. 3 u.f.i. zamiast art. 70d ust. 3 u.f.i. Z uwagi jednak na treść art. 70t ust. 4 pkt 2 *in fine* u.f.i., który stanowi, że Komisja odmawia wydania zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną m.in. w przypadku, gdy nie są przez wnioskodawcę spełnione wymagania, o których mowa w art. 42 ust. 3 u.f.i., warto ostrożnie podejść do wykładni niniejszych przepisów. Należy zająć stanowisko, że zalecane byłoby spełnienie przez członków zarządu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną bardziej rygorystycznych przesłanek przewidzianych przez art. 42 ust. 3 u.f.i. pomimo literalnej wykładni wymogów zawartych w art. 70d ust. 3 u.f.i., które zdają się być lepiej dostosowane do realiów związanych z funkcjonowaniem zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi i funduszy *venture capital*. Odmienne podejście mogłoby bowiem doprowadzić do odmowy wydania przez KNF opisywanego zezwolenia i znacznego odwleczenia w czasie możliwości rozpoczęcia prowadzenia działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

W kontekście analizy ekonomiczno-finansowej możliwości prowadzenia działalności przez okres roku, której załączenie do opisywanego wniosku jest wymagane przez art. 70s ust. 3 pkt 7 u.f.i., należy nadmienić, iż ustawodawca nie określił wymogów, które powinna ona spełniać. Analogiczny dokument musi jednak zostać dołączony do wniosku spółki, która ubiega się o uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, o czym stanowi art. 58 ust. 1 pkt 3 u.f.i. W doktrynie podkreśla się, że zasadniczą funkcją owej analizy jest przedstawienie organowi nadzoru danych, pozwalających na ocenę, czy przez okres co najmniej roku spółka będzie w stanie należycie wykonywać swoją działalność⁷⁶¹. Szczególnie istotny w tym kontekście jest art. 70o u.f.i., określający wymagany poziom kapitałów własnych, które zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną obowiązany jest utrzymywać przez cały czas prowadzenia przez siebie działalności. Stanowi on, że podmiot ten powinien utrzymywać kapitał własny na poziomie nie niższym niż 25% różnicy pomiędzy wartością kosztów ogółem a wartością niektórych kosztów zmiennych poniesionych w poprzednim roku obrotowym, a ponadto poziom rzeczonych kapitałów nie może spaść poniżej wymaganej wartości kapitału początkowego⁷⁶².

Wymóg art. 70s ust. 3 pkt 8 u.f.i. aby wnioskodawca załączył do wniosku przyjęty regulamin służący zapobieganiu ujawniania informacji, których wykorzystanie mogłoby naruszać interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej lub interes nabywców papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej lub papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, ma służyć ocenie przez KNF, czy cele owego regulaminu mają szansę zostać przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną spełnione. Jest to niejako rękojmią przyszłego działania przez ów podmiot w interesie inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej, do czego jest on dodatkowo zobowiązany na gruncie bardziej ogólnych regulacji ustawy, a mianowicie art. 10 u.f.i., który stanowi, że „wykonując swoje zadania, towarzystwo i depozytariusz oraz zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną i depozytariusz działają niezależnie i w interesie odpowiednio uczestników funduszu inwestycyjnego i inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej”. Zakresem dyspozycji przywołanej normy prawnej objęte są zatem wszystkie podmioty zarządzające funduszami

⁷⁶¹ K. Młynkiewicz [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 753.

⁷⁶² J. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 957.

inwestycyjnymi oraz alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, w tym również zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁷⁶³.

Wspomina wyżej polityka wynagrodzeń, która także musi zostać dołączona do opisywanego wniosku, została uregulowana w art. 70j ust. 1 u.f.i., zgodnie z którym zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną jest obowiązany opracować ją i wdrożyć, ustanawiając w niej zasady wynagradzania osób, do których zadań należą czynności istotnie wpływające na profil ryzyka podmiotu zarządzającego lub zarządzanych przez niego alternatywnych spółek inwestycyjnych. W dalszej części przepisu wymienione zostały przykładowe osoby, od których najczęściej zależą wspomniane czynności o istotnym znaczeniu, tj. członkowie zarządu, osoby podejmujące decyzje inwestycyjne dotyczące portfela inwestycyjnego alternatywnej spółki inwestycyjnej, osoby sprawujące funkcje z zakresu zarządzania ryzykiem oraz osoby wykonujące czynności nadzoru zgodności działalności zarządzającego. Z uwagi na treść art. 70j ust. 2 u.f.i., do polityki wynagrodzeń w odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi należy odpowiednio stosować przepisy art. 47a ust. 2 i 3 u.f.i., które dotyczą towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Znacznie bardziej szczegółowa regulacja tego zagadnienia została jednak zawarta w rozporządzeniu Ministra Finansów w sprawie szczegółowych wymagań, jakim powinna odpowiadać polityka wynagrodzeń zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁷⁶⁴, do wydania której podstawę stanowi art. 70j ust. 3 u.f.i. W myśl § 4 rzonego rozporządzenia, realizacja polityki wynagrodzeń podlega co najmniej raz w roku wewnętrznemu przeglądowi przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Rozporządzenie wprowadza również dodatkowe pojęcie w ramach tematyki alternatywnych spółek inwestycyjnych, a mianowicie „znaczącego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną”, które zostało zdefiniowane w § 1 pkt 3 rozporządzenia poprzez kryterium średniorocznego zatrudnienia co najmniej 50 osób oraz alternatywnie średnioroczną wartość sumy aktywów wszystkich alternatywnych spółek inwestycyjnych znajdujących się w zarządzaniu na poziomie równowartości w złotych 1 250 000 000 euro. Dodatkowo, w § 6 zawarty został cały szereg zasad, które powinna uwzględniać polityka wynagrodzeń zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, w tym m.in. w odniesieniu do

⁷⁶³ *Ibidem*, s. 211.

⁷⁶⁴ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2016 r. w sprawie szczegółowych wymagań, jakim powinna odpowiadać polityka wynagrodzeń zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (Dz. U. poz. 1475).

zmiennych składników wynagrodzenia wskazanych osób, którego przyznawanie i wypłata nie mogą następować częściej niż raz w roku. Ponadto, podstawą jego wyznaczenia powinny być dane z co najmniej dwóch ostatnich lat obrotowych, a w przypadku osób zatrudnionych krócej niż dwa lata - dane od momentu nawiązania zatrudnienia. Tak szczegółowe regulacje we wspomnianym rozporządzeniu z jednej strony należałoby ocenić pozytywnie, ze względu na potrzebę ochrony interesów inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej, jednak biorąc pod uwagę, że sam ustawodawca wymaga, aby w większości byli to klienci profesjonalni, którzy zazwyczaj związani są z zarządzającym ramową umową inwestycyjną, nie wydaje się, aby była konieczność nakładania na nich tak precyzyjnych wymogów regulacyjnych.

Ostatnim elementem, który należy omówić w kontekście wymaganych przez ustawodawcę dokumentów dotyczących zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, które są obligatoryjne w ramach wniosku o udzielenie przez KNF zezwolenia na wykonywanie przez niego działalności, jest tzw. plan działalności. W doktrynie zwraca się uwagę, że jest on dokumentem zawierającym informacje dotyczące zakresu i celu prowadzonej działalności oraz opisu czynności, jakie spółka zamierza podjąć dla jego realizacji⁷⁶⁵. W art. 70s ust. 3 pkt 11 u.f.i. dość szczegółowo uregulowane zostało, co ów plan powinien zawierać w swojej treści. Jest to mianowicie „wskazanie zakresu czynności, które wnioskodawca zamierza wykonywać; schemat oraz opis organizacji przedsiębiorstwa, ze wskazaniem adresów centrali i oddziałów, jeżeli jest planowane ich otwarcie; opis sposobu wykonywania czynności związanych z zarządzaniem alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, dotyczący w szczególności kapitałów własnych zarządzającego, polityki wynagrodzeń, konfliktów interesów, zarządzania ryzykiem oraz płynnością, wyceny aktywów zarządzanych alternatywnych spółek inwestycyjnych, powierzania wykonywania czynności innym podmiotom, obowiązków informacyjnych, publikacyjnych i sprawozdawczych; a także opis warunków technicznych wykonywania działalności, w tym warunków lokalowych, systemów informatycznych oraz urządzeń telekomunikacyjnych”.

Jak widać, zakres informacji, które powinny zostać ujęte w planie działalności jest niezwykle szeroki i dotyczy praktycznie wszystkich aspektów działalności⁷⁶⁶.

⁷⁶⁵ A. Kmiec, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 956.

⁷⁶⁶ W treści przepisu znalazł się m.in. wymóg opisanie polityki wynagrodzeń zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, która to stanowi osobny element wniosku i powinna zostać umieszczona w osobnym załączniku. Zamierzeniem ustawodawcy było prawdopodobnie ustanowienie wymogu opisanie w ramach planu działalności wyłącznie tych elementów polityki wynagrodzeń, które są

W doktrynie podnosi się, że z uwagi na brak uregulowania przez ustawodawcę kwestii, czy ów plan ma dotyczyć tylko zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, czy również działalności samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, z ostrożności należy przyjąć zakres szerszy, obejmujący strukturę obu tych podmiotów⁷⁶⁷. Powyższy przepis stanowi, że w planie działalności powinna zostać opisana nie tylko wewnętrzna struktura wnioskodawcy wraz z zarządzanymi alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ale również zewnętrzna, horyzontalna struktura, tj. obejmująca centralę przedsiębiorstwa i ewentualne oddziały. Jeżeli wnioskodawcą jest podmiot zamierzający wykonywać działalność zewnętrznie zarządzającego i planuje mieć w swoim zarządzaniu więcej niż jedną alternatywną spółkę inwestycyjną, cała struktura organizacyjna powinna zostać dokładnie opisana, wraz z wyszczególnieniem zapobiegania i zwalczania potencjalnych konfliktów interesów.

b) Informacje i dokumenty dotyczące alternatywnej spółki inwestycyjnej

Do wniosku o uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną należy dołączyć liczne dokumenty i informacje wykraczające poza zakres odnoszący się do samego zarządzającego, a dotyczące alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza on zarządzać. Szczegółowe wyliczenie wymaganych przez ustawodawcę informacji i dokumentów dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych znajduje się w art. 70s ust. 3 pkt 12 i 15 u.f.i. W myśl pkt 12 wskazanego artykułu, wnioskodawca obowiązany jest zawrzeć we wniosku następujące elementy: strategię inwestycyjną alternatywnej spółki inwestycyjnej, opis polityki zarządzającego w zakresie korzystania przez alternatywną spółkę inwestycyjną z dźwigni finansowej oraz jej profile ryzyka. Przy zaistnieniu pewnych okoliczności konieczne jest także wskazanie we wniosku funduszy bazowych (w przypadku zamiaru zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, która jest funduszem funduszy); alternatywnego funduszu inwestycyjnego podstawowego oraz jego siedziby (w przypadku zamiaru zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, która działa jako „AFI powiązany”); a także państwa macierzystego (w przypadku zamiaru zarządzania unijnym alternatywnym funduszem inwestycyjnym lub alternatywną spółką inwestycyjną z siedzibą w państwie należącym do EEA).

bezpośrednio związane z zarządzaniem alternatywną spółką inwestycyjną. Ciężko bowiem wyobrazić sobie, żeby cała polityka wynagrodzeń miała być powtarzana również w niniejszym załączniku.

⁷⁶⁷ A. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 957.

Punkt 15 wspomnianego artykułu nakłada ponadto na wnioskodawcę obowiązek zawarcia we wniosku dodatkowych informacji i dokumentów, tj.: informacji dla klienta alternatywnego funduszu inwestycyjnego; umowy z depozytariuszem o wykonywanie funkcji depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej; danych osobowych członków zarządu depozytariusza odpowiedzialnych za wykonywanie funkcji depozytariusza przez jego jednostkę organizacyjną wraz z opisem ich kwalifikacji i doświadczenia zawodowego, a także danych osobowych osób wyznaczonych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie. W przypadku, gdy wnioskodawca zamierza prowadzić działalność w formie określonej w art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i., tj. w formie spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, czyli planuje wykonywać działalność zewnętrzną zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, konieczne jest również dołączenie do wniosku umowy lub statutu alternatywnej spółki inwestycyjnej – odpowiednio dla spółki komandytowej i komandytowo-akcyjnej. W przypadku natomiast, gdy zamierzone jest wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu wśród klientów detalicznych, wymagane jest również oświadczenie firmy audytorskiej o zgodności przyjętych w regulacjach wewnętrznych zasad wyceny aktywów spółki z przepisami dotyczącymi rachunkowości, a także o zgodności i kompletności tych zasad z przyjętą dla danej spółki strategią inwestycyjną.

Jako pierwsza została przez ustawodawcę wymieniona strategia inwestycyjna, którą każda alternatywna spółka inwestycyjna obowiązana jest posiadać. Należy podkreślić, że strategia inwestycyjna nie jest tożsama z polityką inwestycyjną⁷⁶⁸, która zgodnie z art.70zc ust. 2 pkt 4 lit. b u.f.i. wymagana jest przy składaniu wniosku do Komisji Nadzoru Finansowego o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Oba dokumenty wykazują pewne podobieństwa, przez co ich zakres może się w pewnym stopniu pokrywać. Powinny być one spójne, jasne, wzajemnie niesprzeczne i klarowne w terminologii, jednak muszą stanowić odrębne dokumenty. Wskazuje się, że podczas gdy polityka inwestycyjna ma określać cel inwestycyjny i główne sposoby lokowania aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej⁷⁶⁹, to strategia inwestycyjna stanowi niejako jej uzupełnienie, gdyż uszczegóławia zasady i metody tychże lokat⁷⁷⁰.

⁷⁶⁸ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 24

⁷⁶⁹ A. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 957.

⁷⁷⁰ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1021.

Podkreślenia wymaga, że strategia inwestycyjna powinna tym samym spełniać wymogi bezpośrednio obowiązującego rozporządzenia 231/2013, a szczególnie treści zawartego w nim art. 5 ust. 2, zgodnie z którym wszyscy zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi mają obowiązek przedstawić „dokument ofertowy lub odpowiedni wyciąg z dokumentu ofertowego, bądź ogólny opis strategii inwestycyjnej, dotyczący każdego AFI. Odpowiedni wyciąg z dokumentu ofertowego i opis strategii inwestycyjnej obejmują co najmniej następujące informacje: główne kategorie aktywów, w które AFI może inwestować; wszelkie sektory przemysłowe, geograficzne lub inne sektory rynkowe bądź szczególne klasy aktywów, które są przedmiotem strategii inwestycyjnej; a także opis polityki AFI w zakresie zaciągania pożyczek lub dźwigni finansowej”. Przepis ten precyzuje zatem minimalny zakres treści, która musi zostać zawarta w strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej. Wymaga zaznaczenia, że jedną z zasadniczych funkcji strategii inwestycyjnej jest ochrona potencjalnych interesów inwestorów, dla których jest ona podstawowym źródłem wiedzy o tejże spółce i planowanym przez nią sposobie lokowania aktywów⁷⁷¹. Stanowi ona zatem niejako dokument ofertowy, udostępniany potencjalnym klientom, dzięki któremu mogą oni samodzielnie ocenić ryzyko inwestycji poprzez konkretny wehikuł. Należy również nadmienić, iż oprócz konieczności zawarcia strategii inwestycyjnej w dokumentach założycielskich, powinna ona również zostać przyjęta w ramach regulacji wewnętrznych spółki.

W odniesieniu do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających na podstawie zezwolenia KNF ustawodawca mimo znacznie szerszego katalogu wymaganych dokumentów i informacji, nie nałożył obowiązku dołączenia do wniosku polityki inwestycyjnej wszystkich alternatywnych spółek inwestycyjnych. Fakt ten dziwi również z tego względu, że w art. 70b ust. 1 u.f.i. znajduje się ogólna regulacja dotycząca polityki inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej, w myśl której „polityka inwestycyjna alternatywnej spółki inwestycyjnej określa sposób lokowania jej aktywów”. Przepis ten umieszczony został w rozdziale 1 działu IIIa zatytułowanego „alternatywna spółka inwestycyjna i zarządzający ASP”, a zatem niejako w części ogólnej regulacji odnoszących się do alternatywnych spółek inwestycyjnych, przed rozdziałem 2 i 3, które dotyczą już odpowiednio licencjonowanych zarządzających takimi spółkami i zarządzających rejestrowanych.

⁷⁷¹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 24.

Żaden z przepisów art. 70s ust. 3 pkt 12 i 15 u.f.i., ustanawiających wymogi w stosunku do dokumentów i informacji dotyczących samych alternatywnych spółek inwestycyjnych, które należy dołączyć do wniosku, nie zawiera też obowiązku zawarcia w owym wniosku informacji o celach inwestycyjnych oraz zagadnieniach, które powinny znajdować się w polityce inwestycyjnej. Z tego względu można podejrzewać, że i w tym miejscu ustawodawca dopuścił się przeoczenia legislacyjnego. W ramach wykładni systemowej należy jednak przyjąć, że wszelkie informacje, które zasadniczo powinny znajdować się w polityce inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej, należy ująć w strategii inwestycyjnej, której dołączenie jest wprost wymagane przez przepis art. 70s ust. 3 pkt 12 lit a u.f.i..

Powyższy przepis wprowadza również obowiązek załączenia do przedmiotowego wniosku opisu polityki zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w zakresie korzystania przez nią z dźwigni finansowej AFI⁷⁷², a także opisu profili ryzyka alternatywnej spółki inwestycyjnej. Oddzielne wymienienie przez ustawodawcę wymogu określenia dźwigni finansowej jest o tyle niezrozumiałe, że zgodnie z przywołanym wyżej art. 5 ust. 2 rozporządzenia 231/2013, informacja taka powinna zostać ujęta w ramach strategii inwestycyjnej. W pewnych sytuacjach dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi wnioskodawca zamierza zarządzać, konieczne jest również wskazanie we wniosku pewnych dodatkowych danych. Jeśli wnioskodawca planuje rozpocząć zarządzanie funduszem funduszy – należy wskazać które z funduszy będą funduszami bazowymi, a które funduszami niejako podrzędnymi wobec nich. Ponadto, jeśli alternatywna spółka inwestycyjna ma działać w strukturze alternatywnych spółek inwestycyjnych podstawowych i powiązanych, konieczne jest wskazanie każdego z rodzajów spółek. Definicja „AFI podstawowego” i „AFI powiązanych” znajduje się w art. 70c u.f.i., zgodnie z którym za działającą jako alternatywny fundusz inwestycyjny powiązany uznaje „alternatywną spółkę inwestycyjną, która lokuje co najmniej 85% swoich aktywów w: prawa uczestnictwa innej alternatywnej spółki inwestycyjnej lub; prawa uczestnictwa więcej niż jednej innej alternatywnej spółki inwestycyjnej, o ile stosuje ona identyczne

⁷⁷² Dźwignia finansowa alternatywnego funduszu inwestycyjnego została zdefiniowana w art. 2 pkt 42b u.f.i jako „każda metoda zwiększania ekspozycji AFI, w szczególności przez pożyczanie środków pieniężnych lub papierów wartościowych lub przez inwestycje w instrumenty pochodne lub prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, albo instrumenty pochodne właściwe AFI”. Od jej stosowania przez alternatywną spółkę inwestycyjną uzależniony jest tryb reglamentacji działalności podmiotu nią zarządzającego. Zob. uwagi w rozdz. 5.4 niniejszej pracy.

strategie inwestycyjne, lub; inne aktywa, których wartość odzwierciedla wartość praw uczestnictwa innej alternatywnej spółki”. Ustęp drugi niniejszego artykułu stanowi natomiast, iż za alternatywny fundusz inwestycyjny podstawowy uznaje się alternatywną spółkę inwestycyjną, w którą aktywa alternatywnych funduszy inwestycyjnych powiązanych są lokowane zgodnie z powyższym przepisem. Należy podkreślić, iż pomimo użycia w definicji alternatywnych funduszy inwestycyjnych powiązanych alternatywy łącznej, do zrealizowania rzeczonyj definicji wystarczy spełnienie tylko jednej z przesłanek określonych przepisie⁷⁷³.

W doktrynie wskazuje się, że zakres wymaganych informacji i dokumentów dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi wnioskodawca zamierza zarządzać, można podzielić na dwie grupy – informacje o ich planowanej działalności oraz podstawowe dane o tychże podmiotach⁷⁷⁴. Omówione powyżej informacje o planowanej działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej, zawarte w art. 70s ust. 3 pkt 12 u.f.i., należy zatem uzupełnić o postanowienia art. 70s ust. 3 pkt 15 u.f.i. Wymaga on dołączenia do wniosku regulacji wewnętrznych alternatywnej spółki inwestycyjnej, w ramach których powinna zostać zawarta m.in. przyjęta uprzednio strategia inwestycyjna omówiona powyżej, ale również procedury dokonywania wyceny aktywów oraz regulacje w zakresie ewentualnego odkupu praw uczestnictwa⁷⁷⁵. W kontekście informacji dla klienta alternatywnej spółki inwestycyjnej należy wspomnieć, że przepis nakazuje odpowiednie stosowanie norm art. 222a ust. 5 i 6 u.f.i, dotyczących wymogu udostępniania owych informacji w taki sposób, aby klient ten mógł się z nimi zapoznać przed nabyciem praw uczestnictwa. Zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, który udostępniania prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne jest w takim przypadku zobowiązany do sporządzenia owej informacji w formie jednolitego dokumentu, zawierającego wszystkie elementy wymienione w art. 222a ust. 2 u.f.i.

Do podstawowych dokumentów o spółkach, które wnioskodawca obowiązany jest zawrzeć we wniosku, należą również te z nich, które dotyczą depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej – uregulowane w art. 70s ust. 3 pkt 15 lit. e-g u.f.i.. Dołączona powinna bowiem zostać umowa między depozytariuszem a alternatywną spółką inwestycyjną regulująca wykonywanie przez niego

⁷⁷³ A. Nowak, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 872.

⁷⁷⁴ J. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 946.

⁷⁷⁵ *Ibidem*.

wymaganych funkcji, dane osobowe członków zarządu depozytariusza, które są odpowiedzialne za wykonywanie tej funkcji oraz ewentualnie dane osobowe osób wyznaczonych przez tegoż depozytariusza do wykonywania ustawowych obowiązków, gdyż na podstawie art. 81i–81n u.f.i. dopuszczalne jest powierzenie przez depozytariusza pełnienia jego funkcji innemu podmiotowi. Zadania samego depozytariusza zostały określone w art. 9 ust. 1 u.f.i., który stanowi, że „depozytariusz wykonuje obowiązki określone w ustawie, w szczególności polegające na przechowywaniu aktywów oraz prowadzeniu rejestru aktywów funduszu inwestycyjnego lub alternatywnej spółki inwestycyjnej, a także na zapewnieniu właściwego monitorowania przepływu środków pieniężnych tych podmiotów”. W doktrynie zwraca się uwagę, że ani przytoczony przepis, ani żaden inny mieszczący się we wspomnianej ustawie, nie zawiera jednak definicji depozytariusza⁷⁷⁶. Zestawiając jednak ze sobą odpowiednie regulacje, w szczególności art. 10 u.f.i., formułujący zasadę niezależności działania depozytariusza, art. 71–81a u.f.i. w kontekście depozytariusza funduszu inwestycyjnego oraz art. 81b–81h u.f.i. w kontekście depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej, można podjąć próbę takiej definicji. Jest to zatem podmiot niezależny od zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej, który przechowuje aktywa i prowadzi ich rejestr, a także, w pewnym zakresie, kontroluje prawidłowość funkcjonowania podmiotu zarządzającego, chroniąc prawa inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej⁷⁷⁷. W myśl art. 9 ust. 2 u.f.i., depozytariusz jest bowiem obowiązany, przy wykonywaniu swoich obowiązków, działać w sposób rzetelny, dochowując najwyższej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej działalności, a także postępować zgodnie z zasadami uczciwego obrotu. Szczegółowe obowiązki depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej zostały określone w art. 81c u.f.i.

W ramach dokumentów o spółkach, które wnioskodawca niekiedy powinien dodatkowo zawrzeć we wniosku, mieści się również oświadczenie firmy audytorskiej, w którym stwierdza ona, że przyjęte we wspomnianych wyżej regulacjach wewnętrznych metody i zasady wyceny aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej zgodne są z przepisami prawa, w szczególności z regulacjami z zakresu rachunkowości, a także że są one spójne z przyjętą przez spółkę strategią

⁷⁷⁶ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 189.

⁷⁷⁷ *Ibidem*.

inwestycyjną. Oświadczenie to jest jednak wymagane wyłącznie w przypadku, gdy wnioskodawca zamierza wprowadzić alternatywną spółkę inwestycyjną do obrotu wśród klientów detalicznych. Definicja wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu mieści się w art. 2 pkt 28a u.f.i. i stanowi, że należy przez to rozumieć proponowanie objęcia nowych lub podwyższenia wartości nominalnej istniejących udziałów - w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością; proponowanie objęcia akcji nowej emisji oraz sprzedaż akcji własnych - w przypadku spółki akcyjnej i spółki komandytowo-akcyjnej; podejmowanie czynności związanych z przystąpieniem do spółki nowych komandytariuszy lub zwiększeniem wkładu dotychczasowych komandytariuszy - w przypadku spółki komandytowej. Wprowadzenie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu wśród klientów detalicznych jest natomiast możliwe jedynie w wyjątkowych przypadkach, po spełnieniu ustawowych przesłanek. Sytuację taką reguluje art. 70f ust. 1 pkt 2 u.f.i., zgodnie z którym wspomniana możliwość aktualizuje się wyłącznie wtedy, gdy „prawa uczestnictwa tej spółki są papierami wartościowymi i informacje o nich oraz warunkach ich nabycia, stanowiące wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych, udostępniane są, w dowolnej formie i w dowolny sposób, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi”. Należy jednak podkreślić, że regulacja ta stosunkowo rzadko znajdzie zastosowanie w praktyce, gdyż możliwe jest uznanie klientów detalicznych za klientów profesjonalnych⁷⁷⁸.

c) Dodatkowe informacje i dokumenty

Oprócz powyższych elementów, które zasadniczo zawsze muszą znaleźć się we wniosku składanym do KNF w celu wydania przez Komisję zezwolenia na zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, jest jeszcze kilka innych informacji i dokumentów, które przy zaistnieniu pewnych okoliczności również powinny zostać dołączone przez wnioskodawcę. Należy do nich zaliczyć m.in. regulację art. 70s ust. 3 pkt 4 u.f.i., która w przypadku akcjonariuszy, będących osobami fizycznymi, posiadających co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub co najmniej 10% udziału w kapitale zakładowym wnioskodawcy, wymaga przedstawienia danych osobowych tych osób oraz informacji o dotychczasowym przebiegu pracy zawodowej lub wykonywanej działalności gospodarczej. W przypadku natomiast osób prawnych albo

⁷⁷⁸ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 892.

jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, spełniających te same przesłanki, obligatoryjne jest dołączenie do wniosku informacji na temat wykonywanej przez nie działalności gospodarczej, aktualnego odpisu z właściwego rejestru oraz ostatniego sprawozdania finansowego wraz ze sprawozdaniem z badania, jeżeli badanie jest wymagane przepisami prawa, a w przypadku braku takiego sprawozdania - innych dokumentów i informacji przedstawiających rzetelnie ich aktualną sytuację finansową.

W doktrynie zwraca się uwagę, że jeśli zaistnieje któraś z przesłanek wyszczególnionych w analizowanym przepisie, to należy mieć również na względzie treść art. 70s ust. 6 u.f.i.⁷⁷⁹, zgodnie z którym w celu ustalenia, czy wpływ osoby posiadającej bezpośrednio lub pośrednio akcje wnioskodawcy w liczbie zapewniającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub co najmniej 10% udziału w kapitale zakładowym wnioskodawcy nie będzie niekorzystny dla ostrożnego i stabilnego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną przez zarządzającego, przestrzegania zasad uczciwego obrotu lub należytego zabezpieczenia interesu inwestorów tej spółki, Komisja może żądać przedstawienia innych danych dotyczących sytuacji finansowej tej osoby. *Ratio legis* tego przepisu zostało tym samym wprost wskazane przez ustawodawcę⁷⁸⁰. Celem regulacji jest bowiem umożliwienie Komisji weryfikacji, czy interesy inwestorów i stabilność systemu finansowego nie zostaną zagrożone na skutek powiązań udziałowych⁷⁸¹. Zwraca się również uwagę, że w przypadku wystąpienia podmiotów dominujących lub podmiotów zależnych, zakres informacji, które powinny zostać udzielone Komisji będzie odmienny dla osób fizycznych, a inny dla osób prawnych lub jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej⁷⁸².

Odrębnymi informacjami dodatkowymi, które mogą być wymagane we wniosku są dane wynikające z dyspozycji art. 70s ust. 3 pkt 5 u.f.i., tj. informacje o podmiotach dominujących i podmiotach zależnych wobec akcjonariuszy posiadających co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub co najmniej 10% udziału w kapitale zakładowym wnioskodawcy, obejmujące wskazanie ich firmy (nazwy) lub imienia i nazwiska, siedziby i adresu lub miejsca zamieszkania oraz opis wykonywanej działalności gospodarczej. Opisany obowiązek materializuje się jednak wyłącznie

⁷⁷⁹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 17

⁷⁸⁰ *Ibidem*.

⁷⁸¹ J. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 951.

⁷⁸² *Ibidem*.

w przypadku, gdy owe podmioty dominujące lub podmioty zależne wobec akcjonariuszy posiadających wskazany odsetek udziałów lub głosów w ogóle występują⁷⁸³. Może się bowiem zdarzyć, że tego rodzaju stosunki nie będą mieć miejsca – przykładowo w płaskich i nierozbudowanych strukturach inwestycyjnych. Biorąc jednak pod uwagę, że tryb zezwoleniowy reglamentacji działalności inwestycyjnej zbiorowego inwestowania wykonywanej w formie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną aktualizuje się jedynie po zakładanym przez wnioskodawcę przekroczeniu wysoko ustanowionych pułapów kapitału pod zarządzaniem, można spodziewać się, że struktury inwestorskie zaangażowane w takie przedsięwzięcie będą raczej należały do rozbudowanych.

Przy takim stanie rzeczy może jednak zaistnieć inna okoliczność, powodująca, że opisywana informacja nie będzie musiała zostać dołączona do przedmiotowego wniosku. W przepisie jest bowiem mowa o osobie posiadającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub co najmniej 10% udziału w kapitale zakładowym zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, przez co, jeśli przykładowo w skład tego podmiotu wchodzić będzie co najmniej 11 osób, z czego każda z nich będzie posiadała równą liczbę głosów i równy udział w kapitale zakładowym, nie dojdzie do przekroczenia wskazanego progu przez żadną z tych osób. Należy ponadto zauważyć, że przesłanka posiadania co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu odnosi się wyłącznie do akcjonariuszy. Biorąc zatem pod uwagę treść art. 8b ust. 2 u.f.i., dotyczy ona wyłącznie spółki akcyjnej, przez co sytuacja taka jest tym mniej prawdopodobna. W odniesieniu do drugiej, alternatywnie określonej w art. 70s ust. 3 pkt 5 u.f.i. okoliczności powodującej zaktualizowanie się obowiązku, o którym mowa w przepisie, należy stwierdzić, że ze względu na redakcję owego przepisu, może ona odnosić się zarówno do spółki z o.o., jak i spółki akcyjnej. Samo *ratio legis* analizowanej regulacji jest jednak zasadniczo takie samo, jak w przypadku art. 70s ust. 3 pkt 4 u.f.i., gdyż norma zawarta w art. 70s ust. 6 u.f.i. odnosi się do obu z wymienionych przepisów z uwagi na użycie w niej sformułowania „bezpośredniego lub pośredniego” posiadania przez wnioskodawcę głosów lub udziału.

Przepis art. 70s ust. 3 pkt 6 u.f.i. wprowadza natomiast obowiązek dołączenia przez wnioskodawcę, ubiegającego się o wydanie zezwolenia, również ostatniego sprawozdania finansowego wraz ze sprawozdaniem z badania, lecz tylko w przypadku

⁷⁸³ *Ibidem*, s. 953.

spółki, o której mowa w art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i., jeżeli wykonywała ona inną działalność przed złożeniem wniosku. Należy zauważyć, że dyspozycja tego przepisu dotyczy wyłącznie zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁷⁸⁴, a ponadto wymaga, aby ów zarządzający prowadził już uprzednio działalność przed złożeniem przedmiotowego wniosku. Ustawa milczy jednak w kwestii czasu, przez jaki taka działalność powinna być prowadzona aby opisywany obowiązek zmaterializował się. Z tego względu należy przyjąć ostrożnościową wykładnię, zgodnie z którą niezależnie od okresu, przez jaki działalność ta jest prowadzona, konieczne będzie dołączenie sprawozdania z działalności, jeśli tylko było ono wymagane przez przepisy z obszaru rachunkowości.

Ostatnia informacja dodatkowa, którą wnioskodawca ubiegający się o uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną obowiązany jest przedstawić wraz ze wspomnianym wnioskiem została określona art. 70s ust. 3 pkt 10 u.f.i. Przepis ten stanowi, iż wymagane są dane osobowe osób, które mają istotny wpływ na działalność alternatywnej spółki inwestycyjnej, zatrudnionych u wnioskodawcy lub w podmiotach, którym na podstawie umowy, o której mowa w art. 70g ust. 1 u.f.i., wnioskodawca zlecił zarządzanie portfelem inwestycyjnym alternatywnej spółki inwestycyjnej lub jego częścią lub zarządzanie ryzykiem, wraz z opisem kwalifikacji i doświadczeń zawodowych tych osób oraz informacjami z Krajowego Rejestru Karnego. Opis kwalifikacji i doświadczeń zawodowych wymienionych osób ma na celu umożliwienie KNF weryfikację, czy dają one rękojmię należytego wykonywania swoich obowiązków⁷⁸⁵. Do kręgu podmiotów, których dotyczy niniejszy przepis należy m.in. podmiot, któremu wnioskodawca powierzył, w drodze umowy zawartej w formie pisemnej, wykonywanie czynności związanych z działalnością prowadzoną przez tego zarządzającego, na co pozwala art. 70g ust. 1 u.f.i. Ustawodawca nie wymaga przy tym, aby taki podmiot posiadał kwalifikacje i doświadczenie zawodowe w zakresie poszczególnych strategii inwestycyjnych zarządzającego oraz spełniał stosunkowo wygórowane wymagania nałożone na członków zarządu i członków rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, jednak podmiot ten musi podlegać nadzorowi Komisji, której zgoda jest wymagana do powierzenia czynności⁷⁸⁶. Uzasadnieniem takiego stanu rzeczy może być art. 70d ust. 7 u.f.i., który wprowadza

⁷⁸⁴ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 17

⁷⁸⁵ J. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 958.

⁷⁸⁶ *Ibidem*.

wymóg zatrudnienia przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną co najmniej jednego doradcy inwestycyjnego do wykonywania czynności zarządzania, ale wyłącznie w przypadku, gdy prawa uczestnictwa co najmniej jednej alternatywnej spółki inwestycyjnej mogą być wprowadzone do obrotu wśród klientów detalicznych⁷⁸⁷. Jeśli, rzecz jasna, w ramach struktury podmiotu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną nie występują wspomniane osoby mogące mieć istotny wpływ na jej działalność, wnioskodawca nie będzie obowiązany do dołączenia do wniosku tego rodzaju informacji.

5.3.2 Odmowa wydania zezwolenia

Pomimo złożenia przez wnioskodawcę kompletnego i prawidłowo sporządzonego wniosku o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, może zdarzyć się sytuacja, w której KNF odmówi wydania rzeczzonego zezwolenia. Przesłanki odmowy zostały wymienione w art. 70t u.f.i. i niezgodność wniosku lub załączonych do niego dokumentów pod względem treści z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym jest tylko jedną z nich, wskazaną w art. 70t ust. 4 pkt 1 u.f.i. Wymaga podkreślenia, że Komisja powinna odmówić wydania zezwolenia również wtedy, gdy wnioskodawcą jest podmiot nieuprawniony⁷⁸⁸. Oprócz wskazanych przesłanek opartych na ustaleniach formalnych, KNF może oprzeć decyzję odmowną także na przepisach art. 70t ust. 4 pkt 2-4 u.f.i.

Zgodnie z art. 70t ust. 4 pkt 2 u.f.i., Komisja odmawia wydania zezwolenia, w przypadku, gdy „wnioskodawca, członkowie jego zarządu, rady nadzorczej lub osoby, które mają istotny wpływ na działalność alternatywnej spółki inwestycyjnej, mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej”, a także, gdy członkowie zarządu lub rady nadzorczej nie spełniają ustawowych wymogów dla nich przewidzianych⁷⁸⁹. Z uwagi na użyte w przepisie pojęcia nieostre, tj. sformułowania stanowiące, iż wymienione osoby „mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad” lub w sposób „nienależycie

⁷⁸⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 875.

⁷⁸⁸ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 31

⁷⁸⁹ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 5.3.1 a, w którym szczegółowo opisane zostały wymogi w zakresie kwalifikacji i doświadczenia zawodowego członków zarządu i rady nadzorczej, które wymagane są przez ustawodawcę w ramach składanego wniosku o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

zabezpieczający interes inwestorów”, Komisja ma w istocie pewną swobodę oceny wskazanych przesłanek, przez co dysponuje w praktyce pewnym luzem decyzyjnym. Biorąc jednak pod uwagę cel powyższej regulacji, którym jest konieczność zagwarantowania ochrony uczestników rynku kapitałowego, przepisów prawa oraz interesu inwestorów⁷⁹⁰, należy pozytywnie ocenić kształt analizowanego przepisu, gdyż kazuistyczne wymienienie sytuacji uprawniających Komisję do odmowy wydania zezwolenia prowadziłyby do niedorzecznego namnażania norm prawnych, które z całą pewnością nie pokrywałyby wszystkich przypadków, w których wymienione wartości mogłyby zostać zagrożone.

Przesłanką odmowy wydania zezwolenia jest także wpływ osoby posiadającej bezpośrednio lub pośrednio akcje zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w liczbie zapewniającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub 10% udziału w kapitale zakładowym, który mógłby okazać się niekorzystny dla ostrożnego i stabilnego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, przestrzegania zasad uczciwego obrotu lub należytego zabezpieczenia interesu inwestorów tej spółki – w myśl art. 70t ust. 4 pkt 3 u.f.i. Redakcja niniejszego przepisu w praktyce również pozostawia Komisji możliwość zastosowania luzu decyzyjnego, gdyż to właśnie do KNF należy ocena, czy wpływ wskazanej osoby „mógłby okazać się niekorzystny” dla wymienionych wartości chronionych. Warto jednak podkreślić, że przesłanka ta nie będzie mogła być w ogóle wzięta pod uwagę, jeżeli w ramach zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną żaden podmiot nie przekroczy wskazanego pułapu udziału lub liczby głosów.

Poza bezpośrednim oddziaływaniem na zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, o którym mowa powyżej, ustawa przewiduje również odmowę wydania zezwolenia w sytuacji oddziaływania pośredniego. Przepis art. 70t ust. 4 pkt 4 u.f.i. dotyczy bowiem pozostawiania zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w bliskich powiązaniach z innym podmiotem, co mogłoby uniemożliwić Komisji skuteczne sprawowanie nadzoru nad takim zarządzającym, a także sytuacji, gdy sprawowanie rzeczonoego nadzoru byłoby utrudnione lub niemożliwe ze względu na przepisy prawa obowiązujące w miejscu siedziby lub zamieszkania tego podmiotu. Definicja bliskich powiązań, o których mowa w niniejszym przepisie została zawarta w art. 2 pkt 23 u.f.i. i stanowi, że rozumie się przez nie „posiadanie bezpośrednio lub

⁷⁹⁰ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 963.

pośrednio ponad 20% kapitału innego podmiotu lub prawa do wykonywania co najmniej 20% głosów w organach innego podmiotu, lub sprawowanie przez podmiot kontroli, lub współkontroli nad innym podmiotem w zakresie określonym w art. 3 ust. 1 pkt 37 ustawy o rachunkowości”. Jeżeli zatem dany podmiot będzie posiadał, za pośrednictwem innych podmiotów, co najmniej 20% kapitału lub głosów w organach zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, KNF może na tej podstawie odmówić wydania przedmiotowego zezwolenia. Tym samym, przy rozdrobnionej strukturze udziałowej podmiotu zarządzającego, konieczne jest zidentyfikowanie rzeczywistych właścicieli kapitału, aby zweryfikować, czy środki wniesione do spółki lub głosy, którymi dysponują poszczególni udziałowcy lub akcjonariusze nie pochodzą od tych samych osób, gdyż mogłoby to spowodować przekroczenie przez nie ustawowych progów i wypełnienie przesłanki odmowy wydania przez KNF zezwolenia na zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną.

W ramach art. 70t u.f.i. została ponadto zawarta dodatkowa przesłanka odmowy wydania przedmiotowego zezwolenia, dotycząca powiązań zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, które wykraczają poza obszar Rzeczypospolitej Polskiej⁷⁹¹. Jeżeli taka sytuacja by zaistniała, Komisja obowiązana jest zasięgnąć opinii właściwego organu danego państwa członkowskiego UE, w ramach współpracy między organami nadzoru. Nie zostało natomiast wskazane ani jaki zakres powinna mieć przedmiotowa opinia, ani jaki rodzi ona skutek prawny. Ze względu jednak na treść art. 70t ust. 5 u.f.i. w zw. z art. 70t ust. 3 u.f.i., nawet w przypadku uzyskania przez KNF opinii negatywnej, Komisja nie jest nią związana, przez co może, ale nie musi, wydać decyzję odmowną dotyczącą zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁷⁹².

5.3.3 Wygaśnięcie i cofnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną

Zarówno wygaśnięcie, jak i cofnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną zostało przez ustawodawcę uregulowane w ramach tego samego artykułu, a mianowicie art. 70x u.f.i. Pomimo, że skutki obu powyższych zdarzeń prawnych są zasadniczo takie same, to zarówno

⁷⁹¹ *Ibidem*, s. 964.

⁷⁹² *Ibidem*..

przesłanki ich realizacji, jak i sam mechanizm ich działania⁷⁹³, pozostają odmienne. Ustawodawca ponadto nie uregulował wprost w przepisie przyczyn, które mogą spowodować cofnięcie przez KNF udzielonego już zezwolenia, przez co konieczne będzie w tym zakresie sięgnięcie do ogólnych reguł wykładni. Niemniej jednak, zagadnienie to ma duże znaczenie praktyczne, zwłaszcza z uwagi na fakt, iż nie wszystkie ustawowe przesłanki są intuicyjne i klarowne. Poniżej zostaną one zwięźle omówione i przelizowane.

a) Wygaśnięcie zezwolenia

W przeciwieństwie do wydania zezwolenia na prowadzenie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, do którego wymagane jest wydanie decyzji administracyjnej, wygaśnięcie owego zezwolenia następuje *ex lege*, wraz z chwilą zaistnienia jednej z ustawowych przesłanek, wskazanych w art. 70x u.f.i.⁷⁹⁴. W hipotezie art. 70x ust. 1 u.f.i. wymienione zostały trzy przypadki, w których przedmiotowe zezwolenie wygasa, tj.: z chwilą ogłoszenia upadłości zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną lub otwarcia jego likwidacji; gdy zarządzający przez 12 miesięcy od dnia wydania zezwolenia nie rozpocznie zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną lub unijnym alternatywnym funduszem inwestycyjnym; oraz gdy zarządzający przez okres co najmniej 6 miesięcy nie prowadził działalności objętej tym zezwoleniem.

Co do wygaśnięcia zezwolenia na skutek ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, to regulacja ta jest zrozumiała i klarowna. Nie ma bowiem ekonomicznego uzasadnienia, aby w sytuacji, w której działalność w sposób trwały przestaje być prowadzona, podmiot ten w dalszym ciągu dysponował zezwoleniem na wykonywanie działalności wymagającej zaufania społecznego, jaką jest zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną. W myśl art. 51 ust. 2 ustawy prawo upadłościowe⁷⁹⁵, postanowienie o ogłoszeniu upadłości jest skuteczne i wykonalne z dniem jego wydania, chyba że przepis szczególny stanowi inaczej. Ogólna zasada stanowi zatem, że w chwili wydania postanowienia o ogłoszeniu upadłości dochodzi do wygaśnięcia zezwolenia zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną na prowadzenie przedmiotowej

⁷⁹³ Cofnięcie zezwolenia uważane jest za sankcję administracyjną wobec zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Zob. M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42

⁷⁹⁴ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 979.

⁷⁹⁵ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 498 z późn. zm.).

działalności. Otwarcie likwidacji, o którym mowa w przepisie, następuje natomiast w momencie podjęcia przez spółkę uchwały. W kontekście otwarcia likwidacji należy przytoczyć treść art. 274 § 1 k.s.h. oraz 461 § 1 k.s.h., zgodnie z którymi otwarcie likwidacji następuje z dniem uprawomocnienia się orzeczenia o rozwiązaniu spółki przez sąd, powzięcia przez wspólników (lub walne zgromadzenie – w przypadku spółki akcyjnej) uchwały o rozwiązaniu spółki lub zaistnienia innej przyczyny jej rozwiązania. Warto zaznaczyć, że datą otwarcia likwidacji jest data podjęcia wspomnianej uchwały - zarówno w odniesieniu do spółki z ograniczoną odpowiedzialnością⁷⁹⁶, której dot. art. 274 § 1 k.s.h., jak i spółki akcyjnej⁷⁹⁷, regulowanej przez art. 461 § 1 k.s.h.. Podkreśla się, że likwidacja następuje wraz z powstaniem jej przyczyny, a nie w momencie wpisania otwarcia likwidacji do rejestru, gdyż wpis ten ma jedynie charakter deklaratoryjny⁷⁹⁸.

Drugą z przesłanek wygaśnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, wymienioną przez art. 70x u.f.i., jest brak realnego rozpoczęcia zarządzania nią przez wnioskodawcę w terminie 12 miesięcy od dnia uzyskania przezeń zezwolenia na wykonywanie rzeczowej działalności. Należy przyjąć, że dniem wydania zezwolenia jest dzień doręczenia go wnioskodawcy⁷⁹⁹. Ustawa milczy jednak w kwestii, jak należy rozumieć pojęcie rozpoczęcia działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, a właściwie, w kontekście niniejszego przepisu – czym jest jego brak. Zdaje się, że zamierzeniem ustawodawcy było tutaj wyeliminowanie z obrotu podmiotów nieaktywnych, które nie wykonują realnej działalności, mimo formalnego uprawnienia. Z uwagi jednak na ograniczoną możliwość skontrolowania przez KNF faktu faktycznego zarządzania, należy przychylić się do głosów przedstawianych w doktrynie, zgodnie z którymi Komisja powinna kierować się formalnymi okolicznościami przy stwierdzeniu, czy działalność została rozpoczęta przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁸⁰⁰. Zaznacza się, że zgodnie z dyspozycją art. 70a ust. 4 u.f.i., w sprawach wprost nieuregulowanych, do alternatywnych spółek inwestycyjnych i podmiotów nimi zarządzających stosuje się

⁷⁹⁶ A. Kidyba [w:] W. Pyziół (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz...*, s. 274.

⁷⁹⁷ M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek...*, s. 461.

⁷⁹⁸ *Ibidem*.

⁷⁹⁹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 980.

⁸⁰⁰ *Ibidem*.

przepisy Kodeksu spółek handlowych. W tym wypadku, pomocnicze skorzystanie z tego odesłania okazuje się nie przynosić jednak satysfakcjonujących odpowiedzi⁸⁰¹.

W związku z powyższym, analizowany moment czasowy będzie odmienny dla poszczególnych form prowadzenia działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Dla spółki kapitałowej, która planuje wykonywać działalność jako wewnętrznie zarządzający, z uwagi na fakt, iż w momencie składania wniosku do KNF podmiot ten nie może być jeszcze zarejestrowany w KRS, będzie to właśnie chwila zarejestrowania podmiotu zarządzającego, który jest w tym wypadku tożsamy z samą alternatywną spółką inwestycyjną. Dla zewnętrznie zarządzającego, wskazanie tego momentu czasowego powinno zostać dokonane analogicznie. Biorąc pod uwagę, że wnioskodawcą w takim przypadku jest zawsze spółka kapitałowa, która zamierza wykonywać działalność jako podmiot zarządzający, a zarządzana przezeń alternatywna spółka inwestycyjna również musi być spółką zawiązaną, ale niezarejestrowaną w KRS, przez rozpoczęcie działalności powinno się w tym kontekście rozumieć zarejestrowanie alternatywnej spółki inwestycyjnej w rejestrze przedsiębiorców. W doktrynie prezentowany jest pogląd, że momentem rozpoczęcia przez zarządzającego działalności może być również moment rejestracji w KRS zmian statutu lub umowy spółki kapitałowej, komandytowej lub komandyto-akcyjnej w takim zakresie, że po ich wprowadzeniu spółka ta, dotychczas niebędąca alternatywną spółką inwestycyjną, nabywa ów status⁸⁰². Z poglądem tym nie można się jednak zgodzić, gdyż ustawa wyraźnie stanowi, że zarówno w przypadku wewnętrznie zarządzających, jak i zarządzających zewnętrznie, umowa spółki lub statut alternatywnej spółki inwestycyjnej musi literalnie odzwierciedlać treść art. 70e ust. 1 u.f.i. oraz art. 2 pkt 10a i art. 8a ust. 3 u.f.i., a spółka ta nie może być jeszcze zarejestrowana w KRS. Z tego względu, moment czasowy dostosowania umowy spółki lub statutu do wymogów ustawowych, przesądzających o uznaniu prowadzonej przez nią działalności za działalność alternatywnej spółki inwestycyjnej, zawsze będzie wcześniejszy względem wydania zezwolenia KNF na zarządzanie nią. Przytoczony powyżej pogląd mógłby być uzasadniony jedynie w zakresie, w jakim odnosiłby się do podmiotów, które funkcjonowały już w dwunastomiesięcznym okresie przejściowym od 4 maja do 4 czerwca 2017 r., kiedy to regulacje dotyczące zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nie weszły jeszcze w życie. Podmioty te były bowiem

⁸⁰¹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

⁸⁰² M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 981.

zobowiązane do dokonania autoidentyfikacji podlegania pod przedmiotowe regulacje i dostosowania do nich prowadzonej działalności, a także wystąpienia z odpowiednim wnioskiem do KNF. Tylko w takim przypadku możliwe byłoby wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w stosunku do wnioskodawcy zgłaszającego jako tego rodzaju podmiot spółkę, która została już uprzednio zarejestrowana w KRS.

Ostatnią z przesłanek, wymienioną w art. 70x ust. 1 pkt 3 u.f.i., której spełnienie skutkuje wygaśnięciem zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, jest nieprowadzenie przez rzeczonoego zarządzającego działalności objętej zezwoleniem przez okres co najmniej 6 miesięcy. Mimo, że przepis nie stanowi o tym wprost, należy przyjąć, że chodzi o nieprzerwane nieprowadzenie działalności przez okres sześciu miesięcy. Sytuacja tymczasowych, krótszych okresów, których suma przekracza progową wartość z analizowanej regulacji, nie powinna być uznawana za spełniającą ustawową przesłankę. Jeśli chodzi o samo pojęcie prowadzenia działalności, a właściwie braku jej prowadzenia, to podobnie jak w przypadku przesłanki (braku) rozpoczęcia działalności, opisanej powyżej, nie ma w ustawie definicji normatywnej. Z tego względu należy przeprowadzić podobny proces myślowy i stwierdzić, że mimo iż z punktu widzenia celu opisywanych regulacji pożądanę byłoby, aby spółki, które faktycznie nie prowadzą działalności zostały wyeliminowane z obrotu jako nieaktywne, należy jednak kierować się racjonalną wykładnią, która nakazuje branie pod uwagę wyłącznie okoliczności obiektywnych, które KNF jest w stanie zweryfikować.

Warto nadmienić, iż brak rozpoczęcia działalności nie może być, rzecz jasna, utożsamiany z brakiem prowadzenia działalności i mimo, że nierozpoczęcie jej jest w istocie również brakiem jej prowadzenia, to stanowi jednak oddzielną przesłankę wskazaną w przepisie. Z tego względu można uznać, że hipoteza art. 70x ust. 1 pkt 3 u.f.i. obejmuje zasadniczo wyłącznie sytuacje zaprzestania wykonywania działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁸⁰³, pomimo logicznego zawierania się w niej także hipotezy z poprzedniego punktu przepisu. Dokonując wykładni tej normy prawnej w sposób analogiczny do przesłanki z art. 70x ust. 1 pkt 2 u.f.i. należy konsekwentnie stwierdzić, że w odniesieniu do wewnątrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną

⁸⁰³ Tak też M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 982.

momentem zaprzestania wykonywania przez niego przedmiotowej działalności będzie wykreślenie go z rejestru przedsiębiorców, co będzie równoznaczne z wykreśleniem z rejestru samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, gdyż podmioty te są tożsame w tym modelu organizacyjnym.

Podobnie w przypadku zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi należy przyjąć, że zaprzestają oni prowadzenia opisywanej działalności w chwili wykreślenia zarządzanej spółki z KRS. Sytuacja komplikuje się jednak, gdy dany zarządzający ma w swoim zarządzaniu kilka alternatywnych spółek inwestycyjnych. Należy stwierdzić, że opisywana przesłanka nie zostanie spełniona dopóty, dopóki którakolwiek z alternatywnych spółek inwestycyjnych, znajdujących się w jego zarządzaniu pozostawać będzie wpisana do rejestru przedsiębiorców. Oznacza to, że nawet długotrwała przerwa w zarządzaniu kilkoma alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nie powinna spowodować wygaśnięcia zezwolenia zarządzającego na prowadzenie przez niego przedmiotowej działalności. Odmienna wykładnia prowadziłaby do absurdu, gdyż w istocie uniemożliwiłaby legalne zarządzanie przez niego alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, które pozostawałyby wciąż aktywne.

Wskazuje się również dwie inne sytuacje, w których zezwolenie na wykonywanie opisywanej działalności powinno wygasnąć. Pierwszą z nich jest przypadek, w którym następuje zmiana przedmiotu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej w taki sposób, że przestaje ona spełniać już przesłanki konstytuujące tę formę prawną i taki stan rzeczy utrzymuje się nieprzerwanie przez co najmniej 6 miesięcy⁸⁰⁴. Z poglądem tym należy się zgodzić, gdyż podmiot zarządzający w praktyce nie zarządza wtedy alternatywną spółką inwestycyjną, a zwykłą spółką prawa handlowego. Druga sytuacja dotyczy zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, działających w formie spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej. W przypadku, gdy dojdzie do zbycia przez ów podmiot zarządzający, będący jedynym komplementariuszem tejże alternatywnej spółki inwestycyjnej ogółu praw i obowiązków w spółce na rzecz innego podmiotu i sytuacja taka utrzyma się nieprzerwanie przez okres co najmniej 6 miesięcy, zezwolenie na wykonywanie działalności przez podmiot zbywający powinno wygasnąć z mocy prawa⁸⁰⁵. Patrząc bowiem na niniejszą

⁸⁰⁴ *Ibidem*, s. 983.

⁸⁰⁵ *Ibidem*.

problematykę z perspektywy podmiotu zarządzającego, którego dotyczy przedmiotowe zezwolenie, nie byłoby uzasadnione aby po zakończeniu pełnienia funkcji komplementariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej w dalszym ciągu dysponował on rzeczonym zezwoleniem.

b) Cofnięcie zezwolenia

W przeciwieństwie do wygaśnięcia zezwolenia, które następuje z mocy samego prawa, cofnięcie zezwolenia pozbawione jest takiego automatyzmu. Przyjmuje się, że jest to sankcja administracyjna, którą może zastosować KNF⁸⁰⁶. Ustawa milczy jednak w kwestii przesłanek cofnięcia przez KNF przedmiotowego zezwolenia, przez co należy przeanalizować funkcję tej instytucji prawnej⁸⁰⁷. Cofnięcie zezwolenia należy odróżnić od odmowy wydania zezwolenia, w myśl rozumowania a *contratio* do paremii prawniczej *lege non distinguente nec nostrum est distinguere* – jeżeli sam ustawodawca rozróżnia bowiem oba pojęcia, regulując je w osobnych przepisach, w takim duchu powinna też przebiegać ich wykładnia, zwłaszcza, że jest ona zgodna z językowym rozumieniem wskazanych pojęć. W konsekwencji należy stwierdzić, iż KNF może cofnąć zezwolenie tylko w przypadku, gdy zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną w czasie prowadzonej działalności, następnie przestanie spełniać ustawowe wymogi, a w szczególności, gdy zrealizuje którąś z przesłanek odmowy wydania zezwolenia, określonych w art. 70t ust. 3-5 u.f.i.⁸⁰⁸. Przepisy art. 70t ust. 5 w zw. z ust. 3 u.f.i. dotyczą transgranicznych powiązań między zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną a innymi podmiotami z UE oraz spoza niej, na podstawie których opinia zasięgana przez KNF od właściwych organów państwa członkowskiego UE mogłaby być negatywna o wnioskodawcy, który planuje wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Można zatem założyć, że Komisja nie będzie zasięgać takiej opinii już po wydaniu zezwolenia, tj. w czasie prowadzenia działalności przez zarządzającego. Nie można jednak wykluczyć, że w inny sposób znajdzie się w posiadaniu wspomnianej negatywnej opinii, przez co będzie mogła ponownie zainicjować takową procedurę i w konsekwencji doprowadzić do cofnięcia przedmiotowego zezwolenia.

Przesłanki odmowy wydania zezwolenia, zawarte w art. 70t ust. 4 u.f.i., mają natomiast realną szansę zostać uwzględnione podczas oceniania przez Komisję, czy

⁸⁰⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

⁸⁰⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 983.

⁸⁰⁸ *Ibidem*.

zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną w dalszym ciągu spełnia ustawowe wymogi wykonywania przedmiotowej działalności. Mowa tutaj w szczególności o punktach 2-4, gdyż punkt 1 dotyczy zgodności treści wniosku lub załączonych do niego dokumentów z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym, przez co należy stwierdzić, że powinien on zostać zbadany przez Komisję na etapie wydawania zezwolenia i może być podstawą do ewentualnej odmowy wydania zezwolenia, a nie jego cofnięcia⁸⁰⁹. Przepis art. 70t ust. 4 pkt 2 u.f.i. dotyczy natomiast stwierdzenia przez KNF, że wnioskodawca, członkowie jego zarządu, rady nadzorczej lub osoby, które mają istotny wpływ na działalność alternatywnej spółki inwestycyjnej, mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej, a także gdy członkowie zarządu lub rady nadzorczej nie spełniają ustawowych wymogów. W toku prowadzenia przez podmiot zarządzający działalnością mogą ulec zmianie okoliczności dotyczące wymienionych osób, powodując, że wykonywana przez nie działalność będzie naruszała zasady uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczała interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej. Może również dojść do zmiany okoliczności dotyczących członków zarządu i RN, w skutek czego nie będą już oni spełniać wymogów przewidzianych dla nich przez ustawodawcę. Nie można zatem wykluczyć, że stanie się to podstawą do cofnięcia przez KNF zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

W art. 70t ust. 4 pkt 3 u.f.i. zawarta została podstawa odmowy wydania przez KNF przedmiotowego zezwolenia z uwagi na niekorzystny wpływ określonych osób na ostrożne i stabilne zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, przestrzeganie zasad uczciwego obrotu lub należyte zabezpieczenie interesu jej inwestorów. Mowa tutaj o osobach, które posiadają bezpośrednio lub pośrednio akcje podmiotu zarządzającego w liczbie zapewniającej co najmniej 10% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub 10% udziału w kapitale zakładowym. Z uwagi na realia rynkowe, w których udziały i akcje spółek nierzadko zmieniają właścicieli, zrealizowanie niniejszej przesłanki w toku wykonywania działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wydaje się wysoce prawdopodobne w praktyce. Gdyby bowiem pierwotni udziałowcy (akcjonariusze) podmiotu zarządzającego zbyli

⁸⁰⁹ Zob. rozważania w pkt. 5.3.2 niniejszej pracy.

swoje udziały (akcje) na rzecz osób, których wpływ na wymienione w przepisie obszary oddziaływania Komisja oceniłaby jako niekorzystny, mogłaby ona zdecydować o cofnięciu udzielonego już zezwolenia. Podobny wniosek należy wysnuć w odniesieniu do art. 70t ust. 4 pkt 4 u.f.i., który to dotyczy pozostawiania zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w bliskich powiązaniach z innym podmiotem, co mogłoby uniemożliwić Komisji skuteczne sprawowanie nadzoru nad zarządzającym lub gdy sprawowanie takiego nadzoru byłoby utrudnione lub niemożliwe ze względu na przepisy prawa obowiązujące w miejscu siedziby lub zamieszkania tego podmiotu. W kontekście opisanych powyżej przypadków cofnięcia zezwolenia należy nadmienić, iż konkretny podmiot zarządzający będzie zazwyczaj zarządzał alternatywną spółką inwestycyjną objętą wnioskiem przez cały czas jej funkcjonowania. Prawidłowość taka będzie tym bardziej dotyczyła alternatywnych spółek inwestycyjnych działających jako fundusze *venture capital*, gdyż podmiot zarządzający w takich strukturach pełni kluczową rolę i w obliczu jego zmiany inwestorzy prawdopodobnie zdecydowaliby się na rozwiązanie funduszu.

c) Skutki wygaśnięcia lub cofnięcia zezwolenia

Jak już wyżej zaznaczono, wygaśnięcie i cofnięcie zezwolenia KNF na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wywołuje zasadniczo tożsame skutki. Przepis art. 70x ust. 3 u.f.i., odnoszący się do wewnątrznie zarządzających, stanowi tym samym, że cofnięcie lub wygaśnięcie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego powoduje rozwiązanie alternatywnej spółki inwestycyjnej, chyba że w terminie 3 miesięcy od dnia cofnięcia lub wygaśnięcia zezwolenia zostanie dokonana zmiana jej statutu w zakresie przedmiotu jej działalności, w wyniku której spółka ta nie będzie wypełniać definicji alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Podobna regulacja, zawarta w art. 70x ust. 4 u.f.i., odnosi się do zewnątrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, stanowiąc, że zarządzana przez niego spółka zostaje rozwiązana, jeżeli w terminie 3 miesięcy od dnia wygaśnięcia zezwolenia, lub od dnia cofnięcia takiego zezwolenia, inny zarządzający lub zarządzający z UE nie przejmie zarządzania tą spółką. Podstawowym skutkiem zarówno rozwiązania, jak i cofnięcia zezwolenia na wykonywanie przedmiotowej działalności jest zatem rozwiązanie alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zarządzał beneficjent owego zezwolenia.

Ustawodawca zastosował jednak w tym kontekście nieznaną polskiemu prawu konstrukcję, która zakłada niejako warunkowe rozwiązanie⁸¹⁰ alternatywnej spółki inwestycyjnej, po bezskutecznym upływie trzymiesięcznego terminu przewidzianego w ustawie⁸¹¹. Takie rozwiązanie jest niedopuszczalne z uwagi na powodowany przez nie skutek braku pewności prawa. Na gruncie spółki z o. o., w doktrynie przyjmuje się co prawda, że w pewnych okolicznościach możliwe jest zastrzeżenie w umowie spółki konstrukcji zbliżonej do terminu końcowego lub warunku rozwiązującego⁸¹². Zwraca się jednak uwagę, że taki mechanizm nie jest w istocie terminem, ani warunkiem, gdyż nie wywołuje on automatycznego skutku w postaci ustania stosunku prawnego spółki⁸¹³. Ziszczenie się określonej okoliczności staje się tylko przesłanką otwarcia likwidacji z mocy prawa w oparciu o art. 274 § 1 *in fine* k.s.h., który stanowi, że „otwarcie likwidacji następuje z dniem uprawomocnienia się orzeczenia o rozwiązaniu spółki przez sąd, powzięcia przez wspólników uchwały o rozwiązaniu spółki lub zaistnienia innej przyczyny jej rozwiązania”. Dzięki takiej konstrukcji prawnej nie jest konieczne podejmowanie przez wspólników żadnej dodatkowej uchwały w przedmiotowej sprawie, przez co niezmiernie istotne jest, aby zastrzeżone przez nich przesłanki zostały sformułowane jak najbardziej klarownie i jednoznacznie⁸¹⁴. W kontekście uchwał wspólników spółki z ograniczoną odpowiedzialnością wyklucza się w ogóle możliwość podejmowania uchwał dotyczących rozwiązania spółki zastrzegając w nich warunek rozwiązujący⁸¹⁵, gdyż wyłączna możliwość zapobieżenia skutkom otwarcia likwidacji spółki przewidziana została w art. 273 *ab initio* k.s.h., który wymaga podjęcia uchwały jednomyślnie przez wszystkich wspólników.

Wracając zatem do regulacji zawartych w art. 70x ust. 3 i 4 u.f.i., należy stwierdzić, że nie mamy tutaj do czynienia z warunkowym rozwiązaniem alternatywnej spółki inwestycyjnej, materializującym się po bezskutecznym upływie trzymiesięcznego terminu przewidzianego w ustawie, a jedynie ze zmianą podmiotu reprezentującego spółkę, którym zgodnie z art. 70x ust. 2 u.f.i., od dnia wygaśnięcia

⁸¹⁰ Zob. M. Sochański, Rozwiązanie i likwidacja spółki z o.o. – spółki komandytowej, Pr. Sp. 2011, nr 7–8, s. 56, która wskazuje, że w przepisach polskiego prawa brak jest regulacji przewidującej tego typu automatycznego rozwiązanie spółki.

⁸¹¹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 984.

⁸¹² Możliwe jest to w szczególności w kontekście wygaśnięcia koncesji lub zezwolenia. Zob. A. J. Witosz, [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 151-300*, WKP 2018, s. 270.

⁸¹³ *Ibidem*.

⁸¹⁴ M. Michalski (w:) *System prawa prywatnego*, t. 17A, 2010, s. 515.

⁸¹⁵ A. Szajkowski, M. Tarska (w:) S. Sołtysiński i in., *Kodeks...*, t. 2, 2014, s. 820

zezwolenia na wykonywanie działalności przez zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną lub od dnia wydania decyzji o cofnięciu takiego zezwolenia, jest jej depozytariusz. Tym samym, skutek rozwiązania nie następuje od razu w momencie wygaśnięcia lub cofnięcia przedmiotowego zezwolenia⁸¹⁶, ale dopiero po upływie 3 miesięcy, jeśli w czasie tego okresu nie nastąpi zdarzenie opisane w przywołanych przepisach.

Co do samego depozytariusza, to jest on podmiotem niezależnym od zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i jej inwestorów, przechowującym aktywa spółki i prowadzącym ich rejestr, a także, w pewnym zakresie, kontrolującym prawidłowość funkcjonowania podmiotu zarządzającego, chroniąc przy tym prawa inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej. Do takich wniosków prowadzi wykładnia przepisów dotyczących depozytariusza, w szczególności art. 9 ust. 1 u.f.i. oraz art. 10 u.f.i.⁸¹⁷. Przepis art. 70x ust. 2 *in fine* u.f.i. stanowi ponadto, że w czasie reprezentowania spółki przez depozytariusza, nie może być ona wprowadzana do obrotu. Co do samego zakresu obowiązków, które depozytariusz obowiązany jest wykonywać w odniesieniu do alternatywnej spółki inwestycyjnej we wspomnianym, trzymiesięcznym okresie, można w doktrynie wskazać dwa odmienne poglądy. Pierwszy z nich zakłada, że w owym okresie przejściowym, depozytariusz wykonuje wobec niej czynności zarządcze⁸¹⁸. W myśl natomiast drugiego poglądu, zgodnego z literalnym brzmieniem art. 70x ust. 2 u.f.i., depozytariusz uprawniony jest jedynie do reprezentowania alternatywnej spółki inwestycyjnej w stosunkach zewnętrznych, jednak nie może nią zarządzać⁸¹⁹. Wydaje się jednak, że najbardziej racjonalnym byłoby niejako rozwiązanie pośrednie. Z jednej strony, sugerując się wykładnią literalną wskazanego artykułu, powinno się przyjąć wyłączność czynności z zakresu reprezentacji alternatywnej spółki inwestycyjnej, które w okresie przejściowym może pełnić depozytariusz. Z drugiej strony, zgodnie z wykładnią funkcjonalną i celowościową, podmiot ten, po wygaśnięciu lub cofnięciu zezwolenia, ma niejako zastępować zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w uprzednio pełnionych przez niego funkcjach. Biorąc pod uwagę, że przyznanie mu możliwości podejmowania wszelkich czynności, które mógł wykonywać podmiot zarządzający byłoby zdecydowanie za daleko idące, należy stanąć na stanowisku, że owszem, może

⁸¹⁶ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 984.

⁸¹⁷ Zob. rozważania w rozdz. 1.4.1 b niniejszej pracy.

⁸¹⁸ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 980.

⁸¹⁹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

on wykonywać czynności zarządcze, ale wyłącznie w takim zakresie, w jakim jest to konieczne dla kontynuacji działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej. Nie powinno się tym samym przyznać depozytariuszowi prawa w szczególności do lokowania jej kapitału w kolejnych inwestycjach.

Warto również nadmienić, że powyższa regulacja, wskazująca depozytariusza jako podmiot reprezentujący alternatywną spółkę inwestycyjną, ma charakter wyjątkowy w kontekście przepisów Kodeksu spółek handlowych, gdyż w istocie dopuszcza możliwość funkcjonowania spółki komandytowej i komandytowo-akcyjnej bez komplementariusza⁸²⁰. Z uwagi na fakt, iż cofnięcie przez KNF przedmiotowego zezwolenia odbywa się w drodze decyzji administracyjnej, przez co zgodnie z art. 127 § 3 k.p.a., możliwe jest wniesienie środka odwoławczego w postaci wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy przez ten sam organ. Od decyzji wydanej na skutek ponownego rozpatrzenia sprawy służy natomiast skarga do sądu administracyjnego. Należy również nadmienić, że w zakresie nieuregulowanym w u.f.i., do rozwiązania alternatywnej spółki inwestycyjnej na skutek wygaśnięcia lub cofnięcia przez KNF zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego, zastosowanie będą miały regulacje k.s.h., do których odesłanie zostało zawarte w art. 70a ust. 4 u.f.i.⁸²¹.

5.4 Wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi

Drugi z trybów reglamentacji działalności zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi – oparty o wpis do rejestru – dotyczy znacznie większej ilości przypadków, niż tryb zezwoleniowy⁸²². Jest to spowodowane wspomnianymi wyżej relatywnie wysokimi progami, których przekroczenie zobowiązuje potencjalnego wnioskodawcę do ubiegania się o wydanie zezwolenia. Zgodnie z przepisami art. 70s i 70zb u.f.i. zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną może wykonywać działalność na podstawie wpisu do rejestru, jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza zarządzać lub zarządza, nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 000 000 euro, a w przypadku gdy zarządza

⁸²⁰ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 984.

⁸²¹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

⁸²² Dotychczas, tj. na dzień 12 czerwca 2019 r., żaden podmiot nie uzyskał zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, a tylko jeden podmiot złożył taki wniosek. Liczba zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy zostali wpisani do rejestru wynosi natomiast na dzień dzisiejszy 142.

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. Jeśli wskazane pułapy kwotowe zostaną przekroczone, konieczne jest uzyskanie przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną zezwolenia wydawanego przez KNF.

Wysokość wskazanych progów nie bez powodu wydaje się stosunkowo wysoka, jak na realia panujące na polskim rynku kapitałowym. Nie zostały one bowiem określone przez polskiego ustawodawcę, a wynikają z postanowień dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. Przepis zawartego w niej art. 3 dotyczy właśnie zwolnień spod regulacji objętych rzeczoną dyrektywą. Mowa tutaj w szczególności o art. 3 ust. 2 lit. a i b, które precyzują wysokości graniczne pomiędzy obowiązkiem ubiegania się o zezwolenie na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną oraz art. 3 ust. 3, który stanowi, że poniżej owych progów „państwa członkowskie zapewniają, aby ZAFI przynajmniej podlegali rejestracji przez właściwe organy ich rodzimego państwa członkowskiego”. Takie zamierzenie prawodawcy unijnego jest ponadto zgodne z motywem 17 wspomnianej dyrektywy, w którym czytamy, że „dyrektywa przewiduje ponadto uproszczony system w odniesieniu do ZAFI, w których skumulowana wartość AFI objętego zarządem jest niższa od (...). Chociaż działalność omawianych ZAFI najprawdopodobniej w pojedynczych przypadkach nie wpłynie znacznie na stabilność finansową, możliwe jest, że nagromadzenie takich działań stworzy ryzyko systemowe. Co za tym idzie, tacy ZAFI nie powinni być zobowiązani do uzyskania pełnego zezwolenia, ale podlegać rejestracji w swoich rodzimych państwach członkowskich (...).”. Do wskazanych celów dyrektywy zastosował się tym samym polski prawodawca nowelizując ustawę o funduszach i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Dalsza część motywu 17 dyrektywy ZAFI stanowi ponadto, że „aby móc korzystać z praw przyznanych w niniejszej dyrektywie, tacy mniejsi zarządzający AFI powinni mieć możliwość bycia traktowanymi jak zarządzający AFI, jeżeli dokonają takiego dobrowolnego wyboru zgodnie z procedurą przewidzianą w niniejszej dyrektywie.”, czego odzwierciedleniem jest treść art. 70zb ust. 5 u.f.i., zgodnie z którym zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, spełniający warunki zwolnienia z obowiązku posiadania zezwolenia ze względu na nieprzekraczanie wskazanych w ustawie progów kapitałowych, może wykonywać działalność zarządzania

alternatywną spółką inwestycyjną na podstawie zezwolenia, jeżeli wystąpi on o takie zezwolenie. Nasuwa się tym samym pytanie, dlaczego podmiot, który ma możliwość prowadzenia działalności na podstawie bardziej liberalnych regulacji, pozwalających ograniczyć koszty i liczne formalne obowiązki, miałby skorzystać z dyspozycji przywołanego przepisu. Istotnie, takie działanie w większości przypadków wydaje się nie być racjonalne, jednak można wyobrazić sobie przynajmniej dwie sytuacje, w których będzie ono uzasadnione. Pierwsza z nich ściśle łączy się z okolicznościami, w jakich wniosek o zezwolenie lub wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jest składany. Jak słusznie zauważa się w doktrynie, następuje to na etapie tworzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej⁸²³, przez co może się okazać, że szacunkowe wyliczenia wnioskodawcy pozwalają mu podejrzewać, iż istnieje wysokie prawdopodobieństwo przekroczenia przez niego granicznych wartości kapitału wskazanych w przepisie⁸²⁴. Nawet jeśli taki podmiot rozpoczynając działalność znalazłby się nieznacznie poniżej ustawowego pułapu, to z uwagi na obowiązek systematycznego monitorowania wartości aktywów, mogłoby się okazać, że szybko przekroczyłby ów próg⁸²⁵. Drugą sytuacją, choć prawdopodobnie znacznie rzadszą, jest przypadek, w którym wnioskodawca wprawdzie nie przekracza wartości progowych, ale chce podlegać regulacjom właściwym dla licencjonowanych alternatywnych spółek inwestycyjnych, aby zakomunikować potencjalnym inwestorom, że wykonywana przez niego działalność jest ściśle nadzorowana przez KNF, przez co interesy tychże inwestorów będą lepiej chronione. Nie wydaje się jednak, aby jakiś podmiot dobrowolnie skorzystał z takiej sposobności, z uwagi na nieproporcjonalnie wysokie koszty związane z taką decyzją w stosunku do potencjalnych korzyści, które mogłaby ona przynieść. Szczególnie mało prawdopodobne jest wystąpienie takiej sytuacji w przypadku funduszy *venture capital*, które zazwyczaj mają z góry sprecyzowane grono inwestorów, a ponadto bardzo dbają o maksymalizację zysków z prowadzonej przez siebie działalności.

Biorąc pod uwagę znaczenie, jakie w omawianym kontekście ma wskazana w przepisie łączna wartość aktywów zarządzanych przez alternatywną spółkę inwestycyjną, należy sięgnąć do regulacji rozporządzenia Komisji Europejskiej nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego dyrektywę ZAFI, którego

⁸²³ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 30.

⁸²⁴ *Ibidem*.

⁸²⁵ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1003.

uwzględnienie nakazuje art. 70zb ust. 1 u.f.i. Należy podkreślić, że rozporządzenia unijne znajdują bezpośrednie zastosowanie w porządkach prawnych wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej⁸²⁶, przez co w odniesieniu do ich wykładni należy mieć również na uwadze wytyczne interpretacyjne odpowiednich instytucji UE, a w szczególności Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych⁸²⁷. Tym samym w art. 2 ust. 1 rozporządzenia 231/2013 wskazane zostały trzy podstawowe czynności, które potencjalny zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną musi przeprowadzić, aby wyznaczyć łączną wartość zarządzanych aktywów. Po pierwsze, należy wskazać wszystkie alternatywne spółki inwestycyjne, którymi wnioskodawca zamierza zarządzać, czy to jako zewnętrze, czy wewnętrznie zarządzający. Po drugie, rozporządzenie nakazuje określić portfel aktywów każdej zarządzanej alternatywnej spółki inwestycyjnej i ustalić zgodnie z zasadami dotyczącymi wyceny (określonymi w przepisach prawa państwa, w którym spółka ta ma siedzibę, i/lub w jej regulaminie lub dokumentach założycielskich), odpowiednią wartość zarządzanych aktywów, w tym wszystkich aktywów nabytych za pomocą dźwigni finansowej. Po trzecie, ustalone wartości zarządzanych aktywów odnośnie do wszystkich zarządzanych alternatywnych spółek inwestycyjnych należy zsumować i porównać otrzymaną całkowitą wartość zarządzanych aktywów z odpowiednią wartością progową określoną w art. 3 ust. 2 dyrektywy ZAFI, tj. na gruncie polskich przepisów – z treścią art. 70zb ust. 1 u.f.i.

Rozporządzenie 231/2013 uszczegóławia ponadto, jakie elementy należy uwzględnić w obliczeniach wartości zarządzanych aktywów. W myśl art. 3 ust. 2 rozporządzenia, w obliczeniach nie bierze się pod uwagę przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), dla których dany zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym pełni funkcję wyznaczonej spółki zarządzającej, natomiast w przypadku przekazania przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną swoich funkcji zgodnie z art. 20 dyrektywy 2011/61/UE (art. 70g u.f.i.), w obliczeniach co do zasady uwzględnia się przekazane podmioty, z wyłączeniem jednak portfeli alternatywnych spółek inwestycyjnych zarządzanych przez zarządzającego w ramach przekazania. Przepis art. 3 ust. 3

⁸²⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 29.

⁸²⁷ Szczególnie przydatna jest w tym kontekście systematycznie aktualizowana przez ESMA baza pytań i odpowiedzi, pojawiających się na tle wykładni i stosowania rozporządzenia ZAFI. Zob. „Questions and Answers. Application of the AIFMD 4 June 2019, ESMA34-32-352, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf, (dostęp: 15.02.2020 r.).

rozporządzenia ZAFI stanowi ponadto, że „do celów obliczania całkowitej wartości zarządzanych aktywów wszystkie inwestycje w instrumenty pochodne, w tym w każdy instrument pochodny wbudowany w zbywalne papiery wartościowe, przelicza się na równoważną pozycję z tytułu aktywów bazowych tego instrumentu pochodnego. Wartość bezwzględną tej równoważnej pozycji stosuje się następnie przy obliczaniu całkowitej wartości zarządzanych aktywów”. Metodyka przeliczania, o której mowa w przepisie, została dokładnie opisana w art. 10 rozporządzenia. W ustępie 4 i 5 artykułu 3 rozporządzenia ZAFI zostały natomiast zawarte dwie normy prawne, dotyczące pozycji niejako dublujących się na skutek inwestycji jednej z zarządzanych alternatywnych spółek inwestycyjnych lub ich subfunduszy w inne alternatywne spółki inwestycyjne lub ich subfundusze, znajdujące się pod zarządzaniem tego samego wnioskodawcy. Tym samym, jeżeli alternatywny fundusz inwestycyjny inwestuje w inny alternatywny fundusz inwestycyjny zarządzany przez ten sam podmiot zewnętrznie zarządzający, daną inwestycję można wyłączyć z obliczeń wartości zarządzanych aktywów podmiotu, a jeżeli jeden subfundusz w ramach alternatywnego funduszu inwestycyjnego zarządzanego wewnątrz lub zewnętrznie inwestuje w inny subfundusz tego alternatywnego funduszu inwestycyjnego, inwestycję taką można wyłączyć z obliczeń wartości zarządzanych aktywów zarządzającego. Wskazana regulacja odnosi się zatem zarówno do zewnętrznie, jak i wewnątrz zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

Warto również nadmienić, że konstrukcja alternatywnej spółki inwestycyjnej opiera się na niewyodrębnieniu jej portfela inwestycyjnego z pozostałych aktywów spółki, przez co, w konsekwencji, całość jej aktywów stanowi jednocześnie jej portfel inwestycyjny⁸²⁸. Zauważa się ponadto, że pojęcie wartości aktywów, które wchodzi w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych nie można utożsamiać ani z kapitałem wniesionym przez inwestorów, ani z kapitałem samej spółki w rozumieniu k.s.h.⁸²⁹ Pomimo, że w początkowej fazie działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej mogą to być wartości zbliżone lub nawet tożsame, to w dłuższej perspektywie będą one zasadniczo różniły się od siebie⁸³⁰. Jest to spowodowane dwoma przyczynami. Po pierwsze, w przypadku, gdy dana spółka stosuje dźwignię finansową do nabywania aktywów, logicznym jest, że ich wartość będzie przewyższać wartość

⁸²⁸ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 12.

⁸²⁹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1002.

⁸³⁰ *Ibidem..*

kapitału wniesionego przez inwestorów oraz wartość samych środków własnych spółki – pozostała część pozycji znajdzie się bowiem w bilansie w sekcji kapitału obcego w ramach pasywów. Po drugie, z uwagi na obowiązek cyklicznego aktualizowania wartości aktywów spółki, w ramach prowadzonej działalności prawdopodobnie wartość ta będzie się z czasem systematycznie powiększać, gdyż w przeciwnym wypadku działalność inwestycyjna wykazywałaby straty, przez co jej prowadzenie nie byłoby opłacalne dla zarządzających i szybko zostałaby przez nich zakończona.

Należy także pochylić się nad pojęciem dźwigni finansowej, która staje się podstawą do wyznaczenia granicznego progu kwotowego, którego przekroczenie zobowiązuje wnioskodawcę do wystąpienia o zezwolenie, zamiast o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Dźwignia finansowa alternatywnego funduszu inwestycyjnego została zdefiniowana w art. 2 pkt 42b u.f.i jako „każda metoda zwiększania ekspozycji AFI, w szczególności przez pożyczanie środków pieniężnych lub papierów wartościowych lub przez inwestycje w instrumenty pochodne lub prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń, albo instrumenty pochodne właściwe AFI”. W powyższym kontekście istotne są również postanowienia sekcji 2 rozporządzenia ZAFI, dotyczącej obliczania dźwigni finansowej, a w szczególności art. 6, w którym zawarta została jej definicja oraz ogólne przepisy dotyczące dźwigni finansowej alternatywnego funduszu inwestycyjnego. Wielkość dźwigni finansowej oblicza się poprzez podzielenie sumy aktywów danego podmiotu przez wartość posiadanego przezeń kapitału własnego⁸³¹. W naukach ekonomicznych przyjmuje się, że jej głównym celem jest podwyższenie wskaźnika rentowności kapitału własnego (ROE) w stosunku do sytuacji, w której przedsiębiorstwo jest finansowane wyłącznie kapitałem własnym⁸³². Należy jednak podkreślić, że aby jej zastosowanie było ekonomiczne opłacalne, stopa zwrotu uzyskana z całego zainwestowanego kapitału

⁸³¹ A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2011, s. 91. Definicja ta jest zbieżna z rozumieniem dźwigni finansowej na gruncie rozporządzenia ZAFI. W myśl art. 6 ust. 1 rozporządzenia, „dźwignię finansową AFI wyraża się jako stosunek między ekspozycją AFI a wartością netto jego aktywów”.

⁸³² J. Czekał, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2007, s. 221.

spółki musi być wyższa od kosztu kapitału obcego, gdyż w przeciwnym wypadku powyższy wskaźnik rentowności nie przyniesie pozytywnego efektu dźwigni⁸³³.

Na gruncie zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi należy nadmienić, iż KNF w ramach nadzoru rynku finansowego weryfikuje, czy stosowana przez tych uczestników rynku dźwignia finansowa nie spowoduje wzmoczonego ryzyka systemowego i ogólnogospodarczego⁸³⁴. Komisja opiera się przy tym zarówno na dokumentach przedstawionych przez spółki, w tym w szczególności sprawozdaniach finansowych, jak i bazuje na informacjach uzyskanych z innych źródeł⁸³⁵. Z uwagi jednak na wspomniane wyżej ustanowienie przez prawodawcę unijnego progów kwotowych – dotyczących reglamentacji działalności wykonywanej przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi – na wysokim poziomie, problematyka zarówno łącznej wartości zarządzanych aktywów, jak i ściśle związanej z nimi dźwigni finansowej, wydaje się nie mieć istotnego znaczenia praktycznego. Jest bowiem mało prawdopodobne, aby któryś z podmiotów zamierzających prowadzić działalność inwestycyjną wspólnego inwestowania w Polsce, przekroczył ów pułap i podlegał regulacjom właściwym dla zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wykonujących działalność na podstawie zezwolenia.

Niemniej jednak, na mocy art. 70ze ust. 1 u.f.i., zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną wpisany do rejestru, zobowiązany jest do monitorowania łącznej wartości aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zarządza, oraz jej obliczania co najmniej raz na 12 miesięcy. Obowiązek ten ma z założenia służyć weryfikacji, czy w czasie funkcjonowania podmiotu, wartość jego aktywów nie wzrosła na tyle, że w istocie podlega on już regulacjom właściwym dla trybu zezwoleniowego reglamentacji. Należy ponadto mieć na uwadze art. 3 rozporządzenia ZAFI, dotyczący bieżącego monitorowania zarządzanych aktywów oraz treść art. 2 ust. 6 rozporządzenia, stanowiącą, że „całkowitą wartość zarządzanych aktywów oblicza się co najmniej raz do roku i przy wykorzystaniu najnowszych dostępnych wartości aktywów. Najnowszą dostępną wartość aktywów dla każdego alternatywnego funduszu inwestycyjnego oblicza się w ciągu dwunastu miesięcy poprzedzających dzień wyliczenia progów. Podmiot zarządzający określa datę wyliczenia progów

⁸³³ D. Zawadzka, *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 89.

⁸³⁴ J. Kmieć, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 82.

⁸³⁵ *Ibidem*, s. 83.

i konsekwentnie przestrzega tego terminu. Każdą kolejną zmianę wybranej daty należy uzasadnić właściwemu organowi. Wybierając datę wyliczenia progów, zarządzający alternatywnym funduszem inwestycyjnym bierze pod uwagę czas i częstotliwość wyceny zarządzanych aktywów”.

Z powyższym monitorowaniem wartości aktywów znajdujących się w zarządzaniu ściśle łączy się kwestia konsekwencji przekroczenia wspomnianych progów kapitałowych przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Zagadnienie to reguluje art. 70ze ust. 2 u.f.i., stanowiąc, że w przypadku gdy łączna wartość aktywów przekroczy ów próg i przekroczenie to nie będzie miało charakteru tymczasowego, zarządzający zobowiązany jest do niezwłocznego poinformowania o tym fakcie Komisji Nadzoru Finansowego oraz podjęcia, w terminie 30 dni od dnia stwierdzenia przekroczenia, jednej z dwóch alternatywnie przewidzianych czynności. Dopuszczalne jest bowiem złożenie w takiej sytuacji wniosku o zezwolenie na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, dołączając do niego wszystkie załączniki wymagane przez art. 70s ust. 3 u.f.i.⁸³⁶, albo, rzecz jasna, zaprzestanie wykonywania działalności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną wraz z niezwłocznym poinformowaniem o tym KNF, wskazując datę zaprzestania wykonywania tej działalności. Warto również dodać, że beczynność podmiotu zarządzającego jest w tym kontekście równoznaczna z wyborem drugiej z wymienionych opcji, tj. z zakończeniem prowadzenia działalności, gdyż zgodnie z art. 70ze ust. 3 u.f.i., w przypadku niezłożenia w terminie wniosku o wydanie przedmiotowego zezwolenia, Komisja wydaje z urzędu decyzję o wykreśleniu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną z rejestru zarządzających.

W kwestii rozumienia pojęcia tymczasowości wspomnianego powyżej przekroczenia należy posiłkować się treścią rozporządzenia ZAFI. W art. 4 ust. 4 rozporządzenia zawarta została bowiem definicja tego terminu, zgodnie z którą „sytuacji nie uznaje się za tymczasową, jeżeli istnieje prawdopodobieństwo, że będzie ona trwała dłużej niż trzy miesiące”. Mowa więc tutaj o obiektywnym prawdopodobieństwie, jednak zarówno rozporządzenie ZAFI, jak i polska ustawa o funduszach inwestycyjnych milczy w kwestii, co należy przez to rozumieć i jak duże powinno być rzeczne prawdopodobieństwo. Zestawiając zatem treść art. 70ze

⁸³⁶ Zob. rozdział 5.3.1, w którym przeanalizowane zostały wszelkie dokumenty i informacje, które powinny znaleźć się we wniosku do KNF o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

ust. 3 u.f.i. z art. 4 ust. 4 rozporządzenia ZAFI, należy dojść do wniosku, że jeżeli zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, działający na podstawie wpisu do rejestru, przekroczy wspomniany próg i stwierdzi, że istnieje prawdopodobieństwo, że stan ten będzie trwał ponad 3 miesiące, ma on 30 dni od owego przekroczenia na złożenie wniosku o zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. O ile ów trzydziestodniowy termin na zaprzestanie działalności i następcze powiadomienie o tym fakcie KNF nie koliduje z regulacjami rozporządzenia, to w zakresie złożenia wniosku o zezwolenie taka sprzeczność niewątpliwie może wystąpić⁸³⁷.

Rozporządzenie ZAFI dość szczegółowo reguluje kwestie opisywanego zawiadomienia Komisji o przekroczeniu wspomnianego progu kwotowego i złożenia wniosku o zezwolenie na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Literalne brzmienie przepisów art. 4 ust. 2 i 3 rozporządzenia stanowi bowiem, że kwestia trwałości przekroczenia progów oceniana jest subiektywnie przez zarządzającego alternatywnym funduszem inwestycyjnym i znaczenie ma, czy „ZAFI uważa, iż sytuacja ta nie ma charakteru tymczasowego”, a nie jaki jest obiektywny stan prawdopodobieństwa. Biorąc pod uwagę, że przy interpretacji przepisów wspólnotowych wykładnia literalna może być czasami myląca⁸³⁸, z pomocą przychodzi regulacja art. 4 ust. 5 rozporządzenia ZAFI. Stanowi ona, że „po upływie trzech miesięcy od dnia, w którym całkowita wartość zarządzanych aktywów przekroczyła odpowiedni próg, ZAFI ponownie oblicza całkowitą wartość zarządzanych aktywów, aby wykazać, że jest ona niższa od wartości odpowiedniego progu, lub aby wykazać właściwemu organowi, że sytuacja skutkująca przekroczeniem progu wartości zarządzanych aktywów została rozwiązana i że złożenie wniosku o wydanie zezwolenia przez ZAFI nie jest już konieczne”. Gdyby zatem stwierdzić, że wspomniany wyżej wniosek o wydanie zezwolenia musi zostać złożony w ciągu 30 dni od przekroczenia ustawowego progu kwotowego, należałoby stwierdzić, że regulacja art. 4 ust. 5 rozporządzenia ZAFI jest w zasadzie zbędna. Jeżeli bowiem, mimo złożenia wniosku o udzielenie zezwolenia przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, niejako kierującego się w tym względzie ostrożnością, rzeczony przekroczenie okazałoby się w istocie tymczasowe,

⁸³⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1034.

⁸³⁸ R.C. Smith (ed.), *Culture and European Union Law*, Oxford University Press, Oxford 2007, s. 415; T. T. Koncewicz, *Jak interpretować prawo europejskie?*, „Palestra” 2014, nr 5-6, s. 219.

nie byłoby już sensu ponownie obliczać całkowitej wartości zarządzanych aktywów, gdyż ani regulacje wspólnotowe, ani przepisy krajowe nie przewidują procedury zmiany trybu prowadzenia działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną z zezwoleniowego na tryb opierający się o wpis do rejestru.

Biorąc pod uwagę powyższy wywód należy stanąć na stanowisku, że zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, który uważa – tj. subiektywnie ocenia – że bardziej prawdopodobne jest, iż zaistniałe już przekroczenie ustawowego progu utrzyma się przez okres powyżej 3 miesięcy, owszem, powinien złożyć wniosek o wydanie przez KNF zezwolenia na wykonywanie przedmiotowej działalności, zakładając oczywiście, że nie chce on zakończyć działalności. Jeżeli jednak stwierdzi on, iż nie występuje prawdopodobieństwo, że przekroczenie to będzie trwałe, tj. wynoszące ponad 3 miesiące, lub oceni rzeczony prawdopodobieństwo jako znikome, powinien on mieć możliwość odczekania 3 miesięcy przed ponownym obliczeniem całkowitej wartości zarządzanych aktywów, po czym złożenia w ciągu 30 dni wniosku do KNF o udzielenie zezwolenia⁸³⁹ – zakładając oczywiście, że nie chce on zakończyć działalności. Polski ustawodawca nie odniósł się jednak do treści art. 4 ust. 5 rozporządzenia ZAFI oraz sformułował przepis art. 70ze ust. 3 u.f.i. w taki sposób, że obie te regulacje, obowiązujące bezpośrednio na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, pozostają ze sobą w sprzeczności.

5.4.1 Regulacje niemające zastosowania do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wykonujących działalność na podstawie wpisu do rejestru

Z uwagi na znacznie mniejsze zagrożenie dla stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego, które generuje działalność wykonywana przez zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, których łączna wartość aktywów znajdujących się w zarządzaniu nie przekracza progów kwotowych przewidzianych przez prawodawcę unijnego i ustawodawcę polskiego⁸⁴⁰, ich funkcjonowanie jest obarczone mniejszą liczbą wymogów i regulacji. Z tego względu, na mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i., do zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy wykonują działalność bez zezwolenia Komisji – po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających – nie stosuje się przepisów art. 70d, art. 70f ust. 3-12, art. 70g-70j,

⁸³⁹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1035.

⁸⁴⁰ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

art. 70l-70r oraz przepisów działów IIIb, IV, XII i XIII ustawy. Jest to regulacja o dużej doniosłości praktycznej, gdyż w istocie zwalnia zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działających na mocy wpisu do rejestru z wielu rygorystycznych wymogów przewidzianych dla licencjonowanych zarządzających. Jest to dla podmiotu zarządzającego ogromne odciążenie zarówno w sferze majątkowej, jak i organizacyjnej. Na skutek wyłączenia przez ustawodawcę stosowania tak dużej ilości przepisów w odniesieniu do rejestrowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, tylko pięć artykułów rozdziału 2 zawartego w dziale IIIa w istocie znajdzie do nich zastosowanie – art. 70a, art. 70b, art. 70c, art. 70e oraz art. 70k u.f.i.

Regulacja ta ma również niejako przeważające znaczenie w kontekście dylematu wyboru formy organizacyjnej dla funkcjonowania funduszu *venture capital*, działając zdecydowanie na korzyść alternatywnych spółek inwestycyjnych reglamentowanych w formie wymogu wpisu zarządzającego do rejestru. Jak już wyżej wspomniano, zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną ma możliwość dobrowolnego poddania się regulacjom właściwym dla zezwoleniowego trybu zarządzania, jednak taka decyzja wydaje się stosunkowo mało prawdopodobna. Niemniej jednak, na mocy art. 70zb ust. 5 *in fine* u.f.i., w przypadku dokonania takiego wyboru, nie stosuje się art. 70zb ust. 4 u.f.i., a zatem wszystkie przepisy właściwe dla licencjonowanych zarządzających powinny być wtedy respektowane⁸⁴¹. Poniżej znajduje się zastawienie regulacji, które nie znajdują zastosowania w przypadku prowadzenia działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną działającego na podstawie wpisu do rejestru. Są to mianowicie:

- i. wymogi dotyczące członków zarządu i rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, m.in. w zakresie wykształcenia i doświadczenia zawodowego (art. 70d u.f.i.);
- ii. wymogi dotyczące wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu (art. 70f ust. 3-12 u.f.i.);
- iii. wymogi dotyczące przekazania czynności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną innemu podmiotowi (art. 70g u.f.i.);

⁸⁴¹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1036.

- iv. obowiązki związane z cykliczną wyceną aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej (art. 70h u.f.i.);
- v. możliwość odkupienia przez alternatywną spółkę inwestycyjną praw uczestnictwa (art. 70i u.f.i.);
- vi. wymogi dotyczące opracowania i wdrożenia polityki wynagrodzeń (art. 70j u.f.i.);
- vii. obowiązki związane z prowadzeniem działalności w sposób zapewniający stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego (art. 70l u.f.i.);
- viii. wymogi dotyczące systemu kontroli wewnętrznej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 70m u.f.i.);
- ix. wymogi dotyczące kapitału początkowego i utrzymywania kapitału własnego (art. 70n u.f.i. i art. 70o u.f.i.);
- x. ograniczenia dotyczące lokowania aktywów stanowiących pokrycie kapitału własnego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 70p u.f.i.);
- xi. wymogi dotyczące pochodzenia kapitału zakładowego (art. 70q u.f.i.);
- xii. obowiązki informacyjne zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną dot. istotnych zmian w strukturze akcjonariuszy (art. 70r u.f.i.);
- xiii. obowiązki informacyjne związane z przejęciem kontroli nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanym i notowanymi emitentami (dział IIIb u.f.i.)
- xiv. wymogi dotyczące posiadania przez alternatywną spółkę inwestycyjną depozytariusza (dział IV u.f.i.);
- xv. ograniczenia dotyczące działalności transgranicznej (dział XII u.f.i.);
- xvi. obowiązki dotyczące tajemnicy zawodowej oraz współpracy organów nadzoru (dział XIII u.f.i.).

Jako pierwszy z przepisów, których nie stosuje się do podmiotów wykonujących działalność na podstawie uzyskanego wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, wymieniony został art. 70d u.f.i., regulujący wymogi dotyczące członków zarządu i rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Warto nadmienić, iż omówiony wyżej problem związany z prawdopodobną pomyłką legislacyjną w tym kontekście⁸⁴² nie dotyczy zarządzających prowadzących działalność na podstawie wpisu do rejestru. Ze względu na niestosowanie do tych podmiotów art. 70d u.f.i., będącego w istocie jedynym

⁸⁴² Zob. uwagi w rozdz. 5.3.1 a, zamieszczone w niniejszej pracy.

przepisem ustawy odnoszącym się do wymogów w zakresie wymaganych kwalifikacji i doświadczenia członków zarządu i rady nadzorczej alternatywnych spółek inwestycyjnych, do rejestrowanych zarządzających zastosowanie będą miały tylko przepisy Kodeksu spółek handlowych, dotyczące poszczególnych rodzajów spółek. Biorąc pod uwagę, że zarządzającym alternatywną spółką inwestycyjną może być wyłącznie spółka kapitałowa, ma on również zawsze obowiązek posiadania zarządu. W ramach zarządzającego działającego w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością nie ma jednak wymogu utworzenia rady nadzorczej⁸⁴³, chyba że, w myśl art. 213 § 2 k.s.h., kapitał zakładowy takiej spółki przewyższa kwotę 500 000 złotych, a wspólników jest więcej niż dwudziestu pięciu. Zamiast rady nadzorczej może wtedy zostać ustanowiona komisja rewizyjna. Co do samego przywołanego przepisu, w doktrynie zgodnie przyjmuje się, że do zaktualizowania się jego dyspozycji wymagane jest wystąpienie obu elementów łącznie, tj. zarówno określonej liczby wspólników, jak i progu kapitałowego⁸⁴⁴. W spółce akcyjnej, zgodnie z art. 381 k.s.h., powołanie rady nadzorczej jest natomiast obligatoryjne.

W odniesieniu do drugiego z wyłączeń wskazanych w art. 70zb ust. 4 u.f.i., należy mieć na uwadze, że dotyczy ono wyłącznie ust. 3-12 zawartych w art. 70f u.f.i. Z tego względu, do rejestrowanych zarządzających stosuje się ust. 1 i 2, ustanawiające wymóg wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu tylko wśród klientów profesjonalnych, lub w wyjątkowych przypadkach - wśród klientów detalicznych⁸⁴⁵. Uzupełnieniem tej regulacji jest bowiem art. 70k u.f.i., którego stosowanie również nie zostało wyłączone. W konsekwencji, do omawianych podmiotów nie znajdują zastosowania jedynie; ograniczenie w zakresie wprowadzania do obrotu „ASI powiązanych” oraz obowiązek uprzedniego poinformowania KNF o zamiarze wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu, przed faktycznym przeprowadzeniem tej czynności⁸⁴⁶.

Pewnych problemów przysparza wprowadzone przez ustawodawcę wyłączenie stosowania do rejestrowanych zarządzających art. 70g u.f.i., dotyczącego powierzenia czynności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną innemu podmiotowi. Nie jest jasne, czy ustawodawca chciał wyłączyć w ogóle możliwość zawarcia tego rodzaju

⁸⁴³ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 24.

⁸⁴⁴ A. Szajkowski, A. Szumański, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komentarz do artykułów 151-300*, C.H. Beck, 2014, s. 444.

⁸⁴⁵ Zob. analizę tego pojęcia przeprowadzoną w rozdz. 4.3 niniejszej pracy.

⁸⁴⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 37.

umowy przez zarządzających niedziałających na podstawie zezwolenia, czy też jego zamierzeniem było zliberalizowanie wskazanego zagadnienia w odniesieniu do rejestrowanych zarządzających. Biorąc pod uwagę, że istotą regulacji art. 70g u.f.i. jest wymóg uzyskania przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną zgody KNF na zawarcie rzeczony umowy⁸⁴⁷ oraz spełnienia przez jej kontrahenta wymogów, określonych w art. 77 rozporządzenia ZAFI, wydaje się, że przyjęcie drugiego ze wskazanych stanowisk jest bardziej racjonalne⁸⁴⁸.

Za wykładnią funkcjonalną zmierzającą w powyższym kierunku przemawia również treść art. 70g ust. 2 u.f.i., stanowiącego, że powierzenie wykonywania czynności nie może prowadzić do zaprzestania faktycznego wykonywania działalności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną, oraz art. 70g ust. 16 u.f.i., zgodnie z którym „za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem umowy, o której mowa w ust. 1, zarządzający ASI odpowiada wobec inwestorów ASI solidarnie z podmiotem, z którym zawarł umowę, a w przypadku przekazania lub dalszego przekazania wykonywania czynności związanych z działalnością prowadzoną przez zarządzającego ASI innemu podmiotowi - również z tym podmiotem, chyba że szkoda jest wynikiem okoliczności, za które podmioty te nie ponoszą odpowiedzialności”. Wyraźnym celem prawodawcy unijnego było wprowadzenie pewnych obostrzeń w zawieraniu opisanych umów oraz poddanie ich reglamentacji poprzez objęcie nadzorem KNF. Można zatem zaryzykować stwierdzenie, że rejestrowani zarządzający mogą zawrzeć umowę powierzenia zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną w oparciu o ogólne regulacje cywilnoprawne, mając jednak na uwadze, że nie wyłącza to ich ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej oraz nie mogą przy tym „zaprzestać faktycznego wykonywania działalności zarządzania ASI”.

Wyłączenie stosowania art. 70h u.f.i., który ustanawia wymóg cyklicznego monitorowania wartości aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych zarządzanych przez podmioty działające na podstawie zezwolenia, nie skutkuje brakiem podobnego obowiązku w odniesieniu do rejestrowanych zarządzających. Przepis art. 70zh u.f.i., zlokalizowany w rozdziale 3 działu IIIa, dotyczy właśnie drugiej z powyższych kategorii. Zgodnie z jego treścią, zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną wpisany do rejestru zapewnia monitorowanie łącznej wartości aktywów wchodzących

⁸⁴⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 899.

⁸⁴⁸ *Ibidem*, s. 883.

w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zarządza, oraz jej obliczanie co najmniej raz na 12 miesięcy. Regulacja ta jest zatem prawie identyczna, jak ta zawarta w art. 70h u.f.i., z wyjątkiem obowiązku dokonywania wyceny również w każdym dniu wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu lub odkupywania praw uczestnictwa takiej spółki, który to obowiązek dotyczy wyłącznie licencjonowanych zarządzających. Celem owej normy prawnej jest bowiem umożliwienie KNF identyfikacji podmiotów, których rozmiar prowadzonej działalności może generować potencjalne ryzyko systemowe.⁸⁴⁹

Przepis art. 70i u.f.i. nakłada na licencjonowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi obowiązek odkupienia od inwestorów posiadanych przez nich praw uczestnictwa, jeśli regulacje wewnętrzne alternatywnej spółki inwestycyjnej tak stanowią. Wymóg taki nie obowiązuje natomiast rejestrowanych zarządzających, gdyż regulacje wewnętrzne zarządzanych przez nich alternatywnych spółek inwestycyjnych mogą regulować znacznie węższy zakres zagadnień, skupiając się głównie na wymaganej przez art. 70b ust. 2 u.f.i. polityce inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej⁸⁵⁰. Podobnie wygląda sprawa wymogu wdrożenia polityki wynagrodzeń w ramach tychże regulacji wewnętrznych w przypadku rejestrowanych zarządzających, a także systemu kontroli wewnętrznej, określonego przez art. 70m u.f.i.⁸⁵¹. Co do obowiązków związanych z prowadzeniem działalności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną w sposób zapewniający stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego, określonych w art. 70l u.f.i., to należy zauważyć, że przepis ten zawiera w dużej mierze przepisy okraszone pojęciami nieostrymi. Zawarte w ustępie pierwszym powołanego artykułu wymogi ogólne, tj. „prowadzenie działalności w sposób rzetelny i profesjonalny, z zachowaniem należytej staranności i zgodnie z zasadami uczciwego obrotu, a także w najlepiej pojętym interesie zarządzanych alternatywnych spółek inwestycyjnych i ich inwestorów, a także w celu zapewnienia stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego” należy uznać za obowiązujące wszystkie alternatywne spółki inwestycyjne, niezależnie od modelu w którym działają. Całość regulacji, którymi podlegają rzeczne podmioty zdaje się bowiem nie pozostawiać wątpliwości w tej kwestii.

⁸⁴⁹ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

⁸⁵⁰ *Ibidem*.

⁸⁵¹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1006.

Z uwagi na niestosowanie do rejestrowanych zarządzających art. 70n u.f.i., dotyczącego kapitału początkowego wymaganego dla licencjonowanych zarządzających do rozpoczęcia wykonywania działalności objętej zezwoleniem, należy stwierdzić, że podmioty działające w oparciu o wpis do rejestru podlegają w tej kwestii wyłącznie regulacjom Kodeksu spółek handlowych⁸⁵². Zgodnie z art. 154 § 1 k.s.h., do założenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością wystarczy tym samym kapitał zakładowy wynoszący 5 000 złotych, a spółki akcyjnej – 100 000 złotych, w myśl art. 308 § 1 k.s.h. Pierwsza z wymienionych kwot jest zatem 100 razy niższa od kapitału początkowego, który zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną obowiązany jest zgromadzić na mocy art. 70n u.f.i. oraz 200 razy niższa od kapitału wymaganego dla wewnętrznie zarządzającego⁸⁵³. Rejestrowani zarządzający nie są również związani wymogami w zakresie utrzymywania kapitału własnego spółki na poziomach określonych w art. 70o u.f.i., ograniczeniami dotyczącymi lokowania aktywów stanowiących pokrycie tegoż kapitału własnego, ani wymogami co do jego pochodzenia, określonymi w art. 70q u.f.i. Podmioty te nie muszą też informować KNF o istotnych zmianach w strukturze swojego akcjonariatu, co jest wymagane w stosunku do licencjonowanych zarządzających na mocy art. 70r u.f.i.

Przepis art. 70zb ust. 4 u.f.i. nakazuje ponadto niestosowanie do rejestrowanych zarządzających całego działu IIIb u.f.i., dotyczącego przejmowania kontroli nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanym i notowanymi emitentami, posługując się przy tym autonomiczną na tle ustawy definicją funduszu. Regulacja art. 70zj ust. 2 pkt 3 u.f.i. stanowi przy tym, że przez rzeczzone pojęcie rozumie się specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty, fundusz inwestycyjny zamknięty, alternatywną spółkę inwestycyjną oraz unijny alternatywny fundusz inwestycyjny, które są zarządzane przez odpowiednio – towarzystwo albo zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Zarządzający funduszami, podlegający tymże regulacjom, czyli również zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi działający na podstawie zezwolenia, mają m.in. obowiązek zapobiegać wyprzedży aktywów spółki lub emitenta, nad którym podmioty te przejęły kontrolę. Żadnemu z tych obowiązków nie podlegają natomiast rejestrowani zarządzający.

⁸⁵² M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 31.

⁸⁵³ Zob. również porównanie wymaganego kapitału początkowego dla alternatywnych spółek inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych zamkniętych w rozdz. 2 niniejszej pracy.

Wyłączone jest również stosowanie do zarządzających podlegających wpisowi do rejestru regulacji działu IV u.f.i., a konkretnie zawartego w nim rozdziału 2, który odnosi się do depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej. Rejestrowani zarządzający nie tylko nie są obowiązani do zawarcia „pisemnej umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza ASI” i ustanowienia „jednego depozytariusza dla każdej zarządzanej alternatywnej spółki inwestycyjnej”, ale nie obowiązuje ich w ogóle wymóg posiadania depozytariusza⁸⁵⁴. Należy zatem przyjąć, że mają one dowolność w wyborze podmiotu, który będzie przechowywać aktywa alternatywnej spółki inwestycyjnej i prowadzić ich rejestr. Mogą również wykonywać te zadania samodzielnie, w ramach wewnętrznej struktury spółki. Niestosowanie do rejestrowanych zarządzających przepisów działu XII u.f.i., dotyczącego działalności transgranicznej funduszy zagranicznych oznacza ponadto, że nie są oni w tym zakresie związani złożonymi obowiązkami informacyjnymi i ograniczeniami w zbywaniu tytułów uczestnictwa, a także m.in. nie muszą ustanawiać agenta płatności, którego dotyczy art. 257 u.f.i.

Ostatnim działem, który także nie znajduje zastosowania do rejestrowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi z mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i., jest dział XIII u.f.i. dotyczący tajemnicy zawodowej oraz współpracy organów nadzoru. W przypadku licencjonowanych zarządzających tajemnica zawodowa obowiązuje szereg podmiotów, do których zaliczają się m.in. osoby wchodzące w skład organów oraz pracownicy wewnętrznie i zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną oraz jej depozytariusz. Współpraca z organami nadzoru dotyczy natomiast zarówno obowiązku współpracy z KNF przez podmioty zobowiązane do zachowania tajemnicy zawodowej w zakresie informacji poufnych oraz informacji stanowiących tajemnicę zawodową, jak i współpracy międzynarodowej między KNF a Komisją Europejską, Europejskim Urzędem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych oraz innymi organami nadzoru w ramach Unii Europejskiej. Wszystkie te regulacje nie dotyczą jednak rejestrowanych zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

5.4.2 Wniosek do KNF

Wniosek o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jest impulsem do wszczęcia postępowania administracyjnego w tej sprawie⁸⁵⁵, w toku którego analizie zostają poddane dokumenty złożone przez

⁸⁵⁴ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

⁸⁵⁵ *Ibidem*, s. 32

wnioskodawcę. Sam wpis do rejestru zarządzających jest jednak czynnością materialno–techniczną, nie przybierając formy decyzji administracyjnej. Ma on charakter konstytutywny i daje wpisanemu podmiotowi legitymację do prowadzenia aktywności inwestycyjnej wobec innych uczestników obrotu prawnego⁸⁵⁶. Proceduralną podstawą dokonania przez KNF tej materialno–technicznej czynności wpisu wnioskodawcy do rejestru zarządzających jest rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁸⁵⁷, do którego wydania delegacja ustawowa znajduje się w art. 70zg u.f.i. Rozporządzenie stanowi m.in., że ów rejestr prowadzi się w systemie teleinformatycznym (§ 1 ust. 3 rozporządzenia) i Komisja udostępnia go na swojej stronie internetowej – w myśl § 1 ust. 4 przywołanego rozporządzenia. Aby jednak uzyskać wspomniany wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, konieczne jest spełnienie wymogów art. 70zc ust. 2 u.f.i., zgodnie z którym do wniosku załącza się:

- i. statut lub umowę spółki zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 70zc ust. 2 pkt 1 u.f.i.);
- ii. odpis z rejestru przedsiębiorców (art. 70zc ust. 2 pkt 2 u.f.i.);
- iii. dane osobowe członków zarządu lub rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną (art. 70zc ust. 3 pkt 1 u.f.i.);
- iv. opis alternatywnych spółek inwestycyjnych którymi wnioskodawca zamierza zarządzać, wraz ze wskazaniem ich nazw (art. 70zc ust. 2 pkt 4 u.f.i.);
- v. adres siedziby zarządzającego (art. 70zc ust. 2 pkt 5 u.f.i.).

Powyższe wyliczenie jest ewidentnie krótsze i mniej obszerne od listy załączników, które muszą zostać dołączone do wniosku o udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁸⁵⁸. W przypadku zarządzającego ubiegającego się o wpis do rejestru należy zasadniczo dołączyć do wniosku pięć załączników, przy czym niektóre z nich w pewnych okolicznościach nie są wymagane. Dokonanie wpisu możliwe jest jednak wyłącznie na wniosek, który złożony prawidłowo obliguje Komisję do dokonania wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

⁸⁵⁶ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1016.

⁸⁵⁷ Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 17 listopada 2016 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi (Dz. U. poz. 1882).

⁸⁵⁸ Zob. rozdział 5.3.1 niniejszej pracy.

Pierwszym z wymaganych załączników, które w każdym przypadku muszą zostać dołączone do wniosku, jest statut lub umowa spółki – odpowiednio dla spółki akcyjnej i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością – zgodnie z regulacjami k.s.h. Należy nadmienić, iż wymóg ten jest tożsamy z wymienionym w art. 70s ust. 3 pkt 1 u.f.i., dotyczącym wniosku o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Z tego względu, wszystkie rozważania poczynione na gruncie wspomnianego przepisu pozostają również aktualne w odniesieniu do wnioskodawców ubiegających się o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁸⁵⁹. Podobnie wygląda sprawa drugiego z wymaganych załączników, którego dołączenie jest konieczne wyłącznie w przypadku złożenia wniosku przez podmiot ubiegający się o wykonywanie działalności przez zarządzającego w sposób zewnętrzny.

W kontekście trzeciego załącznika, odnoszącego się do członków zarządu lub rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, przepis art. 70zc ust. 3 pkt 3 u.f.i. wymaga nie tylko danych osobowych członków tych dwóch organów, ale również „innych osób, które odpowiadają za wykonywaną przez wnioskodawcę działalność lub nią kierują, wraz z odpisem informacji z Krajowego Rejestru Karnego”. Mimo, iż treść tej normy prawnej przypomina wymóg przewidziany przez art. 70s ust. 3 pkt 3 u.f.i., odnoszący się do wnioskodawców, chcących zarządzać alternatywną spółką inwestycyjną na podstawie zezwolenia, to zakres informacji i dokumentów, które musi dołączyć wnioskodawca ubiegający się o wpis do rejestru zarządzających jest znacznie węższy. Wiąże się on z łagodniejszymi wymogami w stosunku do organów rejestrowanych zarządzających, do których na mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i. nie stosuje się art. 70d u.f.i., dotyczącego określonych kwalifikacji i doświadczenia członków zarządu. Jak już wyżej wspomniano, w ramach struktury organizacyjnej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną podlegającego wpisowi do rejestru nie ma ponadto obowiązku utworzenia rady nadzorczej⁸⁶⁰, chyba że zrealizowane zostaną wymogi przewidziane w Kodeksie spółek handlowych dla konkretnego rodzaju spółki prawa handlowego⁸⁶¹. Wnioskodawca ten musi tym samym dołączyć do przedmiotowego wniosku jedynie wskazane dane osobowe i odpis z KRK, poświadczający niekaralność wskazanych osób.

⁸⁵⁹ Por. rozdział 5.3.1 a, w zakresie, w którym odnosi się on do statutu lub umowy spółki zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, którym jest wnioskodawca.

⁸⁶⁰ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 24.

⁸⁶¹ Zob. uwagi w rozdz. 5.4.1 niniejszej pracy.

Zakres danych dotyczących alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi wnioskodawca zamierza zarządzać, również jest nieporównywalnie węższy, niż ten, który określony został w art. 70s ust. 3 pkt 12 u.f.i. w odniesieniu do licencjonowanych zarządzających. Podmiot ubiegający się o wpis do rejestru zarządzających musi bowiem zawrzeć we wniosku opis alternatywnej spółki inwestycyjnej, który w myśl art. 70zc ust. 2 pkt 4 u.f.i. obejmuje jedynie „planowaną łączną wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych tych spółek” oraz „opis polityki inwestycyjnej oraz strategii inwestycyjnej każdej z tych spółek”. Pierwszy z powyższych elementów jest dość oczywisty, gdyż odnosi się do samej przyczyny, dla której omawiane podmioty podlegają uproszczonej i złagodzonej procedurze reglamentacji publicznoprawnej, tj. do łącznej wartości aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych, znajdujących się w ich zarządzaniu⁸⁶². Drugi z elementów wskazanych w zacytowanym powyżej przepisie odnosi się natomiast do jedynych merytorycznych elementów, poza statutem lub umową spółki, które wnioskodawca obowiązany jest dołączyć do wniosku, tj. polityki inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej.

Politykę inwestycyjną alternatywnej spółki inwestycyjnej należy odróżnić od jej strategii inwestycyjnej. Dokumenty te posiadają pewne podobieństwa oraz w pewnym zakresie pokrywają się i uzupełniają, jednak zostały one wyraźnie rozgraniczone przez ustawodawcę poprzez użycie odmiennych pojęć. Zgodnie z rozdziałem III stanowiska Urzędu KNF z dn. 27 maja 2017 r.⁸⁶³, w strategii inwestycyjnej powinny zostać ujęte wymagania przewidziane przez art. 5 ust. 2 rozporządzenia 231/2013⁸⁶⁴, natomiast w odniesieniu do polityki inwestycyjnej powinno się posilkować treścią art. 20 u.f.i., dotyczącego polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego. W myśl ust. 1 przytoczonego artykułu należy zatem

⁸⁶² Zob. rozdz. 5.4 niniejszej pracy, gdzie opisane zostały kryteria określania wartości aktywów, znajdujących się w zarządzaniu podmiotu zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

⁸⁶³ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ubiegania się o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, na podstawie art. 70zb i nast. ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2016 r. poz. 1896, z późn. zm.) oraz art. 54 ustawy z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615), dostępne pod adresem

https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_UKNF_rejestr_Zarządzających_ASI_26042017_55671.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁸⁶⁴ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 5.3.1 b, dotyczące strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej, którą zamierza zarządzać wnioskodawca ubiegający się o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną – pozostają one aktualne również w odniesieniu do rejestrowanych zarządzających w zakresie wniosku składanego do KNF.

uwzględnić w niej takie zagadnienia, jak typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu; kryteria doboru lokat; zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne oraz dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. Ustęp 1a wspomnianego artykułu stanowi ponadto, że „statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określa szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych”. W kontekście art. 20 u.f.i., odnoszącego się do funduszy inwestycyjnych, należy jednak zauważyć, że poprzez użycie w jego treści zwrotu „w szczególności”, przepis ten reguluje minimalny zakres, który powinna obejmować polityka inwestycyjna⁸⁶⁵. Z uwagi na nakaz odpowiedniego stosowania owych przepisów oraz specyfikę rejestrowanych zarządzających, należy zaznaczyć, że żadne ze wskazanych elementów nie są obowiązkowe w stosunku do omawianych wnioskodawców, gdyż podlegają oni znacznie łagodniejszemu reżimowi regulacyjnemu.

Porównując powyższy wymóg, dotyczący rejestrowanych zarządzających, do zarządzających działających na podstawie zezwolenia, można zauważyć, że w odniesieniu do tych drugich ustawodawca wymaga w art. 70s ust. 3 pkt 12 lit. a u.f.i. aby do wniosku dołączona została strategia inwestycyjna, nie obligując przy tym wnioskodawcy do sporządzenia dokumentu polityki inwestycyjnej. Warto jednak podkreślić, że ze względu na znacznie szerszy zakres dokumentów, które należy dołączyć do wniosku o udzielenie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, informacje zamieszczane przez rejestrowanych zarządzających w polityce inwestycyjnej są w przypadku licencjonowanych zarządzających rozproszone po wielu innych załącznikach. Oba reżimy reglamentacyjne wymagają zatem pełnego zakresu tych informacji, zawartego jednakże w różnych dokumentach. Warto również dodać, iż w doktrynie podkreśla się, że poprzez bardziej szczegółowe określenie w polityce inwestycyjnej zasad doboru lokat zwiększa się nie tylko prawdopodobieństwo, ale również stopień realizacji celu inwestycyjnego założonego przez fundusz⁸⁶⁶. Treść ostatniego załącznika, którego dołączenie do wniosku o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jest wymagane przez ustawodawcę,

⁸⁶⁵ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1019.

⁸⁶⁶ M. Dyl, *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo KIK Konieczny i Kruszewski 2001.

powinna zawierać, w myśl art. 70zc ust. 2 pkt 5 u.f.i., adres siedziby zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną.

5.4.3 Odmowa dokonania wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi

Odmowa dokonania przez KNF wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi może opierać się na przesłankach formalnych, lub na przesłance materialnej⁸⁶⁷. Pierwsza z nich została zawarta w ramach art. 70zc ust. 3 pkt 1 u.f.i., stanowiącego, że Komisja odmawia wpisu do rejestru w przypadku, gdy wniosek lub załączone do niego dokumenty nie są zgodne pod względem treści z przepisami ust. 2 oraz art. 5 rozporządzenia 231/2013 lub ze stanem faktycznym albo wniosek został złożony przez podmiot nieuprawniony. Przepis ten zawiera w gruncie rzeczy nie jedną, a dwie przesłanki odmowy wpisu⁸⁶⁸. Po pierwsze, kwestię niezgodności wniosku lub jego załączników z regulacjami, o których mowa w przepisie, należy zestawić z omówionymi powyżej wymaganymi dokumentami, które wnioskodawca obowiązany jest złożyć do KNF w celu uzyskania przedmiotowego wpisu do rejestru. Zgodnie z dyspozycją przywołanej normy prawnej, należy mieć również na uwadze treść art. 5 rozporządzenia ZAFI, które m.in., w ust. 5, wymaga uaktualniania informacji składanych do celów rejestracji z częstotliwością raz do roku⁸⁶⁹. Właściwe organy mogą ponadto zażądać, aby dany podmiot przekazał te informacje z większą częstotliwością niż wskazana. Nie można jednak uznać tej regulacji za podstawę odmowy wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, gdyż w momencie jego dokonywania nie wiadomo jeszcze, czy dany wnioskodawca spełni wymóg cyklicznego uaktualniania przedłożonych informacji, czy też nie.

Oddzielną przesłankę o charakterze wyłącznie formalnym stanowi ponadto odmowa wpisu do rejestru z uwagi na złożenie wniosku przez podmiot nieuprawniony. Aby prawidłowo zrekonstruować zakres desygnatów hipotezy wskazanej normy prawnej, tj. zawartej w art. 70zc ust. 3 pkt 1 *in fine* u.f.i., należy posiłkowo sięgnąć do Stanowiska Urzędu KNF z dn. 26 kwietnia 2017 r. w sprawie zasad ubiegania się

⁸⁶⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1021.

⁸⁶⁸ *Ibidem*.

⁸⁶⁹ Wymóg ten wpisuje się w problematykę obowiązków informacyjnych i sprawozdawczości finansowej alternatywnych spółek inwestycyjnych, które zostały szczegółowo opisane w rozdz. 2.4 niniejszej pracy.

o wpis do rejestru zarządzających ASI⁸⁷⁰. Zgodnie z jego treścią, „złożenie wniosku przez podmiot nieuprawniony, będzie miało na przykład miejsce w sytuacji uprzedniej rejestracji wnioskodawcy w KRS bądź złożenia przez niego wniosku o wpis do sądu rejestrowego, albo rejestracji w KRS bądź złożenia wniosku o wpis do sądu rejestrowego w odniesieniu do ASI, którą wnioskodawca zamierza zarządzać”. Warto bowiem przypomnieć, że na mocy art. 70s ust. 1 pkt 1 u.f.i. oraz art. 70zc ust. 1 pkt 1 u.f.i., zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną, który ubiega się o wykonywanie działalności przez wewnętrznie zarządzającego, niezależnie od tego, czy składa on wniosek o wpis do rejestru, czy o zezwolenie, nie może być spółką zarejestrowaną w KRS. W przypadku zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi mamy natomiast do czynienia z odwrotną sytuacją – wnioskodawca powinien być spółką nie tylko związaną, ale już zarejestrowaną w rejestrze przedsiębiorców⁸⁷¹.

Należy nadmienić, iż sytuacje opisane powyżej – do których KNF odnosi się w opublikowanym przez siebie stanowisku – kilkakrotnie miały już miejsce. Komisja w protokołach ze swoich posiedzeń, na których jednogłośnie odmawiała licznym podmiotom wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, uzasadniała swoją decyzję okolicznością, iż w następstwie ustalonego stanu faktycznego uznała ona, że wniosek o wpis do rejestru jako wewnętrznie zarządzającego został złożony przez spółkę wpisaną do rejestru przedsiębiorców KRS, zamiast spółkę kapitałową w organizacji, a więc znajdującą się na innym niż przewidziany w ustawie etapie tworzenia⁸⁷². Zdarzały się również sytuacje, że wniosek o wpis do rejestru w charakterze wewnętrznie zarządzającego składała spółka komandytowo-akcyjna, „która jest spółką osobową w rozumieniu przepisów Kodeksu spółek handlowych, a zatem wniosek nie został złożony przez spółkę kapitałową [czego wymaga u.f.i. - MW]”⁸⁷³.

Drugą przesłanką odmowy wpisu wnioskodawcy do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jest sytuacja opisana w 70zc ust. 3

⁸⁷⁰ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ubiegania się o wpis do rejestru zarządzających ASI..., s. 7.

⁸⁷¹ Zob. uwagi poczynione w rozdz. 5.2.1 b, zawartym w niniejszej pracy.

⁸⁷² Komunikat z 385. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 27 marca 2018 r., dostępny pod adresem https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_27_03_2018_61288.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁸⁷³ Komunikat z 403. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 14 września 2018 r., dostępny pod adresem https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_14_09_2018_62827.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

pkt 2 u.f.i., w której z analizy wniosku lub załączonych do niego dokumentów wynika, że wnioskodawca może wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej. Przepis ten rozszerza zakres swojej hipotezy nie tylko na wnioskodawcę, ale również na osoby, o których mowa w art. 70zc ust. 2 pkt 3 u.f.i., tj. członków zarządu lub rady nadzorczej wnioskodawcy, jak również inne osoby, które odpowiadają za wykonywaną przez wnioskodawcę działalność lub nią kierują. Jest to przesłanka o charakterze materialnym⁸⁷⁴, która oparta jest na ustaleniach KNF w zakresie rękjmi prowadzenia działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁸⁷⁵. Niemożliwym jest, aby przesłanka ta, w sytuacji prawidłowego przeprowadzenia opisywanej procedury przez Komisję, zaistniała łącznie z przesłanką formalną, opisaną powyżej. Jeżeli KNF dopatrzy się bowiem jakiegokolwiek uchybień formalnych we wniosku, nie powinno rzecz jasna dojść do analizy merytorycznej złożonego wniosku⁸⁷⁶. Pomimo teoretycznego braku luzu decyzyjnego po stronie Komisji w kontekście oceny złożonego wniosku, z uwagi na użycie w przytoczonym przepisie zwrotu nieostrego, którym niewątpliwie jest stwierdzenie, że wnioskodawca lub wskazane osoby „mogą wykonywać działalność z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej”, KNF ma w praktyce pewną dowolność w wydaniu decyzji odmownej.

Należy ponadto pochylić się nad charakterem prawnym odmowy wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Samo złożenie wniosku powoduje wszczęcie postępowania administracyjnego, toczącego się przed KNF, w którym badane są dokumenty złożone przez wnioskodawcę. Odmowa dokonania wpisu, zgodnie z literalną wykładnią art. 70zc ust. 3 *ab initio* u.f.i., jest decyzją administracyjną. Co ciekawe, takiego charakteru nie ma jednak decyzja pozytywna dla wnioskodawcy, tj. dokonanie wpisu, które jest w doktrynie powszechnie uznawane za czynność o charakterze materialno-technicznym⁸⁷⁷. Wiąże się to ze znikomym prawdopodobieństwem zaskarżenia takiego rozstrzygnięcia, gdyż jedyną stroną, a zatem podmiotem

⁸⁷⁴ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1022.

⁸⁷⁵ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 31.

⁸⁷⁶ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1023.

⁸⁷⁷ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ubiegania się o wpis do rejestru zarządzających ASI..., s. 6.

uprawnionym do jej zaskarżenia, jest w tym przypadku sam wnioskodawca, gdyż nikt inny nie ma w tej sprawie obiektywnie występującego interesu prawnego⁸⁷⁸. Od decyzji odmownej stronie przysługuje wniosek o ponowne rozpatrzenie sprawy, co w myśl art. 127 § 3 k.p.a. dokonywane jest przez ten sam podmiot, tj. KNF. Od ponownej decyzji odmownej możliwe jest natomiast złożenie skargi do sądu administracyjnego.

5.4.4 Wykreślenie z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi i skutki wykreślenia

Ustawodawca uregulował wykreślenie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną z rejestru w ramach art. 70zf u.f.i., gdzie wskazane zostało pięć przesłanek uprawniających KNF do podjęcia takiej czynności. Są nimi mianowicie: ogłoszenie upadłości zarządzającego lub otwarcie jego likwidacji; niewykonywanie działalności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną przez okres kolejnych 12 miesięcy; wydanie zgodnie z art. 70ze ust. 3 u.f.i. albo art. 229a ust. 2 u.f.i. ostatecznej decyzji o wykreśleniu zarządzającego z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi; uzyskanie przez zarządzającego zezwolenia na wykonywanie przedmiotowej działalności; oraz poinformowanie Komisji przez zarządzającego o zaprzestaniu wykonywania działalności zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w związku z niemającym charakteru tymczasowego przekroczeniem progu, o którym mowa w art. 70ze ust. 2 u.f.i. Warto zauważyć, że pierwsze dwie z nich są tożsame z wymienionymi w art. 70x ust. 1 u.f.i., dotyczącymi wygaśnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, przez co ich wykładnia powinna być przeprowadzana w sposób analogiczny. W stosunku do niewykonywania działalności przez okres 12 miesięcy, w kontekście rejestrowanych zarządzających, ustawodawca wprost uregulował, że okres ten dotyczy „kolejnych 12 miesięcy”, a zatem ma występować niejako w jednym ciągu i nie może być sumą kilku krótszych okresów. Podobny wniosek dało się wysnuć również na gruncie licencjonowanych zarządzających w drodze interpretacji przepisu⁸⁷⁹, jednak literalne odniesienie się przez ustawodawcę do tego problemu w niniejszym przepisie należy ocenić pozytywnie.

Przesłanka wskazana w art. 70zf ust. 1 pkt 3 u.f.i. nakazuje Komisji wykreślenie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną z rejestru w przypadku

⁸⁷⁸ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1023.

⁸⁷⁹ Zob. uwagi w rozdz 5.3.3 a, znajdującym się w niniejszej pracy.

przekroczenia progów kwotowych dotyczących łącznej wartości aktywów znajdujących się w jego zarządzaniu i niezłożenia przezeń w wymaganym terminie wniosku o wydanie zezwolenia, który wymagany jest przez dyspozycję art. 70ze ust. 2 pkt 2 lit. a u.f.i. Drugą sytuacją wywołującą tożsame skutki jest przypadek opisany w art. 229a ust. 2 u.f.i., tj. naruszenie przepisów prawa przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, prowadzącego działalność na podstawie wpisu do rejestru, lub uzyskanie przez niego wpisu do tegoż rejestru na podstawie fałszywych oświadczeń lub dokumentów zaświadczających nieprawdę. Zaistnienie takiej sytuacji również uprawnia Komisję do wykreślenia zarządzającego z przedmiotowego rejestru. Warto również zauważyć, że wskazany przepis odnosi się także do zarządzających prowadzących działalność na podstawie zezwolenia, mimo, iż nie został on wprost wskazany jako jedna z przesłanek art. 70x u.f.i. W przypadku bowiem, gdy zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną prowadzący działalność na podstawie zezwolenia narusza przepisy prawa lub regulacje wewnętrzne, nie wypełnia warunków określonych w zezwoleniu na wykonywanie działalności przez zarządzającego, przekracza zakres zezwolenia lub narusza interes inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej, Komisja może cofnąć przedmiotowe zezwolenie. Skutek cofnięcia zezwolenia jest tożsamy ze skutkiem wykreślenia zarządzającego z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

Dwie ostatnie przesłanki z art. 70zf ust. 1 u.f.i., skutkujące wykreśleniem zarządzającego z rejestru, najczęściej odnosić się będą do tej samej sytuacji faktycznej, w której nadzorowany podmiot podjął jednak odmienną decyzję, niż opisana powyżej. Zgodnie bowiem z dyspozycją art. 70ze ust. 2 u.f.i., gdy zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną w sposób trwały przekroczy próg kapitałowy, poniżej którego przedmiotowa działalność może być wykonywana na podstawie wpisu do rejestru zarządzających, może on albo złożyć wniosek o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, albo zaprzestać wykonywania prowadzonej działalności, o czym obowiązany jest poinformować Komisję. W obu przypadkach zasadne jest zatem wykreślenie tego podmiotu z rejestru zarządzających, o czym stanowi regulacja art. 70zf ust. 1 u.f.i., zgodnie z którą KNF dokonuje tej czynności w sytuacji „uzyskania przez zarządzającego ASI zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI”, a także „poinformowania Komisji przez zarządzającego ASI o zaprzestaniu wykonywania działalności zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi w związku z niemającym

charakteru tymczasowego przekroczeniem progu, o którym mowa w art. 70ze ust. 2”. Zaznacza się, że pierwsza z wymienionych sytuacji może przykładowo zaistnieć, gdy zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną postanowi o zwiększeniu skali prowadzonej działalności⁸⁸⁰. W art. 70f ust. 2 u.f.i. wskazana została ponadto dodatkowa przesłanka wykreślenia podmiotu z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Zgodnie z jej brzmieniem, na wniosek zarządzającego, który nie zarządza żadną alternatywną spółką inwestycyjną, Komisja wykreśla go z rejestru zarządzających przed upływem 12 miesięcy. Sytuacja ta może przykładowo wystąpić, gdy zarządzający zrezygnuje z samodzielnego zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną i przekaze je innemu podmiotowi⁸⁸¹.

Do niemal wszystkich wymienionych powyżej przesłanek – oprócz uzyskania zezwolenia przez zarządzającego – zastosowanie znajduje art. 70zf ust. 3 u.f.i. Stanowi on, że w kontekście skutków wykreślenia podmiotu z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, odpowiednie zastosowanie znajdują przepisy art. 70x ust. 3 i 4 oraz art. 70y u.f.i. Oznacza to, iż podstawowym skutkiem tegoż wykreślenia jest rozwiązanie zarówno podmiotu zarządzającego, jak i wszystkich alternatywnych spółek inwestycyjnych znajdujących się w jego zarządzaniu⁸⁸². Rozwiązanie owych spółek nie następuje jednak automatycznie, a wymaga przeprowadzenia procesu likwidacji na zasadach ogólnych⁸⁸³. Jeżeli w ramach alternatywnej spółki inwestycyjnej opartej o reżim rejestrowy powołany został depozytariusz, zgodnie z art. 70y ust. 1 pkt 2 u.f.i. stosowanym odpowiednio, staje się on *ex lege* likwidatorem spółki, przy czym Komisja może wyznaczyć inny podmiot do wykonywania tej funkcji. Zgodnie z literalnym brzmieniem przepisu, sama czynność wykreślenia zarządzającego z rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi nie przybiera formy decyzji administracyjnej, a jest czynnością materialno-techniczną. Wyjątek w tym względzie stanowi treść art. 70ze ust. 3 u.f.i., zgodnie z którą w przypadku, gdy po przekroczeniu wskazanego progu kapitałowego, niemającego charakteru tymczasowego, zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną pozostanie bezczynny i nie złoży wniosku o wydanie zezwolenia, ani nie zaprzestanie wykonywania działalności, wykreślenie go z rejestru następuje na mocy decyzji administracyjnej.

⁸⁸⁰ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 41.

⁸⁸¹ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1039.

⁸⁸² *Ibidem*.

⁸⁸³ *Ibidem*, s. 1041.

5.5 Podsumowanie

Konkludując rozważania poczynione w niniejszym rozdziale, należy stwierdzić, że wymogi organizacyjne nałożone na zarządzających oraz na same alternatywne spółki inwestycyjne, a także wymagana przez ustawę struktura prawna tych podmiotów, nie wydają się być nader skomplikowane i uciążliwe w kontekście prowadzenia przedmiotowej działalności. Mowa tutaj w szczególności o zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy prowadzą działalność na podstawie wpisu do rejestru. W przypadku reżimu zezwoleniowego rzeczone regulacje są bowiem bardziej złożone, w wielu aspektach zbliżone do przepisów obowiązujących pozostałe alternatywne fundusze inwestycyjne. Należy jednak pozytywnie ocenić fakt, iż na mocy art. 70zb ust. 4 u.f.i., cały szereg wymogów organizacyjnych nie znajduje zastosowania do podmiotów wykonujących działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, tj. m.in. obowiązek posiadania depozytariusza i przyjęcia szczegółowych regulacji wewnętrznych⁸⁸⁴, ograniczenia dotyczące lokowania aktywów oraz wymogi dotyczące kwalifikacji i doświadczenia członków zarządu alternatywnej spółki inwestycyjnej. W ramach rejestrowanych zarządzających nie ma również obowiązku powoływania rady nadzorczej, chyba, że wymagają tego przepisy Kodeksu spółek handlowych⁸⁸⁵. W kontekście niektórych regulacji, których stosowanie zostało wyłączone w odniesieniu do zarządzających funkcjonujących w oparciu o wpis do rejestru, pojawiają się jednak pewne wątpliwości interpretacyjne. Można tutaj wspomnieć chociażby o kwestii powierzenia czynności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną innemu podmiotowi. Nie jest jasne, czy ustawodawca, wyłączając w stosunku do nich stosowanie art. 70g u.f.i., chciał zastrzec możliwość zawarcia tego rodzaju umowy tylko dla licencjonowanych zarządzających, czy też jego zamierzeniem było zliberalizowanie wskazanego zagadnienia w odniesieniu do zarządzających rejestrowanych. Mimo, że omówione argumenty natury funkcjonalnej przemawiałyby za przyjęciem drugiego z wymienionych stanowisk⁸⁸⁶, to *de lege ferenda* wskazane byłoby uregulowanie tej kwestii wprost w ustawie.

Zidentyfikowane zostały również pewne sprzeczności w ramach obowiązujących przepisów, które można zakwalifikować jako omyłki legislacyjne.

⁸⁸⁴ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15.

⁸⁸⁵ Por. m.in. art. 213 § 2 k.s.h., wprowadzający wymóg powołania rady nadzorczej w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, jeżeli jej kapitał zakładowy przewyższa kwotę 500 000 złotych, a wspólników jest więcej niż dwudziestu pięciu. Zamiast rady nadzorczej może w takim przypadku zostać ustanowiona komisja rewizyjna.

⁸⁸⁶ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1038.

Ustawodawca m.in. zamieścił w art. 70s ust. 3 pkt 3 *in fine* u.f.i. regulację, która stanowi, że opisując kwalifikacje członków zarządu i rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną we wniosku o udzielenie przez KNF zezwolenia na prowadzenie tytułowej działalności, należy wskazać dwóch członków zarządu, którzy spełniają m.in. warunki określone w art. 42 ust. 3 pkt 2 u.f.i. Ustawodawca odsyła tym samym do regulacji dotyczącej zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, mimo zawarcia w rozdziale o zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi przepisu o charakterze *lex specialis*, o odmiennej, bardziej liberalnej treści. Wydaje się zatem, że wskazany przepis powinien odsyłać do art. 70d ust. 3 u.f.i., a nie do art. 42 ust. 3 u.f.i. Niejasny pozostaje także m.in. zakres uprawnień depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej w sytuacji, o której mowa w art. 70x ust. 2 u.f.i., tj. w przypadku wygaśnięcia lub cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez zewnętrznego zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Można wskazać w tym kontekście dwa poglądy występujące w doktrynie. W myśl pierwszego poglądu, zgodnego z literalnym brzmieniem przepisu, depozytariusz uprawniony jest jedynie do reprezentowania alternatywnej spółki inwestycyjnej w stosunkach zewnętrznych, jednak nie może nią zarządzać⁸⁸⁷. Drugi z poglądów, opierający się na wykładni funkcjonalnej, zakłada natomiast, że depozytariusz wykonuje wtedy również czynności zarządcze w ramach alternatywnej spółki inwestycyjnej⁸⁸⁸. Pomimo słuszności omówionych argumentów dotyczących poglądu opartego o wykładnię celowościową, wydaje się jednak, że nie ma dostatecznych podstaw do odejścia od wykładni literalnej i bezpieczniejszym byłoby trzymanie się poglądu pierwszego. Z tego względu, w ramach postulatów *de lege ferenda* zalecana byłaby ingerencja ustawodawcy w tym zakresie.

Patrząc na problematykę dualizmu reglamentacji działalności wykonywanej przez zarządzających alternatywną spółką inwestycyjną oraz progu kapitałowego, oddzielającego reżim zezwoleniowy od obowiązku uzyskania wpisu do rejestru, należy stwierdzić, iż próg ten został ustanowiony na niepraktycznie wysokim poziomie. Zgodnie z art. 70zb ust. 1 u.f.i., pułap łącznej wartości aktywów w zarządzaniu wynosi bowiem 500 milionów euro dla zarządzających niestosujących dźwigni finansowej, a w przypadku jej stosowania – 100 milionów euro. Biorąc jednak pod uwagę średnią wartość aktywów w zarządzaniu funduszy *venture capital* działających

⁸⁸⁷ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

⁸⁸⁸ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 979.

w Polsce, która wynosi 19,6 miliona euro⁸⁸⁹ oraz medianę tych wielkości na jeszcze niższym poziomie, tj. 9,3 miliona euro⁸⁹⁰, wydaje się mało prawdopodobne, aby którykolwiek podmiot przekroczył ów próg⁸⁹¹. Warto jednak mieć na uwadze, że polski ustawodawca był w zakresie wspomnianych progów kapitałowych związany postanowieniami dyrektywy ZAFI, która w art. 3 ust. 2 lit. a i b sprecyzowała wysokości graniczne pomiędzy obowiązkiem ubiegania się o zezwolenie na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Niemniej jednak, z uwagi na tak wysokie określenie wspomnianego progu, podmioty prowadzące przedmiotową działalność w oparciu o wpis do rejestru zarządzających nie muszą nadmiernie przejmować się obowiązkiem monitorowania wartości aktywów, określonym w art. 70ze ust. 1 u.f.i. Z tego samego powodu, umiarkowanie uciążliwe pozostają również skomplikowane regulacje dotyczące obliczania sumy aktywów znajdujących się w zarządzaniu, wynikające nie tylko z ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ale również z rozporządzenia ZAFI⁸⁹², które należy stosować bezpośrednio⁸⁹³. Podmioty obliczające wartość aktywów, a w szczególności fundusze *venture capital*, plasujące się znacznie poniżej wskazanego progu, mają pozostawiony pewien margines błędu w rzeczonych obliczeniach.

Jeżeli zdarzy się jednak sytuacja przekroczenia przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wskazanego w ustawie progu kapitałowego i nie będzie ona miała charakteru tymczasowego, to zgodnie z treścią art. 70ze ust. 2 u.f.i., podmiot ten powinien w ciągu 30 dni złożyć wniosek o wydanie przez KNF zezwolenia na dalsze wykonywanie prowadzonej działalności lub zaniechać jej

⁸⁸⁹ J. Krysztofiak-Szopa, M. Wisłowska, Michał K., *The Golden Book...*, s. 15 – stan na marzec 2019 r.

⁸⁹⁰ *Ibidem*.

⁸⁹¹ W 2017 r. jeden podmiot złożył jednak wniosek o wydanie zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną. Zob. Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2018 roku, dostępne pod adresem https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie%20z%20dzia%C5%82alno%C5%9Bci%20UKNF%20oraz%20KNF%20w%202018%20roku_66979.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.), s. 101. Zgodnie z informacjami przedstawianymi przez KNF, zezwolenie ostatecznie nie zostało wydane. Komisja nie ujawniła jednak, jaka była tego przyczyna i przebieg sprawy.

⁸⁹² Szczególnie przydatna jest w tym kontekście systematycznie aktualizowana przez ESMA baza pytań i odpowiedzi, pojawiających się na tle wykładni i stosowania rozporządzenia 231/2013. Zob. *Questions and Answers. Application of the AIFMD 4 June 2019*, ESMA34-32-352, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf, (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁸⁹³ K. Kowalik-Bańczyk, *Tożsamość narodowa – dopuszczalny wyjątek od zasady prymatu?*, [w:] *Prawo Unii Europejskiej a prawo konstytucyjne państw członkowskich*, red. S. Dudzik, N. Półtorak, Warszawa 2013, s. 33 i n.

prowadzenia. Regulacja ta pozostaje jednak w sprzeczności z art. 4 ust. 5 rozporządzenia ZAFI, które przewiduje obowiązek ponownego obliczenia wartości aktywów po upływie kolejnych 3 miesięcy, aby zweryfikować wspomniany element tymczasowości. Z uwagi na niespójność przepisów wprowadzonych przez polskiego ustawodawcę z tą regulacją rozporządzenia, ponowne obliczenie jest w istocie pozbawione sensu, gdyż zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną już znacznie wcześniej musi podjąć odpowiednią decyzję w tym zakresie. W celu przedstawienia propozycji rozwiązania powyższego problemu zostały rozpatrzone i przeanalizowane praktyczne przypadki, które mogą wystąpić w kontekście takiej sytuacji. Postuluje się jednak, aby ustawodawca ustosunkował się i do tej kwestii przy okazji kolejnej nowelizacji ustawy.

Oceniając dostosowanie regulacji omówionych w niniejszym rozdziale do funkcjonowania funduszy *venture capital*, wydaje się, że najlepszą z dopuszczalnych struktur prawnych jest prowadzenie przez nie działalności w formie zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną, działającego na podstawie wpisu do rejestru - oczywiście, jeśli jest to możliwe mając na uwadze wartość zarządzanych aktywów. Można przy tym zaryzykować stwierdzenie, że gdyby ów próg kapitałowy miał zostać przekroczony, to bardziej opłacalne byłoby podzielenie funduszu na dwa mniejsze i prowadzenie każdego z nich osobno, bez podlegania reglamentacji opartej na zezwoleniu. W kontekście samego wyboru zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną w sposób zewnętrzny, zamiast wewnętrznego, należy wskazać, że szczególnie atrakcyjna wydaje się struktura spółki komandytowej, w której komplementariuszem jest spółka kapitałowa. Ustawa wprost dopuszcza taką możliwość, pozwalając z jednej strony na optymalizację podatkową z uwagi na tzw. transparentność podatkową spółki osobowej⁸⁹⁴, a z drugiej – na zredukowanie ryzyka poprzez zastosowanie spółki kapitałowej, np. spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Jest to konstrukcja korzystna nie tylko dla zarządzających funduszem, ale również dla inwestorów, którzy przyjmują rolę komandytariuszy.

⁸⁹⁴ A. Sobiech, *Opodatkowanie...*, s. 24.

Rozdział 6. Analiza empiryczna

6.1 Wprowadzenie

Aby w sposób kompleksowy zbadać funkcjonowanie funduszy *venture capital* działających w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, rozważania poczynione w poprzednich rozdziałach muszą zostać uzupełnione o analizę empiryczną tytułowego zagadnienia. Zgodnie z treścią art. 70zd ust. 2 u.f.i., rejestr zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jest jawny. Jest on publikowany na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego i na bieżąco aktualizowany. Pomimo braku analogicznego przepisu w odniesieniu do zarządzających działających na podstawie zezwolenia, KNF stoi na stanowisku, że wykaz takich podmiotów również powinien być podawany do wiadomości publicznej⁸⁹⁵. Należy jednak podkreślić, że dotychczas żaden podmiot działający na terenie Rzeczypospolitej Polskiej nie uzyskał jeszcze zezwolenia na wykonywanie działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną⁸⁹⁶. W 2018 roku został wprowadzono jeden wniosek o wydanie takiego zezwolenia⁸⁹⁷, lecz ostatecznie nie zostało ono uzyskane przez wnioskodawcę. Komisja nie ujawniła przy tym, jaki był powód odmowy jego wydania.

W niniejszym rozdziale zweryfikowana zostanie jedna z tez niniejszej pracy, stanowiąca, że większość aktualnie zarejestrowanych w Polsce zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi to albo podmioty zarządzające funduszem *venture capital* (zewnątrznie zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi), albo podmioty, które same prowadzą działalność o charakterze *venture capital* (wewnętrznie zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi). Zbadane zostanie również, czy relacja ta działa też w odwrotnym kierunku, tj. czy większość aktualnie funkcjonujących w Polsce funduszy *venture capital* prowadzi działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. W celu wykonania owej weryfikacji, przeprowadzone zostanie studium empiryczne zarówno wszystkich podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi na

⁸⁹⁵ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru...

⁸⁹⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 32.

⁸⁹⁷ Zob. sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2018 roku, s. 100, dostępne na https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie%20z%20dzia%C5%82alno%C5%9Bci%20UKNF%20oraz%20KNF%20w%202018%20roku_66979.pdf (dostęp: 15.02.2020 r.).

okoliczność charakteru prowadzonej przez nie działalności, jak i wszystkich funduszy *venture capital* działających w Polsce pod kątem formy prawnej, w której funkcjonują.

6.2 Podmioty wpisane do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi

Analiza zostanie rozpoczęta od przyjrzenia się wszystkim podmiotom wpisanym do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, prowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego⁸⁹⁸. Zarówno w odniesieniu do zewnętrznie zarządzających, jak i zarządzających wewnątrz, wyniki rzeczony analizy zostały przedstawione w formie tabeli dla bardziej klarownego zaprezentowania zgromadzonych danych. Wszystkie podmioty uszeregowano według daty wpisania ich przez KNF do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Pod każdą z tabel znajduje się analiza zawartych w niej danych wraz z omówieniem wniosków, które można z nich wywieść. Z założenia miała ona mieć charakter kompleksowy, dotyczący nie tylko samej kwestii formy prowadzonej działalności, ale holistycznego opisu pod względem prawnym, uzupełnionego również o pewne niezbędne aspekty ekonomiczno-finansowe.

6.2.1 Zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną

Z uwagi na fakt, iż zewnętrznie zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi stanowią znacznie liczniejszą grupę podmiotów, niż zarządzający w sposób wewnętrzny, a także struktura ta wydaje się być optymalną pod względem cech tej konstrukcji prawnej, w szczególności w kontekście funduszy *venture capital*⁸⁹⁹, zostały one przedstawione jako pierwsze. Ze względu na specyfikę tego modelu zarządzania, w poniższej tabeli zawarto zarówno firmę (nazwę) podmiotu zarządzającego, jak i firmę (nazwę) samej alternatywnej spółki inwestycyjnej, gdyż podmioty te stanowią w istocie odrębne spółki.

Przy każdym z podmiotów została również zamieszczona forma prawna prowadzonej przezeń działalności. Warto wspomnieć, że zgodnie z art. 8b ust. 2 pkt 2 u.f.i., zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną musi prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, a zatem ma do wyboru spółkę z ograniczoną

⁸⁹⁸Zob. Rejestr Zarządzających Alternatywnymi Spółkami Inwestycyjnymi, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zarządzających_ASI (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁸⁹⁹Zob. rozważania poczynione na gruncie rozdz. 5.2.1 c, zawartego w niniejszej pracy.

odpowiedzialnością, spółkę akcyjną lub spółkę europejską. Zarządzana przez niego alternatywna spółka inwestycyjna, w myśl art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i., może natomiast działać jako spółka komandytowa albo spółka komandytowo-akcyjna, przy czym jej jedynym komplementariuszem musi być ów podmiot zarządzający.

Tabela 1. Podmioty wpisane do rejestru zewnętrznie zarządzających ASI

	Firma (nazwa) zarządzającego ASI	Firma (nazwa) ASI	Rodzaj działalności	Data wpisu
1	ARIA AIFM S.A.	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny II RB S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
2	ARIA AIFM S.A.	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny III RB S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
3	ARIA AIFM S.A.	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny IV RB S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
4	ARIA AIFM S.A.	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny V RB S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
5	ARIA AIFM S.A.	Alternatywny Fundusz Inwestycyjny i RB S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
6	ARIA AIFM S.A.	III ARIA AIFM S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
7	ARIA AIFM S.A.	IV ARIA AIFM S.A. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-01-19
8	Bitspiration Booster sp. z o. o.	ASI Bitspiration Booster sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2017-07-28
9	Bitspiration Booster sp. z o. o.	ASI Bridge Alfa Bitspiration Booster sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2017-07-28
10	Bitspiration Booster sp. z o. o.	ASI 2 Bitspiration Booster sp. z o. o. S.K.A.	<i>venture capital</i>	2017-07-28
11	Bitspiration Booster sp. z o. o.	ASI Podlasie Bitspiration Booster sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2017-07-28
12	Inventures sp. z o. o.	ASI Alfa Inventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2017-11-08
13	Inventures sp. z o. o.	ASI Beta Inventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2017-11-08
14	Enerfund sp. z o.o.	Enerfund sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-02-08
15	Polish Venture Fund sp. z o.o.	Polish Venture Fund sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-03-14
16	Polish Venture Fund sp. z o.o.	Polish Venture Fund sp. z o. o. Medfund ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-03-14
17	GT TECHNOLOGIES sp. z o.o.	ASI GT TECHNOLOGIES sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-03-16
18	Discovery Ventures sp. z o.o.	Discovery Ventures sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-03-28
19	IGS INVESTMENT sp. z o.o.	ASI IGS INVESTMENT sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-12
20	ABAN Fund sp. z o.o.	ABAN Fund sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-12
21	TECH-IMPACT FUND sp. z o.o.	TECH-IMPACT FUND sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-12
22	Augere sp. z o.o.	Augere sp. z o. o. Venture ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-13
23	Augere sp. z o.o.	Augere sp. z o. o. IMPACT NET ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-13

24	Augere sp. z o.o.	Augere sp. z o. o. Open Innovation ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-04-13
25	Tar Heel Capital Alfa sp. z o.o.	Tar Heel Capital Alfa sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-04-13
26	Epic Alfa sp. z o.o.	ASI Epic Alfa sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-23
27	Platinum Alfa sp. z o.o.	ASI Platinum Alfa sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-24
28	TREDECIM ASSET MANAGEMENT S.A.	ASI TREDECIM ASSET MANAGEMENT S.A. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-04-25
29	ALIGO ALFA sp. z o.o.	ALIGO ALFA sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-05-09
30	156 Capital sp. z o.o.	156 Capital sp. z o. o. Alfa ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-09
31	VBV ALFA sp. z o.o.	VBV ALFA sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-11
32	Scanderia Venture sp. z o.o.	ASI Scanderia Ventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-11
33	EVIG ALFA sp. z o.o.	ASI EVIG ALFA sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-11
34	White Summit sp. z o.o.	White Summit sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-14
35	SCITECH FUND sp. z o.o.	SCITECH FUND sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-14
36	Pion Techventures sp. z o.o.	ASI Pion Techventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-21
37	VC Link sp. z o.o.	VC Link sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-21
38	Hyperion Alfa sp. z o.o.	Hyperion Alfa sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-05-22
39	Findustry sp. z o.o.	Findustry sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-22
40	Proprimus sp. z o.o.	ASI Proprimus sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-23
41	BLDG Venture sp. z o.o.	BLDG Venture sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-23
42	SATUS GAMES sp. z o.o.	SATUS GAMES sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-24
43	Human Alfa sp. z o.o.	Human Alfa sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-05-25
44	Brinc sp. z o.o.	Brinc sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital / akcelerator</i>	2018-05-29
45	ETGK Bridge sp. z o.o.	ASI ETGK Bridge sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-06-07
46	Science.Fund sp. z o.o.	Science.Fund sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-06-07
47	Lantan Capital sp. z o.o.	Lantan Capital sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-06-08
48	Gent Investment S.A.	ASI Gent Investment S.A. S.K.A.	<i>venture capital (nieruchomości)</i>	2018-06-13
49	Gent Investment S.A.	ASI Gent Investment S.A. sp. k.	<i>venture capital (nieruchomości)</i>	2018-06-13
50	Gent Investment S.A.	ASI II Gent Investment S.A. sp. k.	<i>venture capital (nieruchomości)</i>	2018-06-13
51	SpeedUp Management sp. z o.o.	SpeedUp Investments Li Group sp. z o. o. S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-06-19
52	SpeedUp Management sp. z o.o.	Seedstone SpeedUp Management sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-06-19
53	SpeedUp Management sp. z o.o.	Energy Innovation SpeedUp Management sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-06-19
54	BTM Investments sp. z o.o.	ASI BTM Investments sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-06-22
55	ACCOLADE VENTURES sp. z o.o.	ACCOLADE VENTURES sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital (SPV)</i>	2018-07-02

56	Heyka Capital Sp. z o.o.	ASI Unicorn Nest II Heyka Capital sp. z o. o. S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-07-04
57	RDS Fund sp. z o.o.	ASI RDS Fund sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-07-17
58	Amplo VC sp. z o.o.	ASI Amplo VC sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-08-08
59	EdTechHub sp. z o.o.	ASI EdTechHub sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital / venture building</i>	2018-08-16
60	Spinaker Alfa sp. z o.o.	Spinaker Alfa sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-08-17
61	Corvus Ventures sp. z o.o.	ASI Corvus Ventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-09-05
62	Czysta3.vc sp. z o.o.	ASI Czysta3.vc sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital (nieaktywny)</i>	2018-09-05
63	Invento Capital sp. z o.o.	Invento Capital sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-09-06
64	Protos Next sp. z o.o.	Protos Next sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-09-18
65	Montis Capital sp. z o.o.	Montis Capital sp. z o. o. S.K.A. ASI	<i>venture capital</i>	2018-09-18
66	HAIDA VENTURES sp. z o.o.	HAIDA VENTURES sp. z o. o. ASI sp. k.	brak informacji	2018-09-18
67	TDG GENERATIONS sp. z o.o.	TDG GENERATIONS sp. z o. o. ASI sp. k.	brak informacji	2018-09-19
68	Medi Ventures sp. z o.o.	Medi Ventures sp. z o. o. ASI sp. k.	brak informacji	2018-09-19
69	THC Team sp. z o.o.	THC Team sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-09-19
70	Prime Fund sp. z o.o.	ASI Prime Fund sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-09-27
71	Emobio sp. z o.o.	Emobio sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-10-04
72	KnowledgeHub Starter sp. z o.o.	KnowledgeHub Starter sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-10-11
73	For Earth sp. z o.o.	RST Ventures For Earth sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-10-19
74	Tar Heel Capital Pathfinder VC sp. z o.o.	Tar Heel Capital Pathfinder VC sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-10-24
75	Vestor Seed Capital sp. z o.o.	Vestor Seed Capital sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-10-25
76	EEC Magenta sp. z o.o.	EEC Magenta sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-11-05
77	EEC Magenta sp. z o.o.	EEC Magenta sp. z o. o. 2 ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-11-05
78	Polish Research Innovation Ventures sp. z o.o.	ASI Polish Reserarch Innovation Ventures sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2018-11-21
79	Kogito Ventures sp. z o.o.	KOGITO VENTURES sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-11-23
80	Alfabeat ALFA sp. z o.o.	Alfabeat ALFA sp. z o. o. S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-11-27
81	Xevin VC sp. z o.o.	Xevin VC sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2018-12-05
82	APER VENTURES sp. z o.o.	APER VENTURES sp. z o. o. S.K.A. ASI	<i>venture capital</i>	2018-12-12
83	Black Swan sp. z o.o.	Black Swan sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-01-09
84	Netrix Ventures sp. z o.o.	Netrix Ventures sp. z o. o. Med/Bio-tech ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-01-09
85	Netrix Ventures sp. z o.o.	Netrix Ventures sp. z o. o. IT/Energo ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-01-09
86	Netrix Ventures sp. z o.o.	Netrix Ventures sp. z o. o. Alfa ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-01-09

87	Biomed Innovations sp. z o.o.	Biomed Innovations sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-01-15
88	Leonarto Alfa S.A.	ASI Leonarto Alfa S.A. sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-01-17
89	CofounderZone sp. z o.o.	CofounderZone sp. z o. o. Corporate Angel Fund ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-02-08
90	Arkley Brinc sp. z o.o.	Arkley Brinc sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-02-14
91	Protos Venture Capital sp. z o.o.	Protos Venture Capital sp. z o. o. SPV sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-02-14
92	Space Bridge sp. z o.o.	ASI Space Bridge sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-02-18
93	Pracuj Ventures sp. z o.o.	Pracuj Ventures sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-02-22
94	Hedgehog sp. z o.o.	Hedgehog sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-04-08
95	MOVENS VENTURE CAPITAL sp. z o.o.	MOVENS VENTURE CAPITAL sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-04-08
96	BP VC GP1 sp. z o.o.	BP VC GP1 sp. z o. o. VC II sp. k. ASI	brak informacji	2019-04-11
97	BP VC GP1 sp. z o.o.	BP VC GP1 sp. z o. o. VC i S.K.A. ASI	brak informacji	2019-04-11
98	Polski Fundusz Akceleracyjny sp. z o.o.	Polski Fundusz Akceleracyjny sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-04-15
99	Take Profit Fund sp. z o.o.	ASI Take Profit Fund sp. z o. o. sp. k.	brak informacji	2019-04-26
100	SMOK Ventures sp. z o.o.	SMOK Ventures sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-04-26
101	Green Alpha sp. z o.o.	Green Alpha sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-05-10
102	SEED CAPITAL FUND STATUS sp. z o.o.	SEED CAPITAL FUND STATUS sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-05-27
103	Brave Seed Fund sp. z o.o.	Brave Seed Fund sp. z o. o. Kujawsko-Pomorski Fundusz Kapitałowy ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-05-27
104	Brave Seed Fund sp. z o.o.	Brave Seed Fund sp. z o. o. Fundusz Kapitałowy Warmii i Mazur ASI sp. k.	brak informacji	2019-05-27
105	bValue Starter sp. z o.o.	bValue Starter sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-05-29
106	Atmos Ventures sp. z o.o.	Atmos Ventures sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-05-29
107	Canaveral Capital Investment sp. z o.o.	Canaveral Capital Investment sp. z o. o. ASI I S.K.A.	brak informacji	2019-06-07
108	Assay Management sp. z o.o.	Assay Management sp. z o. o. Assay ASI S.K.A.	<i>private equity</i>	2019-06-07
109	LQT sp. z o.o.	LQT sp. z o. o. Fund II S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-06-13
110	NXT Ventures sp. z o.o.	NXT Ventures sp. z o. o. Fund i ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-06-18
111	GM Ventures sp. z o.o.	GM Ventures sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital (CVC General Motors)</i>	2019-07-24
112	Integra Management sp. z o.o.	ASI Integra Management sp. z o. o. S.K.A.	inna działalność	2019-07-24
113	Vis Vitalis Management sp. z o.o.	ASI Vis Vitalis Management sp. z o. o. S.K.A.	inna działalność	2019-07-24
114	ARCUS Financial Partners sp. z o.o.	ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI I sp. k.	inna działalność	2019-08-14
115	ARCUS Financial Partners sp. z o.o.	ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI AR sp. k.	inna działalność	2019-08-14

116	ARCUS Financial Partners sp. z o.o.	ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI WM sp. k.	inna działalność	2019-08-14
117	Fund sp. z o.o.	Equity Fund sp. z o. o. I ASI S.K.A.	brak informacji	2019-08-14
118	bValue Bridge sp. z o.o.	bValue Bridge sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i> (nieaktywny)	2019-08-20
119	SATUS STARTER sp. z o.o.	SATUS STARTER sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-08-22
120	FSG S.A.	FSG S.A. Investment Partners ASI S.K.A.	inna działalność	2019-08-27
121	MedVenture sp. z o.o.	MedVenture sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-08-27
122	ABAN sp. z o.o.	ABAN sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-08-29
123	Summit Alfa sp. z o.o.	ASI Summit Alfa sp. z o. o. sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-09-06
124	BEJERA FUND sp. z o.o.	BEJERA FUND sp. z o. o. P1 ASI sp. k.	inna działalność	2019-09-17
125	Life Ventures sp. z o.o.	Life Ventures sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-09-23
126	AAF sp. z o.o.	AAF sp. z o. o. ASI sp. k.	<i>venture capital</i>	2019-10-14
127	Medical Research Center sp. z o.o.	Medical Research Center sp. z o. o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-10-14
128	Capital Equate sp. z o.o.	Capital Equate sp. z o. o. ASI i S.K.A.	inna działalność	2019-10-17
129	TeamVest sp. z o.o.	I TeamVest sp. z o. o. S.K.A.	inna działalność	2019-10-17
130	V&P sp. z o.o.	V&P sp. z o.o. ASI sp. k.	brak informacji	2019-10-31
131	Inventiq Ventures sp. z o.o.	Inventiq Ventures sp. z o.o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-12-13
132	PAAN CAPITAL GP sp. z o.o.	PAAN CAPITAL GP sp. z o.o. I ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2019-12-13
133	ff Venture Capital sp. z o.o.	ff Venture Capital sp. z o.o. ASI S.K.A.	<i>venture capital</i>	2020-01-15
134	Novia Funds sp. z o.o.	NOVIA PROPERTIES Novia Funds sp. z o.o. ASI S.K.A.	brak informacji	2020-02-13

Źródło: opracowanie własne na podstawie: rejestru zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zaradzajacych_ASI [dostęp: 15.02.2020 r.], prowadzonego przez KNF; A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, VC in Poland, Data Ventures 2019, <http://docs.google.com/spreadsheets/d/1QO10bTJQU1QsR8Ln3gIHYEnTiCd78797ixOMt8s5lzlI> [dostęp: 15.02.2020 r.] oraz stron internetowych poszczególnych podmiotów.

Już na pierwszy rzut oka widać, że zdecydowana większość spółek wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jako zewnętrznie zarządzający to podmioty prowadzące działalność o charakterze *venture capital*. Warto tym samym nadmienić, że w okresie od dokonania pierwszego wpisu do rejestru, tj. od 19 stycznia 2017 r.⁹⁰⁰, przez prawie dwa i pół roku, bo aż do 7 czerwca

⁹⁰⁰ W dniu 19.01.2019 r. Komisja Nadzoru Finansowego dokonała wpisu do rejestru wszystkich siedmiu alternatywnych spółek inwestycyjnych zarządzanych przez Aria AIFM S.A., wpisując Alternatywny Fundusz Inwestycyjny II RB S.A. ASI S.K.A., Alternatywny Fundusz Inwestycyjny III RB S.A. ASI S.K.A., Alternatywny Fundusz Inwestycyjny IV RB S.A. ASI S.K.A., Alternatywny Fundusz Inwestycyjny V RB S.A. ASI S.K.A., Alternatywny Fundusz Inwestycyjny i RB S.A. ASI S.K.A., III ARIA AIFM S.A. ASI S.K.A. oraz IV ARIA AIFM S.A. ASI S.K.A.

2019 r.⁹⁰¹, nie został doń wpisany żaden podmiot niezajmujący się działalnością w branży *venture capital*. Przyjmując ponadto, za niektórymi przedstawicielami doktryny, że inwestycje VC są podzbiorem inwestycji *private equity*⁹⁰², okres ten byłby jeszcze dłuższy, bo ponad dwu-i-pół-letni, sięgając aż do 24 lipca 2019 r. Należy przy tym zaznaczyć, że działalność prowadzona przez niektóre podmioty wskazane w Tabeli 1 we wspomnianym okresie nie została zidentyfikowana z uwagi na brak jakichkolwiek informacji dotyczących tej materii zawartych w odpowiednich polskich i zagranicznych rejestrach oraz zasobach Internetu. Do grona ośmiu takich spółek należą kolejno HAIDA VENTURES sp. z o. o. ASI sp. k., zarządzana przez HAIDA VENTURES sp. z o.o.; TDG GENERATIONS sp. z o. o. ASI sp. k., zarządzana przez TDG GENERATIONS sp. z o.o.; Medi Ventures sp. z o. o. ASI sp. k. zarządzana przez Medi Ventures sp. z o.o.; dwie alternatywne spółki inwestycyjne zarządzane przez BP VC GP1 sp. z o.o., tj. BP VC GP1 sp. z o. o. VC II sp. k. ASI i BP VC GP1 sp. z o. o. VC i S.K.A. ASI; ASI Take Profit Fund sp. z o. o. sp. k., zarządzana przez Take Profit Fund sp. z o.o.; Brave Seed Fund sp. z o. o. Fundusz Kapitałowy Warmii i Mazur ASI sp. k., zarządzana przez Brave Seed Fund sp. z o.o.; Canaveral Capital Investment sp. z o. o. ASI 1 S.K.A., zarządzana przez Canaveral Capital Investment sp. z o.o.; V&P sp. z o.o., zarządzana przez V&P sp. z o.o. ASI sp. k. oraz Novia Funds sp. z o.o., zarządzana przez NOVIA PROPERTIES Novia Funds sp. z o.o. ASI S.K.A. Niektóre z powyższych spółek działają natomiast pod tak generyczną nazwą, tj. przykładowo BP VC GP, lub V&P że nie sposób było je zidentyfikować.

Warto również zwrócić uwagę na kilka podmiotów, które prowadzą nieszablonową działalność, wyróżniającą się na tle pozostałych. Mowa tutaj chociażby o Brinc sp. z o. o. ASI sp. k., która zarządzana jest przez Brinc sp. z o.o. Wskazana alternatywna spółka inwestycyjna funkcjonuje nie tylko jako standardowy fundusz *venture capital*, ale również działa jako akcelerator dla *startupów*. Przez rzeczony akcelerator, nazywany również inkubatorem⁹⁰³, należy rozumieć pewnego rodzaju

⁹⁰¹ Do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi została w tym dniu wpisana spółka Assay Management sp. z o. o. Assay ASI S.K.A., zarządzana przez Assay Management sp. z o.o., wykonująca działalność w charakterze funduszu *private equity*.

⁹⁰² Zob. m.in. K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.; A. Dąbkowski, *Finansowanie innowacji...*, s. 55. Obecnie jednak najczęściej stawia się wyraźną granicę między inwestycjami *venture capital*, a *private equity*. Zob. uwagi w rozdz. 1.2.2 niniejszej pracy.

⁹⁰³ S. L. Cohen, *What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels*, *Innovations: Technology, Governance, Globalization* 2013/8, s. 21.

ekosystem, tworzony dla optymalnego rozwoju *startupów* poprzez pomoc w znalezieniu finansowania oraz dzielenie się wartościową wiedzą i kontaktami biznesowymi⁹⁰⁴. Założyciele spółek stworzonych w ramach takiego ekosystemu zazwyczaj są związani z właścicielem akceleratora umową cywilnoprawną, zobowiązującą ich do oddania ok. 4-7% udziałów w potencjalnie utworzonej spółce⁹⁰⁵. Ciekawe są też trzy alternatywne spółki inwestycyjne, zarządzane przez Gent Investment S.A., tj. ASI Gent Investment S.A. S.K.A., ASI Gent Investment S.A. sp. k. oraz ASI II Gent Investment S.A. sp. k. Wszystkie one działają co prawda w branży *venture capital*, ale inwestują wyłącznie w projekty z sektora nieruchomości. Warto w tym miejscu zauważyć, że taka strategia lokowania aktywów nie została wyłączona spod regulacji alternatywnych spółek inwestycyjnych przez prawodawcę unijnego i polskiego ustawodawcę⁹⁰⁶.

W gronie podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, prowadzących działalność jako zewnętrznie zarządzający, znalazła się również spółka działająca pod firmą ACCOLADE VENTURES sp. z o.o., która zarządza ACCOLADE VENTURES sp. z o.o. ASI sp. k. Mimo, iż podmiot ten teoretycznie wykonuje działalność o charakterze *venture capital*, to nawet na swojej stronie internetowej podaje on, że jego siedziba mieści się na Sri Lance, przez co nie wydaje się, żeby prowadził jakiegokolwiek przedsięwzięcia w Polsce. Wygląda zatem na to, że spółka wpisana do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi służy wyłącznie jako SPV⁹⁰⁷, a zatem nie jest do końca jasne, dlaczego została ona doń wpisana. Być może jej właściciele zrobili to niejako z ostrożności prawnej. Na liście wpisanych podmiotów znalazł się również fundusz *venture capital*, który nie prowadzi już aktywnej działalności, tj. ASI Czysa3.vc sp. z o. o. sp. k., zarządzany przez Czysa3.vc sp. z o.o.⁹⁰⁸. Na szczególną uwagę zasługuje jednak alternatywna spółka inwestycyjna o nazwie ASI EdTechHub sp. z o.o. sp.k., którą zarządza EdTechHub sp. z o.o. Oprócz typowej działalności *venture capital*, zajmuje się ona bowiem

⁹⁰⁴ D. A. Isabelle, *Key Factors Affecting a Technology Entrepreneurship's Choice of Incubator or Accelerator*, Technology Innovation Management Review, Platforms, Communities, and Business Ecosystems 2013, s. 17.

⁹⁰⁵ N. Radojevich-Kelley, D. L. Hoffman, *Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Programs, Processes, and Early Results*, Small Business Institute Journal 8/2012, s. 57.

⁹⁰⁶ Por. rozważania w rozdz. 4.4.5 niniejszej pracy.

⁹⁰⁷ Zob. rozdz. 4.4.3 niniejszej pracy.

⁹⁰⁸ Por. A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, *VC in Poland...*

tw. *venture buildingiem*. Jest to stosunkowo nowe pojęcie, oznaczające tworzenie własnych *startupów* w celu wygenerowania zysku z ich późniejszego zbycia⁹⁰⁹.

Jak już wyżej wspomniano, w dniu 24 lipca 2019 r. Komisja Nadzoru Finansowego wpisała do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi kilka nowych podmiotów, wykonujących inną działalność niż inwestycje o charakterze *venture capital*. Do owego rejestru wpisana została wtedy ASI Integra Management sp. z o. o. S.K.A., zarządzana przez Integra Management sp. z o.o. oraz ASI Vis Vitalis Management sp. z o. o. S.K.A., zarządzana przez Vis Vitalis Management sp. z o.o. Pierwsza ze spółek zajmuje się zarządzaniem aktywami, doradztwem strategicznym oraz inwestycjami na rynku nieruchomości. Druga natomiast jest spółką zależną przedsiębiorstwa z sektora żywnościowego, przez które jest wykorzystywana do prowadzonej działalności. Tego samego dnia do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wpisana została również GM Ventures sp. z o. o. ASI sp. k., zarządzana przez GM Ventures sp. z o.o., prowadząca co prawda działalność w obszarze *venture capital*, ale szczególnego rodzaju. Jest to bowiem spółka utworzona przez przedsiębiorstwo wyceniane na ponad 50 miliardów dolarów – General Motors⁹¹⁰. Fundusze *venture capital* tworzone przez korporacje nazywane są w literaturze przedmiotu skrótem CVC (ang. *corporate venture capital*), dla podkreślenia, że inwestowany przez nie kapitał pochodzi od spółki matki, będącej korporacją, najczęściej znacznych rozmiarów⁹¹¹.

Od wspomnianej daty nastąpił znaczny przyrost liczby podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, które wykonują działalność inną niż mieszczącą się w ramach pojęcia inwestycji o charakterze *venture capital*. Trzy alternatywne spółki inwestycyjne zarządzane przez ARCUS Financial Partners sp. z o. o., tj. ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI AR sp. k., ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI 1 sp. k. oraz ARCUS Financial Partners sp. z o. o. ASI WM sp. k., są bowiem spółkami córkami przedsiębiorstwa z sektora usług informatycznych i zajmują się zarządzaniem aktywami, inwestycjami kapitałowymi

⁹⁰⁹ A. Diallo, *How 'venture builders' are changing the startup model*, 2015, <https://venturebeat.com/2015/01/18/how-venture-builders-are-changing-the-startup-model/> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹¹⁰ Zob. *General Motors Company Common Stock Summary Data*, <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gm> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹¹¹ B. Hollister, *Corporate venture capital: Strategies for success*, *Journal of Business Venturing* Volume 5, Issue 1, January 1990, s. 38.

oraz doradztwem strategicznym. Podmiot działający pod firmą FSG S.A. zarządza natomiast spółką FSG S.A. Investment Partners ASI S.K.A., która oferuje usługi brokerskie, doradztwo strategiczne oraz usługi z branży ubezpieczeniowej. Z kolei Bejera Fund sp. z o.o., zarządzający Bejera Fund sp. z o.o. P1 ASI sp. k., prowadzi działalność restrukturyzacyjną dla swoich klientów, pisząc na swojej stronie internetowej, że „finansuje lub poszukuje finansowania dla podmiotów gospodarczych, w szczególności posiadających przejściowe kłopoty finansowe”.

Pozostałe dwie spółki wpisane do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, które nie prowadzą funduszu *venture capital* to Capital Equate sp. z o. o. ASI i S.K.A., zarządzana przez Capital Equate sp. z o.o. oraz i TeamVest sp. z o. o. S.K.A., zarządzana przez TeamVest sp. z o.o. Oba podmioty zajmują się doradztwem strategicznym, z tym, że pierwszy z nich szczególnie w obszarze rachunkowości, a drugi – w połączeniu z doradztwem transakcyjnym dla podmiotów gospodarczych. Należy zaznaczyć, że złożenie przez owe podmioty wniosku o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi oraz samo wpisanie ich doń przez KNF jest mocno zastanawiające. Dziwi bowiem fakt, iż mimo prowadzenia działalności o charakterze wyłącznie doradczym, a nie inwestycyjnym, zostały one poddane regulacjom właściwym dla alternatywnych spółek inwestycyjnych. Jedną z hipotez dla takiego stanu rzeczy mogłoby być wykonywanie przez wspomniane spółki również innej działalności, oprócz samych usług doradczych, o czym nie zamieściły one informacji w ramach publicznie dostępnych danych. Ze względu na znacznie ograniczony dostęp do informacji o owych spółkach, niebędących spółkami publicznymi, zweryfikowanie takiej możliwości pozostaje jednak niezwykle skomplikowane.

Warto wspomnieć ponadto o pewnej krakowskiej grupie spółek, która od wielu lat prowadzi działalność o charakterze *venture capital*, a mianowicie o grupie Satus. Utworzyła ona bowiem trzy różne podmioty zarządzające wpisane do rejestru prowadzonego przez KNF, tj. SATUS GAMES sp. z o.o. , SEED CAPITAL FUND SATUS sp. z o.o. oraz SATUS STARTER sp. z o.o., które zarządzają odpowiednio trzema ASI, tj. SATUS GAMES sp. z o. o. ASI sp. k., SEED CAPITAL FUND SATUS sp. z o. o. ASI sp. k. oraz SATUS STARTER sp. z o. o. ASI S.K.A. Okolicznością, która wyróżnia ów podmiot na tle pozostałych funduszy *venture capital* działających

w Polsce jest jednak fakt, iż oprócz wspomnianych alternatywnych spółek inwestycyjnych, prowadzi on również dwa fundusze inwestycyjne zamknięte, tj. Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Deweloperski Nieruchomości Komercyjnych SATUS w LIKWIDACJI (nr RFI 493) oraz Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych Venture Capital SATUS (nr RFI 664)⁹¹². Jak widać po firmie, pierwszy z nich jest aktualnie w likwidacji, jednak drugi w dalszym ciągu funkcjonuje. Zostały one założone odpowiednio w 2009 i 2011 roku, czyli prawie dekadę temu. Można zatem zakładać, że właściciele owej grupy, nie mając jeszcze świadomości zmian regulacji dotyczących funduszy inwestycyjnych, które organy Unii Europejskiej miały wprowadzić kilka lat później, zdecydowały się na prowadzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych z uwagi na brak innych, lepszych form prawnych do wyboru. Taki wniosek uzasadniałby bowiem fakt, iż zdecydowana większość funduszy *venture capital* funkcjonujących obecnie w Polsce działa w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej.

Przyglądając się Tabeli 1, zawierającej zestawienie podmiotów wpisanych do rejestru zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, można zauważyć, że ponad 100 z nich wykonuje działalność polegającą na prowadzeniu funduszu *venture capital*. Dokładna liczba spółek o takim profilu to 111 ze 134 wpisanych do rejestru, a zatem ok. 83% ze wszystkich wpisanych. W skład pozostałych podmiotów wchodzi natomiast nieaktywne fundusze *venture capital*, fundusze *private equity*, podmioty niezidentyfikowane oraz przedsiębiorstwa prowadzące działalność o innym charakterze, niż *venture capital*. Warto również przeanalizować formę prawną wykonywania działalności przez podmioty zarządzające oraz same alternatywne spółki inwestycyjne. Należy zauważyć, że wśród tych pierwszych zdecydowanie dominuje forma spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (121 ze 134, tj. ok. 90%) nad spółką akcyjną⁹¹³. Ponadto, zarządzający funkcjonujący w formie spółki akcyjnej często zarządzają kilkoma alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi i w konsekwencji tylko 5 podmiotów działa w takiej formie prawnej, tj. Aria AIFM S.A., Tredecim Asset

⁹¹² Komisja Nadzoru Finansowego, *Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne*, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/TFI_i_FI (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹¹³ Formalnie ustawodawca dopuszcza w art. 8b ust. 2 pkt 2 w zw. z art. 8a ust. 2 pkt 2 u.f.i. również możliwość wykonywania działalności przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną w formie spółki europejskiej, jednak, jak już wyżej zaznaczano, jest to forma prawna, która w praktyce prawie nie występuje na polskim rynku.

Management S.A., Gent Investment S.A., Leonarto Alfa S.A. oraz FSG S.A. Wśród samych alternatywnych spółek inwestycyjnych, nieznacznie przeważa natomiast wybór formy spółki komandytowej, zamiast drugiej z dopuszczalnych, tj. komandytowo-akcyjnej. Alternatywnych spółek inwestycyjnych funkcjonujących w formie sp. k. jest bowiem 78, a zatem ok. 60% ze wszystkich wpisanych do rejestru.

6.2.2 Wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną

W przypadku wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, w przeciwieństwie do zarządzających w sposób zewnętrzny, nie występuje odrębność podmiotowa pomiędzy alternatywną spółką inwestycyjną, a podmiotem nią zarządzającym, gdyż zgodnie z art. 8b ust. 2 pkt 1 u.f.i., podmioty te są ze sobą tożsame. Z tego względu, w poniższej tabeli zamieszczona została tylko jedna kolumna, dotycząca firmy (nazwy) zarządzającego, będąca tym samym firmą (nazwą) samej alternatywnej spółki inwestycyjnej. Podobnie jednak jak w w Tabeli 1, dane zawarte w poniższej tabeli również zostały uporządkowane rosnąco według kolejności wpisów do rejestru zarządzających.

Warto ponadto nadmienić, iż mimo użycia w nazwie poniższej macierzy sformułowania „rejestr wewnętrznie zarządzających ASI”, w rzeczywistości jest to pewnego rodzaju uproszczenie. Formalnie nie ma bowiem w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi mowy o osobnych rejestrach przeznaczonych dla zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ale z uwagi na techniczne oddzielenie obu tych zbiorów danych w ramach zestawienia publikowanego przez KNF, taki zabieg techniczny wydaje się być racjonalny, w szczególności biorąc pod uwagę zasadność odrębnego przeanalizowania owych danych. Stosowanie wspomnianej nomenklatury nie powinno być zatem traktowane dosłownie, lecz rozpatrywane przez pryzmat regulacji zawartych w u.f.i.

Tabela 2. Podmioty wpisane do rejestru wewnętrznie zarządzających ASI

	Firma (nazwa) ASI i zarządzającego ASI	Rodzaj działalności	Data wpisu
1	Venture Inc S.A.	<i>venture capital</i>	2017.09.04
2	Kvarko ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2018.01.23
3	Polskie Inwestycje Technologiczne ASI S.A.	<i>venture capital</i>	2018.02.13
4	Energy Fund ASI sp. z o.o. w organizacji	brak informacji	2018.02.20

5	INC PRIVATE EQUITY ASI S.A.	<i>private equity</i> i inna działalność	2018.03.22
6	Medtech Innovation Center ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i> /akcelerator	2018.06.08
7	IDEA BOX ASI S.A.	<i>venture capital</i>	2018.09.19
8	Alternative Solution ASI S.A.	inna działalność	2018.09.28
9	SILBA ASI S.A.	<i>venture capital</i>	2018.10.18
10	Axcend Investment ASI sp. z o.o. w organizacji	inna działalność	2018.10.19
11	Xplorer Fund S.A. ASI	<i>venture capital</i>	2018.11.06
12	Kvarko Group ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2018.11.09
13	AzjaFunds ASI sp. z o.o. w organizacji	brak informacji	2018.11.23
14	Merit Investments ASI S.A.	inna działalność	2018.11.29
15	POMERANGELS ASI S.A.	<i>venture capital</i>	2018.12.12
16	R Ventures i sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2018.12.18
17	Next Road Ventures ASI sp. z o.o. w organizacji	<i>venture capital</i>	2019.01.17
18	Leonardo Fund ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.01.24
19	Pretium Investments ASI sp. z o.o.	<i>private equity</i> (nieruchomości)	2019.03.08
20	Carpathia Capital S.A.	<i>venture capital/private equity</i>	2019.04.18
21	Augere Health Food Fund sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.04.26
22	SPARK VC S.A.	<i>venture capital</i>	2019.05.17
23	Prometeia Innovation Fund sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.05.17
24	Simpact Fund sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.05.27
25	Platinum Seed Incubator sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.06.14
26	NCBR Investment Fund ASI S.A. w organizacji	<i>venture capital/private equity</i>	2019.06.18
27	Knowledge Hub sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.06.18
28	Apollo Capital S.A.	inna działalność	2019.07.04
29	SpeedUp Bridge Alfa sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.07.04
30	Rubicon Partners Ventures ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.07.04
31	Wind Holding sp. z o.o.	inna działalność	2019.07.04
32	Wind Holding 2 sp. z o.o.	inna działalność	2019.07.18
33	Blackcode Investments ASI sp. z o.o. w organizacji	brak informacji	2019.07.23
34	Vortune ASI sp. z o.o. w organizacji	brak informacji	2019.07.23
35	Impera Alfa ASI sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.07.25
36	CRT Capital S.A.	inna działalność	2019.08.06
37	Impera Capital S.A.	<i>venture capital/private equity</i>	2019.08.14
38	Green Valley ASI S.A. w organizacji	brak informacji	2019.08.22
39	New Icon ASI sp. z o.o. w organizacji	inna działalność	2019.08.29
40	KFF ASI sp. z o.o. w organizacji	brak informacji	2019.09.06
41	JR Holding S.A.	inna działalność	2019.09.27
42	Akcelerator Technologiczny Gliwice sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.10.17
43	AgriTech Hub sp. z o.o.	<i>venture capital</i>	2019.10.17
44	GPW Ventures ASI S.A. w organizacji	<i>venture capital</i>	2019.10.31

45	PMI Capital ASI S.A. w organizacji	inna działalność	2019.11.20
46	Arkley II Seed Fund S.A.	<i>venture capital</i>	2019.11.29
47	LQT Fund S.A.	<i>venture capital</i>	2019.12.03
48	Centurion Finance ASI S.A.	<i>venture capital/private equity</i>	2019.12.03
49	GEMSTONE ASI S.A. w organizacji	<i>venture capital</i>	2020.01.16

Źródło: opracowanie własne na podstawie: rejestru wewnątrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zaradzajacych_ASI [dostęp: 15.02.2020 r.], prowadzonego przez KNF; A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, *VC in Poland...*, oraz stron internetowych poszczególnych podmiotów.

Przyglądając się Tabeli 2 można zauważyć, że podobnie jak w przypadku rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, prowadzących działalność w formie zarządzających w sposób zewnętrzny, i w tutaj mamy do czynienia z niezaprzeczną przewagą podmiotów, które trudnią się wykonywaniem działalności na rynku *venture capital*. Przewaga ta nie ma jednak aż tak wielkich rozmiarów, jak miało to miejsce w Tabeli 1. Z 49 podmiotów wpisanych do rejestru wewnątrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, 31 stanowią bowiem fundusze *venture capital*, lub takie, które łączą w sobie zarówno działalność o charakterze *venture capital*, jak i *private equity*. Jest to zatem odsetek wynoszący nieznacznie ponad 60% ze wszystkich wspomnianych podmiotów.

Już na pierwszy rzut oka nasuwa się spostrzeżenie, że w przypadku Tabeli 2 spora ilość spółek zajmuje się działalnością inną, niż *venture capital*. Co więcej, spółki o takim charakterze pojawiły się w rejestrze wewnątrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi znacznie wcześniej, niż miało to miejsce w przypadku zarządzających w sposób zewnętrzny. Pomijając bowiem spółkę, której nie udało się zidentyfikować (Energy Fund ASI sp. z o.o.), to już 22 marca 2018 r., czyli niespełna pół roku od pierwszego wpisu do tej części rejestru, Komisja Nadzoru Finansowego wpisała doń podmiot działający pod firmą INC Private Equity ASI S.A. Jak można wywnioskować z samej nazwy przedsiębiorstwa, zajmuje się ono działalnością polegającą na dokonywaniu inwestycji *private equity*, ale nie tylko – prowadzi ono bowiem również inną aktywność gospodarczą. Zgodnie z informacjami umieszczonymi na stronie internetowej przedsiębiorstwa, świadczy ono także usługi kompleksowego przygotowania spółek do notowania na rynku regulowanym, na rynku NewConnect oraz na rynku obligacji Catalyst. Działalność ta jest zatem stosunkowo daleka od działalności polegającej na inwestycjach *venture capital*.

W przypadku rejestru wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi mamy też do czynienia z podmiotami prowadzącymi ciekawą, bardzo niesztabową działalność. Mowa tutaj w szczególności o dwóch spółkach należących do jednego holdingu - Wind Holding sp. z o.o. oraz Wind Holding 2 sp. z o.o., które w ramach grupy spółek o nazwie WindNet mają inwestować w elektronie wiatrowe, a także budować je przez kilka najbliższych lat⁹¹⁴. W analizowanej części rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi można znaleźć również trzy podmioty działające na rynku nieruchomości. Są to mianowicie JR Holding S.A., New Icon ASI sp. z o.o. w organizacji oraz Pretium Investments ASI sp. z o.o. Pierwsza z wymienionych spółek koncentruje swoją działalność inwestycyjną wokół nieruchomości nadającymi się do wykorzystania pod generowanie energii odnawialnej. Drugie i trzecie z wymienionych przedsiębiorstw zajmuje się inwestycjami w nieruchomości, z tym że ostatnia z nich prowadzi ową działalność w ramach funduszu *private equity*. Jej działalność jest zatem w pewien sposób zbliżona do inwestycji *venture capital*, jednak transakcje opiewają zazwyczaj na większą kwotę i niejednokrotnie przejmowana jest kontrola nad spółką, której udziały lub akcje są przedmiotem rzeczowej transakcji.

Nie mniej zaskakujący, niż w przypadku zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, pozostaje fakt, iż w ramach omawianej części rejestru znajdują się podmioty zajmujące się działalnością polegającą na świadczeniu usług doradztwa strategicznego. W rejestrze wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi takich spółek jest aż pięć, czyli ponad 10% ze wszystkich zarejestrowanych. Są to mianowicie: Alternative Solution ASI S.A., zajmująca się doradztwem w egzekwowaniu roszczeń z obszaru ubezpieczeń gospodarczych i majątkowych; Axcend Investment ASI sp. z o.o. w organizacji, świadcząca usługi doradztwa strategicznego w zakresie techniczno-inżynierskim oraz w sektorze IT; Merit Investments ASI S.A., doradzająca spółkom z sektora MŚP w kwestii pozyskiwania finansowania, a także prowadząca działalność inwestycyjną; Apollo Capital S.A.,

⁹¹⁴ Zgodnie z broszurą informacyjną zamieszczoną na stronie internetowej holdingu, minimalny wkład inwestorów ma wynosić 25 tys. złotych, a zatem niezwykle mało jak na tego typu przedsięwzięcie. Można zatem powiedzieć, że jest to bardzo wyrazisty przykład podmiotu spełniającego na pierwszy rzut oka wszystkie kryteria definicyjne konstytuujące alternatywną spółkę inwestycyjną, nie prowadząc przy tym działalności polegającej na prowadzeniu funduszu *venture capital*. Zob. WindNet, Inwestowanie w elektronie wiatrowe - karta informacyjna, <http://www.windnet.pl/WindNet2/dl.php?id=20> (dostęp: 15.02.2020 r.).

zajmująca się doradztwem strategicznym w ekspansji zagranicznej oraz pomocą w tworzeniu struktur kapitałowych i organizacyjnych; oraz CRT Capital S.A., prowadząca działalność w zakresie doradztwa strategicznego, bankowości inwestycyjnej i usług brokerskich. Widać zatem, że przedsiębiorstwa te, pomimo że doradzają swoim klientom, prowadzą działalność o bardzo różnym profilu i często w zupełnie odrębnych sektorach rynku. Jak już wyżej wspomniano⁹¹⁵, wydaje się wątpliwe, aby działalność o wyłącznie takim charakterze musiała być wpisywana do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Możliwe jest zatem, że spółki te zajmują się ponadto inwestowaniem zgromadzonych przez siebie środków finansowych.

Podobnie jak w przypadku rejestru zewnętrze zarządzających, w Tabeli 2 także znajdują się pozycje, których nie udało się zidentyfikować – czy to ze względu na brak informacji w ramach publicznie dostępnych informacji, czy z uwagi na zbyt pospolitą i niewyróżniającą się nazwę przedsiębiorstwa, tj. m.in. KFF ASI sp. z o.o. w organizacji, Energy Fund ASI sp. z o.o. w organizacji, czy Green Valley ASI S.A. w organizacji. Równorzędnie, wśród podmiotów wpisanych do rejestru wewnętrznie zarządzających ASI, znajdują się też podmioty, które oprócz działalności o charakterze *venture capital*, dokonują również inwestycji kwalifikujących się jako *private equity*, a także jeden podmiot, który prowadzi ponadto akcelerator dla *startupów*, tj. Medtech Innovation Center ASI sp. z o.o. W tym wypadku jest to jednak akcelerator zakierowany ściśle na spółki działające w obszarze technologii medycznej i biotechnologii. W gronie spółek dopisanych niedawno do tej części rejestru znalazła się również PMI Capital, będąca platformą inwestycyjną, agregującą informacje o potencjalnych celach inwestycyjnych, zrzeszając inwestorów instytucjonalnych. Warto również nadmienić, że nieznaczną większość spółek wpisanych do omawianej części rejestru zarządzających wybrało prowadzenie działalności w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (26 z 49 podmiotów, tj. ok. 53%), zamiast spółki akcyjnej. Tendencja ta jest zatem podobna, jak w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych zarządzanych zewnętrze, jednak nie jest aż tak silna.

⁹¹⁵ Zob. uwagi w rozdz. 4.2.1, w zakresie, w jakim odnoszą się one do świadczenia usług doradztwa strategicznego i podlegania regulacjom właściwym dla alternatywnych spółek inwestycyjnych, tj. w szczególności w odniesieniu do Capital Equate sp. z o. o. ASI i S.K.A., zarządzanej przez Capital Equate Sp. z o.o. oraz i TeamVest sp. z o. o. S.K.A., zarządzanej przez TeamVest sp. z o.o.

Analizując firmy podmiotów, które zostały wpisane do rejestru dla zarządzających w sposób wewnętrzny, można zauważyć pewne ciekawe zjawisko. Mowa tutaj mianowicie o fakcie, iż część z zawartych w nim spółek ma w swojej nazwie dodatkowe oznaczenie „w organizacji”. Kodeks spółek handlowych wymaga wprawdzie w art. 11 § 3, aby firma spółki kapitałowej w organizacji powinna zawierała takie oznaczenie, jeżeli znajduje się ona w stadium pomiędzy zawarciem umowy spółki, a wpisem jej do rejestru przedsiębiorców⁹¹⁶. Może jednak zastanawiać się, dlaczego część podmiotów wpisanych do rejestru wewnętrznie zarządzających (tj. 13 z 49 wpisanych) ma zatem taką adnotację, a pozostałe nie. Odpowiedź na to pytanie znajduje się w art. 70zc ust. 1 pkt 1 u.f.i., który zakazuje uprzedniej rejestracji w KRS wnioskodawcy ubiegającemu się o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi⁹¹⁷. Prawidłowym jest zatem złożenie wniosku do KNF o wpis do omawianej części rejestru zarządzających na etapie, w którym spółka kapitałowa jest jeszcze w organizacji.

Mogłoby się zatem wydawać, że tylko wspomniane 13 podmiotów uczyniło zadość przepisom ustawy. Wniosek ten byłby jednak błędny, gdyż ignorowałby regulację art. 70zd ust. 4 w zw. z ust. 1 pkt 1 u.f.i., zgodnie z którym „wpisowi do rejestru zarządzających ASI podlega firma (nazwa) i adres siedziby zarządzającego ASI”, a „zarządzający ASI wpisany do rejestru zarządzających ASI niezwłocznie informuje Komisję o zmianie tych danych”. Należy tym samym stanąć na stanowisku, że zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną ma obowiązek poinformować KNF o zmianie swojej firmy (nazwy) niezwłocznie po tym, jak spółka zostanie wpisana do rejestru przedsiębiorców KRS. Z natury rzeczy, w przypadku wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, konieczne jest zatem zaktualizowanie nazwy wpisanej do rejestru, gdyż każdorazowo wpis spółki do KRS jest momentem późniejszym, niż jej pierwotny wpis do rejestru wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Z tego względu, to 36 z 49 wpisanych podmiotów uczyniło zadość regulacjom u.f.i. Pozostałe 10 spółek, których firma zawiera dodatkowe oznaczenie „w organizacji” powinno niezwłocznie dopełnić wspomnianych obowiązków, jeżeli rzecz jasna zostały one już wpisane do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez KRS.

⁹¹⁶ G. Nita-Jagielski [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 17A..., red. S. Sołtysiński, s. 190.

⁹¹⁷ Analogiczna regulacja obowiązuje w odniesieniu do wnioskodawców, którzy ubiegają się o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności przez wewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną i znajduje się w art. 70s ust. 1 pkt 1 u.f.i. Zob. rozdz. 4.2.2 b, zawarty w niniejszej pracy.

6.3 Fundusze *venture capital* niedziałające w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej

Wśród funduszy *venture capital*, które funkcjonują w Polsce, znajdują się również podmioty niedziałające w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, przez co ich zarządzający nie są wpisani do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Poniżej zaprezentowane zostało zestawienie owych podmiotów, bazując w szczególności na publicznie dostępnej liście funduszy *venture capital* działających w Polsce, która jest na bieżąco aktualizowana⁹¹⁸, a także na innych bazach danych zawartych w rozmaitych raportach i publikacjach branżowych. Warto przy tym podkreślić, iż poniższa tabela obejmuje podmioty, które nie są zarejestrowane w Polsce jako zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, a zatem nie wykonują działalności o takim charakterze na podstawie polskich regulacji, w szczególności zawartych w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Z tego względu, w poniższym zestawieniu mogły znaleźć się fundusze *venture capital*, które poddane są regulacjom dyrektywy ZAFI i rozporządzenia ZAFI, lecz zostały zarejestrowane poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej, tj. w innym państwie Unii Europejskiej. W tabeli zawarta została również informacja o państwie, w którym znajduje się siedziba danego funduszu *venture capital*.

Tabela 3. Fundusze VC działające w Polsce w innej formie prawnej niż ASI

	Firma (nazwa) funduszu <i>venture capital</i>	Forma prawna prowadzonej działalności	Państwo siedziby
1	Market One Capital	AIF - odpowiednik ASI w Luksemburgu	Luksemburg
2	TDJ Pitango	AIF - odpowiednik ASI w Luksemburgu	Luksemburg
3	Innovation Nest	AIF - odpowiednik ASI w Luksemburgu	Luksemburg
4	Inovo VC	AIF - odpowiednik ASI w Danii	Dania
5	Innoventure	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ASI/AIFM	Polska
6	<i>SpeedUp</i>	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
7	RTA Ventures	fundusz inwestycyjny zamknięty	Polska
8	MCI Internet Ventures	fundusz inwestycyjny zamknięty	Polska
9	Black Pearls VC	AIF - odpowiednik ASI w Wielkiej Brytanii	Wielka Brytania
10	Xevin VC	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
11	Fidiasz EVC	fundusz inwestycyjny zamknięty	Polska

⁹¹⁸ A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, *VC in Poland...*

12	Enterprise Investors Venture Fund	AIF - odpowiednik ASI w Wielkiej Brytanii	Wielka Brytania
13	Fundusz Kapitałowy Agencji Rozwoju Pomorza	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
14	YouNick Mint	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
15	Fundusz Załączkowy KPT	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
16	Podlaski Fundusz Kapitałowy	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
17	IQ Partners	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
18	Business Angels Seed Fund	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
19	Opoka TFI	fundusz inwestycyjny zamknięty	Polska
20	RST Ventures For Earth	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
21	Finch Capital	AIF - odpowiednik ASI w Danii	Dania
22	Cogito Capital Partners	AIF - odpowiednik ASI w Luksemburgu	Luksemburg
23	Polski Instytut Badań i Rozwoju Inwestycje	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
24	Infini	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
25	WinVentures	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
26	Experior VC	spółka prawa handlowego niewpisana do rejestru ZASI/AIFM (w trakcie dezinwestycji)	Polska
27	PGE Ventures	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
28	VIGO WE Innovation (Warsaw Equity Group)	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
29	Hubraum	spółka prawa handlowego (Niemcy), niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Niemcy
30	mAccelerator.vc	subfundusz funduszu inwestycyjnego otwartego	Polska
31	ValueTech Seed	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
32	3TS	AIF - odpowiednik ASI w Luksemburgu	Luksemburg
33	Altamira VC	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
34	Cobin Angels	spółka prawa handlowego niewpisana do żadnego rejestru ZASI/AIFM	Polska
35	Dirlango	fundusz inwestycyjny zamknięty	Polska
36	EEC Ventures	w trakcie rejestracji w KNF jako ZASI	Polska
37	Nunatak Capital	brak informacji	n/d
38	OTB Ventures	AIF - odpowiednik ASI w Niemczech	Dania

Źródło: opracowanie własne na podstawie: rejestrów zarządzających ASI (AIFM) poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej, m.in. polskiego rejestru ZASI, prowadzonego przez KNF, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zarządzających_ASI [dostęp: 15.02.2020 r.], rejestru AIFM w Luksemburgu, <https://supervisedentities.apps.cssf.lu/index.html?language=en&type=AIF#AdvancedSearch> [dostęp: 15.02.2020 r.], rejestru AIFM Wielkiej Brytanii, <https://www.fca.org.uk/publication/systems-information/aifmd-small-register.pdf> [dostęp: 15.02.2020 r.], duńskiego rejestru AIFM, <https://www.afm.nl/~/-/profmedia/files/registers/register-aifmd-light.xls?la=nl-nl> oraz ogólnoeuropejskiego rejestru AIFM prowadzonego przez ESMA, https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg [dostęp: 15.02.2020 r.]; A. Gyczew, P. Hajduczenia, B. Trocha, VC in Poland..., oraz stron internetowych poszczególnych podmiotów.

Nie sposób nie zauważyć, że zestawienie funduszy *venture capital*, działających w Polsce w innej formie prawnej niż alternatywne spółki inwestycyjne poddane polskim regulacjom w tym zakresie, jest znacznie krótsze, niż lista podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, wykonujących działalność o charakterze *venture capital*. W Tabeli 3 znalazło się bowiem tylko 38 podmiotów. Należy przy tym nadmienić, iż niektóre z nich nie są wprawdzie wpisane do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ale zostały zarejestrowane w innych państwach Unii Europejskiej jako podmioty o charakterze AIFM⁹¹⁹, tj. 10 z 38 podmiotów (ponad 26%). Zdecydowanie dominuje przy tym wybór rejestru AIFM prowadzonego przez Luksemburg. Zostało tam bowiem zarejestrowanych 5 działających w Polsce funduszy *venture capital*, tj. Market One Capital, TDJ Pitango, Innovation Nest, Cogito Capital Partners i 3TS. Warto przy tym podkreślić, że Market One Capital, TDJ Pitango i Innovation Nest są obecnie uważane przez praktyków rynkowych za najlepsze fundusze *venture capital* funkcjonujące w Polsce⁹²⁰. Relatywnie popularny jest też rejestr w Danii i Wielkiej Brytanii. W pierwszym z tych państw zarejestrowane są bowiem trzy fundusze *venture capital*, tj. Inovo VC, Finch Capital oraz OTB Ventures, a w drugim dwa, tj. Enterprise Investors Venture Fund i Black Pearls VC.

Należy zwrócić uwagę na fundusze *venture capital*, które funkcjonują w oparciu o przepisy polskiego prawa, jednak w innej formie prawnej, niż alternatywna spółka inwestycyjna. W Tabeli 3 znalazło się 6 takich podmiotów, z czego 5 prowadzi działalność w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego, a jeden jako subfundusz funduszu inwestycyjnego otwartego. Wśród pierwszej grupy znalazły się MCI Internet Ventures, RTA Ventures, Opoka TFI, Fidiasz EVC oraz Dirlango. Zostały one zarejestrowane odpowiednio w 2011, 2014, 2010, 2017 i 2017 roku. Można zatem zakładać, że przynajmniej pierwsze trzy z nich zdecydowały się na taką formę prawną, nie mając jeszcze świadomości o możliwościach, które przyniosła wprowadzona kilka lat później dyrektywa ZAFI wraz z rozporządzeniem ZAFI. Pozostałe dwa podmioty

⁹¹⁹ ang. *Alternative Investment Fund Manager* – jest to pojęcie, które zostało zawarte w pierwotnej wersji dyrektywy ZAFI i rozporządzenia ZAFI, a na język polski zostało przetłumaczone właśnie jako zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną. Zob. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹²⁰ J. Krysztofiak-Szopa, M. Wisłowska, Michał K., *The Golden Book...*, s. 53-72.

mogły natomiast nie mieć takiej wiedzy, lub, co wydaje się bardziej prawdopodobne, świadomie wybrać formę funduszu inwestycyjnego zamkniętego z uwagi na inne powody, m.in. skalę i złożoność prowadzonej działalności. Pewnym wyjątkiem jest natomiast fundusz *venture capital*, który funkcjonuje jako subfundusz funduszu inwestycyjnego otwartego, tj. mAccelerator.vc. Jest to spółka zależna należąca do grupy mBank, w ramach której funkcjonuje mBank Fundusz Inwestycyjny Otwarty (nr RFI 1157), zarządzany przez TFI Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.⁹²¹ Fundusz ten ma cztery wydzielone subfundusze, w tym mBank Subfundusz Multiasset, nastawiony m.in. na bezpośrednie inwestycje kapitałowe.

Kolejną wyróżnioną się grupą podmiotów są fundusze *venture capital*, które są aktualnie w trakcie procesu rejestracyjnego jako zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną przed Komisją Nadzoru Finansowego. Wskazano 7 takich podmiotów, a mianowicie: Xevin VC, YouNick Mint, RST Ventures For Earth, ValueTech Seed, EEC Ventures, SpeedUp oraz PGE Ventures, przy czym ostatnie dwa prowadzą wspólną działalność pod nazwą SpeedUp Energy Innovation powered by PGE Ventures. Wszystkie te fundusze zostały założone we współpracy ze spółką Polski Fundusz Rozwoju Ventures (PFR Ventures), która dysponuje środkami publicznymi i inwestuje w charakterze funduszu funduszy *venture capital* jako bierny inwestor (*limited partner* - zwykle komandytariusz). Informacje o rzeczonyj współpracy zostały publicznie ogłoszone i były przedmiotem wielu artykułów prasowych⁹²². Można zatem przyjąć, że większość z nich niebawem zostanie wpisana do rejestru zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Oprócz jednego podmiotu, którego formy prawnej i miejsca siedziby nie udało się jednoznacznie zidentyfikować⁹²³, pozostałe 13 funduszy *venture capital* zawartych w Tabeli 3 prowadzi działalność w formie spółek prawa handlowego, uregulowanych w Kodeksie spółek handlowych, bez wpisu do polskiego rejestru zarządzających

⁹²¹ Komisja Nadzoru Finansowego, Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/TFI_i_FI (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹²² Zob. m.in. "Prezes PFR: fundusze VC zainwestowały w tym roku ponad 1 mld zł w startupy", Puls Biznesu 2019, <https://www.pb.pl/prezes-pfr-fundusze-vc-zainwestowały-w-tym-roku-ponad-1-mld-zł-w-startupy-972950> (dostęp: 15.02.2020 r.); "Są pierwsze inwestycje funduszy VC uruchomionych przez PFR Ventures. Zainwestowały 42 mln zł", Business Insider Polska 2019, <https://businessinsider.com.pl/firmy/strategie/inwestycje-funduszy-uruchomionych-przez-pfr-ventures/e2hg4> (dostęp: 15.02.2020 r.); "Fundusze VC PFR Ventures podpisały umowy z 22 startupami na ponad 100 mln zł", money.pl 2019, <https://www.money.pl/gielda/fundusze-vc-pfr-ventures-podpisały-umowy-z-22-startupami-na-ponad-100-mln-zł-6420915747760257a.html> (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹²³ Zgodnie z informacjami przedstawionymi na stronie internetowej funduszu, posiada on siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Zob. <http://nunatakcapital.com> (dostęp: 15.02.2020 r.). W Krajowym Rejestrze Sądowym nie ma i nie było jednak żadnego podmiotu o wskazanej nazwie.

alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi ani jego zagranicznych odpowiedników. Jest to zatem ponad jedna trzecia (34%) ze wszystkich spółek zawartych w powyższym zestawieniu. Statystyka ta może budzić niepokój, gdyż trudno znaleźć usprawiedliwienie dla takiego stanu rzeczy. Od wejścia w życie dnia 4 czerwca 2016 r. nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi minęły już bowiem ponad 3 lata. Uczestnicy obrotu gospodarczego mieli zatem bardzo wiele czasu, żeby zapoznać się z przedmiotowymi regulacjami i dokonać autoidentyfikacji w zakresie podlegania im.

Prawie połowa ze wspomnianych podmiotów funkcjonuje przy wykorzystaniu struktury prawnej typowej dla podmiotów zarejestrowanych jako zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Są to mianowicie: Business Angels Seed Fund, WinVentures i Cobin Angels – wykorzystujące spółkę komandytowo-akcyjną oraz spółkę z o.o. w roli komplementariusza, a także Innoventure i Altamira VC, które zamiast spółki komandytowo-akcyjnej używają spółki komandytowej. Jeden fundusz *venture capital*, tj. Experior, posiada natomiast obie te struktury – zarówno S.K.A. w połączeniu ze spółką z o.o., jak i sp. k. w połączeniu ze spółką z o.o. Pozostałe ze wspomnianych podmiotów, a zatem ponad połowa z nich, prowadzi natomiast działalność wyłącznie w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjnej (7 spółek) – tj. w formie spółki z o.o.: Fundusz Zalażkowy KPT, Podlaski Fundusz Kapitałowy, Polski Instytut Badań i Rozwoju Inwestycje, VIGO WE Innovation (Warsaw Equity Group) oraz Infini, a w formie spółki akcyjnej: Fundusz Kapitałowy Agencji Rozwoju Pomorza, a w formie spółki z o.o. oraz spółki akcyjnej: IQ Partners. Jest to dodatkowa przesłanka, która mogłaby wskazywać na nieświadomość owych podmiotów w zakresie obowiązujących ich regulacji.

Można jedynie optymistycznie zakładać, że podmioty te są zarejestrowane w którymś z państw europejskich, lub leżących poza UE, do którego rejestrów dostęp jest ograniczony i w konsekwencji wspomniane fundusze prowadzą działalność nie tylko w Polsce, podlegając przy tym odpowiednim, zagranicznym regulacjom publicznoprawnym. Warto przy tym nadmienić, iż jeden z wymienionych funduszy *venture capital*, tj. spółka działająca pod nazwą Experior, zakończył już okres inwestycyjny i aktualnie prowadzi tzw. dezinwestycje⁹²⁴, tj. zbywanie posiadanych udziałów w swoich spółkach portfelowych. Z tego względu, nie lokuje już aktywów

⁹²⁴ J. Barrot. *Investor Horizon...*, s. 3039.

i nie ma obowiązku czynić zadość regulacjom właściwym dla alternatywnych spółek inwestycyjnych. Biorąc jednak pod uwagę, jak liczna jest powyższa grupa podmiotów, można w istocie powziąć uzasadnione wątpliwości, co do trafności hipotezy o braku naruszenia przez nie przedmiotowych przepisów.

6.4 Podsumowanie

Podsumowując wyniki analizy empirycznej przedstawionej w niniejszym rozdziale, należy stwierdzić, że teza postawiona we wstępie niniejszej pracy, zgodnie z którą większość aktualnie zarejestrowanych w Polsce zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi to albo podmioty zarządzające funduszem *venture capital* (zewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną), albo podmioty, które same prowadzą działalność o charakterze *venture capital* (wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną), okazała się w istocie prawidłowa. Ze 183 podmiotów wpisanych łącznie do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi jako zewnętrznie zarządzający oraz zarządzający w sposób wewnętrzny, aż 142 spółki prowadzą bowiem działalność, którą można zakwalifikować jako prowadzenie funduszu *venture capital*, tj. aż 78% ze wszystkich wpisanych. Jest to mianowicie 111 ze 134 podmiotów w ramach zarządzających zewnętrznie (ok. 83%) oraz 31 z 49 podmiotów zarejestrowanych jako wewnętrznie zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi (ok. 63%). Warto przy tym zauważyć, że w okresie od dokonania pierwszego wpisu do rejestru zewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, tj. od 19 stycznia 2017 r., przez prawie dwa i pół roku, bo aż do 7 czerwca 2019 r.⁹²⁵, nie został doń wpisany żaden podmiot niezajmujący się działalnością w branży *venture capital*. Przyjmując ponadto, za niektórymi przedstawicielami doktryny, że inwestycje VC są podzbiorem inwestycji *private equity*⁹²⁶, okres ten byłby jeszcze dłuższy, bo ponad dwu-i-pół-letni, sięgając aż do 24 lipca 2019 r.

Wśród przedsiębiorstw wpisanych do wspomnianego rejestru, których nie zakwalifikowano jako prowadzących działalność o charakterze *venture capital*, znalazły się nieaktywne fundusze VC, fundusze *private equity*, podmioty

⁹²⁵ Do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi została w tym dniu wpisana spółka Assay Management sp. z o. o. Assay ASI S.K.A., zarządzana przez Assay Management sp. z o.o., wykonująca działalność w charakterze funduszu *private equity*.

⁹²⁶ Zob. m.in. K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital...*, s. 14.; A. Dąbkowski, *Finansowanie innowacji...*, s. 55. Obecnie jednak najczęściej stawia się wyraźną granicę między inwestycjami *venture capital*, a *private equity*. Zob. uwagi w rozdz. 1.2.2 niniejszej pracy.

niezidentyfikowane oraz spółki prowadzące działalność o innym charakterze, niż VC. W ramach kategorii *venture capital* zostały natomiast ujęte fundusze, które dokonują zarówno inwestycji *venture capital*, jak i *private equity*; przedsiębiorstwa, które oprócz działalności VC zajmują się również prowadzeniem akceleratora *startupów* (tj. pewnego rodzaju ekosystemu, nazywanego też inkubatorem⁹²⁷, tworzonego dla optymalnego rozwoju *startupów* poprzez pomoc w znalezieniu finansowania oraz dzielenie się wartościową wiedzą i kontaktami biznesowymi⁹²⁸); lub tzw. *venture buildingiem* (tj. tworzeniem przez przedsiębiorstwo własnych *startupów* w celu wygenerowania zysku z ich późniejszego zbycia⁹²⁹); oraz fundusze *venture capital* tworzone przez korporacje - nazywane w literaturze przedmiotu skrótowo CVC, (od ang. *corporate venture capital*) dla podkreślenia, że inwestowany przez nie kapitał pochodzi od spółki matki będącej korporacją, najczęściej znacznych rozmiarów⁹³⁰.

Zastanawiająca jest ponadto zasadność wpisania do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi kilku podmiotów, których działalność polega na świadczeniu usług w zakresie doradztwa strategicznego. Wydaje się bowiem, że nie powinny one spełniać przesłanek uznania ich za zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jednak z jakiegoś powodu Komisja Nadzoru Finansowego dokonała ich rejestracji. Jedną z hipotez uzasadniających taki stan rzeczy mogłoby być wykonywanie przez wspomniane spółki również innej działalności poza samymi usługami doradczymi, o czym nie zamieściły one informacji w ramach publicznie dostępnych danych. Ciekawy jest natomiast jeden z podmiotów wpisanych do rejestru, który prowadzi szczególnie niesztampową działalność – holding WindNet, w skład którego wchodzi dwie spółki, mające w ciągu najbliższych lat inwestować w elektrownie wiatrowe oraz w nieruchomości pod ich budowę. Jest to bowiem jaskrawy przykład podmiotu już na pierwszy rzut oka spełniającego wszystkie kryteria definicyjne konstytuujące alternatywną spółkę inwestycyjną, nie wykonującego przy tym działalności o charakterze *venture capital*.

Druga część wspomnianej tezy przedstawionej we wstępie niniejszej pracy, stanowiąca, że większość aktualnie funkcjonujących w Polsce funduszy *venture capital* prowadzi działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej, również

⁹²⁷ S. L. Cohen, *What Do Accelerators Do? Insights...*, s. 21.

⁹²⁸ D. A. Isabelle, *Key Factors...*, s. 17.

⁹²⁹ A. Diallo, *How 'venture builders'...*

⁹³⁰ B. Hollister, *Corporate venture capital...*, s. 38.

okazała się być prawidłowa. Tylko 38 ze 221 (tj. 17%) aktywnych w Polsce funduszy VC (w ramach wpisanych i niewpisanych do rejestru zarządzających) nie prowadzi działalności w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej funkcjonującej w oparciu o polskie regulacje prawne. Warto również nadmienić, że w ich gronie znalazły się też podmioty wpisane do zagranicznych odpowiedników rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, prowadzonych przez organy nadzoru innych państw członkowskich Unii Europejskiej. Pięć funduszy zostało bowiem wpisanych do rejestru w Luksemburgu, trzy w Danii, a dwa – w Wielkiej Brytanii. Wśród funduszy *venture capital* funkcjonujących w oparciu o przepisy polskiego prawa w innych formach prawnych niż alternatywna spółka inwestycyjna znalazło się pięć funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz jeden subfundusz funduszu inwestycyjnego otwartego⁹³¹. Zostały one zarejestrowane odpowiednio w 2011, 2014, 2010, 2017, 2017 i 2015 roku. Można zatem zakładać, że przynajmniej niektóre z nich zdecydowały się na taką formę prawną, nie mając jeszcze świadomości o możliwościach, które miała przynieść wprowadzona kilka lat później dyrektywa ZAFI oraz rozporządzenie ZAFI. Podobny wniosek tyczy się krakowskiej grupy spółek *venture capital* funkcjonujących pod nazwą Satus, które oprócz kilku podmiotów zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, mają też zarejestrowane dwa fundusze inwestycyjne zamknięte. Zostały one jednak założone odpowiednio w 2009 i 2011 roku, czyli prawie dekadę temu, przez co można zakładać, że właściciele owej grupy nie mieli jeszcze wiedzy o przyszłej zmianie regulacji w obszarze optymalnych struktur dla tytułowych inwestycji.

Niepokojące pozostaje jednak, że 13 funduszy *venture capital* działających na polskim rynku, prowadzi działalność w formie spółek prawa handlowego uregulowanych w Koseksie spółek handlowych, bez wpisu do polskiego rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, ani jego zagranicznych odpowiedników. Statystyka ta może budzić niepokój, gdyż od wejścia w życie nowelizacji ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi minęły już bowiem ponad 3 lata. Uczestnicy obrotu

⁹³¹ Podmiot ten prowadzi działalność pn. mAccelerator.vc i jest spółką zależną, należącą do grupy mBank, w ramach której funkcjonuje mBank Fundusz Inwestycyjny Otwarty (nr RFI 1157), zarządzany przez TFI Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. Zob. Komisja Nadzoru Finansowego, Towarzystwo funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/TFI_i_FI (dostęp: 15.02.2020 r.). Fundusz ten ma cztery wydzielone subfundusze, w tym mBank Subfundusz Multiasset, nastawiony m.in. na bezpośrednie inwestycje kapitałowe.

gospodarczego mieli zatem wystarczającą ilość czasu, aby zapoznać się z przedmiotowymi regulacjami i złożyć wniosek o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi lub wydanie zezwolenia na prowadzenie takiej działalności. Można jedynie optymistycznie zakładać, że podmioty te są zarejestrowane w którymś z państw europejskich, lub leżących poza UE, do którego rejestrów dostęp jest ograniczony i w konsekwencji wspomniane fundusze podlegają odpowiednim, zagranicznym regulacjom publicznoprawnym. Biorąc jednak pod uwagę, jak liczna jest powyższa grupa podmiotów, można w istocie powziąć uzasadnione wątpliwości, czy aby na pewno któryś z nich nie narusza regulacji właściwych dla zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Z tego względu niniejsza analiza może zwiększyć społeczną świadomość w zakresie istnienia oraz stosowania przedmiotowych regulacji wśród podmiotów prowadzących omawianą działalność i w konsekwencji przyczynić się do zmniejszenia ryzyka systemowego poprzez objęcie ich nadzorem KNF.

ZAKOŃCZENIE

Reasumując badania poczynione w niniejszej pracy należy stwierdzić, że alternatywna spółka inwestycyjna jest aktualnie optymalną formą prawną prowadzenia działalności przez instytucje wspólnego inwestowania w Polsce, które funkcjonują jako fundusze *venture capital*. W szczególności wybór tej formy prawnej jest z perspektywy zarządzających i inwestorów korzystniejszy niż prowadzenie działalności jako fundusz inwestycyjny zamknięty, w tym również posiadający status funduszu inwestycyjnego zamkniętego aktywów niepublicznych. Do takich wniosków prowadzą zarówno zbadane regulacje prawne dotyczące przedmiotowej problematyki, jak i analiza aktualnej praktyki rynkowej w tym zakresie. Dla uwydatnienia trafności tej tezy przeprowadzone zostało porównanie alternatywnej spółki inwestycyjnej z jej potencjalnie największym konkurentem, którym jest fundusz inwestycyjny zamknięty. Owo zestawienie pozwoliło na wyraźne wyeksponowanie poszczególnych aspektów działalności, wskazując, które z wymogów stanowią mniejszą dolegliwość dla zarządzających i inwestorów.

Pozostałe dwie tezy postawione we wstępie niniejszej pracy również można uznać za trafne. Większość aktualnie zarejestrowanych w Polsce zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi to rzeczywiście albo podmioty zarządzające funduszem *venture capital* (zewnątrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną), albo podmioty, które same prowadzą działalność o charakterze *venture capital* (wewnętrznie zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną). Ponadto, relacja ta działa również w odwrotnym kierunku, tj. większość aktualnie funkcjonujących w Polsce funduszy *venture capital* prowadzi działalność w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej. Dla uwydatnienia tej tezy niezwykle pomocne okazało się studium empiryczne zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wpisanych do rejestru prowadzonego przez KNF oraz funduszy *venture capital* prowadzących działalność w Polsce w innych formach prawnych. Podobnie trafna okazała się ostatnia z tez, zgodnie z którą zakres definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej przyjęty przez polskiego ustawodawcę w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, jest wystarczająco szeroki, aby objąć wszystkie rodzaje działalności założone przez prawodawcę, a przy tym jednocześnie wystarczająco wąski, aby nie powodować nieuzasadnionego objęcia tymi regulacjami

wszystkich drobnych inwestorów. Do takiego wniosku prowadzi bowiem analiza przesłanek kwalifikacji podmiotu jako alternatywna spółka inwestycyjna.

W kontekście implementacji dyrektywy ZAFI do polskiego porządku prawnego należy nadmienić, iż zasługuje ona w istocie na aprobatę, a jej wpływ na ogólne funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce jawi się pozytywnie. Konsekwentnie bowiem do stwierdzenia, że wprowadzenie możliwości wykonywania tytułowej działalności w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej ułatwiło funkcjonowanie wielu podmiotów gospodarczych, w tym w szczególności funduszy *venture capital*, należy dodać, że wpływ jaki przedmiotowa nowelizacja wywarła na ogół regulacji rynku kapitałowego w Polsce jest niewątpliwie korzystny. Jednym z podstawowych skutków tej zmiany jest zwiększenie zaufania społecznego do instytucji wspólnego inwestowania na skutek objęcia ich nadzorem sprawowanym przez KNF. Warto bowiem wspomnieć, że przed implementacją do polskiego porządku prawnego dyrektywy ZAFI, fundusze *venture capital* prowadziły przedmiotową działalność albo w formie funduszy inwestycyjnych zamkniętych, albo w formie nieregulamentowanych spółek prawa handlowego.

Zestawienie definicji pojęcia *venture capital* prezentowanych w doktrynie pozwala dostrzec pewne elementy wspólne, właściwe dla większości z nich. Są to mianowicie: podwyższone ryzyko inwestycji⁹³², szansa na ponadprzeciętny zysk, udziałowy lub dłużny charakter finansowania oraz zapewnienie tzw. *smart money* spółkom portfelowym, które zazwyczaj są spółkami niepublicznymi, technologicznymi, o wysokim poziomie innowacyjności⁹³³. Podczas gdy przedmiotowe inwestycje w Polsce najczęściej dokonywane są w drodze nabycia przez fundusz *venture capital* udziałów lub akcji uprzywilejowanych spółki portfelowej, to na rynku amerykańskim dominuje wykorzystanie do tego celu pożyczek konwertowalnych na udziały (ang. *convertible debt* lub *convertible notes*)⁹³⁴, w których często zastrzegana jest klauzula zabezpieczająca interesy inwestora, funkcjonująca pod nazwą *liquidation preference*, w wariantach *participating*, bądź *non-participating liquidation preference*⁹³⁵. Spółki, w które inwestują fundusze *venture capital* określa się zwykle mianem *startupów* i można je podzielić według rozmaitych kryteriów, m.in. ze względu na fazę ich rozwoju, tj. załączkową

⁹³² K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity...*, s. 13.

⁹³³ P. Tamowicz, *Fundusze...*, s. 8.

⁹³⁴ K. M. Schmidt, *Convertible Securities...*, s. 43.

⁹³⁵ A. Huerga, C. Rodríguez-Monroy, *Mandatory Convertible...*, 897.

(ang. *seed financing*), etap startu (ang. *start-up*), fazę ekspansji (ang. *growth, expansion*) oraz wyróżnianą czasami fazę przedzałążkową (ang. *pre-seed*)⁹³⁶.

Przeprowadzone badania prawno porównawcze regulacji funkcjonowania funduszy *venture capital* działających w Luksemburgu, Niemczech, Francji, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych, potwierdzają poczynione założenie o braku istotnych różnic pomiędzy przedmiotowymi przepisami wdrożonymi przez poszczególne państwa członkowskie Unii Europejskiej z uwagi na ograniczoną swobodę pozostawioną ustawodawcom krajowym przez prawodawcę unijnego⁹³⁷. Luksemburg został przy tym uznany za najbardziej atrakcyjne państwo w Europie do dokonania rejestracji funduszu inwestycyjnego, nie tylko z uwagi na tamtejsze regulacje podatkowe, ale również ze względu na szeroką gamę tamtejszych struktur prawnych, ich powszechną znajomość oraz najwyższy standard funkcjonujących tam instytucji finansowych. Najczęściej wykorzystywanymi luksemburskimi strukturami prawnymi są *société en commandite spéciale* oraz specjalnie przeznaczona dla inwestycji *venture capital* – *société d'investissement à capital risque* (SICAR)⁹³⁸. Niektóre regulacje wprowadzone przez Niemcy i Francję można natomiast określić jako tzw. *gold plating*⁹³⁹, tj. przepisy o charakterze surowszym, niż wymagała tego wdrażana dyrektywa ZAFI. Wśród nich znajdują się m.in. normy prawne zawarte w § 80–90 niemieckiego Kapitalanlagegesetzbuch, nakładające na depozytariusza alternatywnego funduszu inwestycyjnego dodatkowe obowiązki, a także rygorystyczne przesłanki, które muszą spełnić zarządzający spoza UE, chcący wprowadzić fundusz do obrotu na terytorium Niemiec. Wskazuje się również na dodatkowy wymóg wobec zarządzających spoza UE, obowiązujący we Francji, co do zbadania przez francuskiego audytora każdego alternatywnego funduszu inwestycyjnego, który zamierza prowadzić działalność na tamtejszym rynku oraz surowe wymogi w zakresie transparentności, dotyczące wprowadzania takich podmiotów do obrotu.

Badania komparatystyczne, dotyczące funkcjonowania rynku *venture capital* w poszczególnych państwach wykazują ponadto, że na terenie Stanów Zjednoczonych działa obecnie ponad 40% ze wszystkich światowych funduszy *venture capital*, a tym

⁹³⁶ E. Rasmussen, R. Sørheim, *How...*, s. 9.

⁹³⁷ Wielka Brytania opuściła już co prawda struktury UE w dn. 31 stycznia 2020 r. na mocy umowy o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej (Dz. U. UE. C. z 2019 r. str. 144). Zgodnie jednak z art. 126 przywołanej umowy, do 31 grudnia 2020 r. potrwa tzw. okres przejściowy, podczas którego stosunki gospodarcze pomiędzy Wielką Brytanią a UE w praktyce nie ulegną zmianie.

⁹³⁸ F. Mausen, P. Myners, P. Mischo, J. Six, [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review...*, s. 157.

⁹³⁹ H. Snijders, S. Vogenauer (red.), *Content...*, s. 90.

samym prawie dwa razy więcej, niż łącznie we wszystkich państwach europejskich⁹⁴⁰. Tamejsze fundusze prowadzą najczęściej działalność w formie *limited partnership*, zarejestrowanej w stanie Delaware, przy czym dla potrzeb wypłat opłaty za zarządzanie i wynagrodzeń dla pracowników funduszu, często zakładana jest dodatkowo *limited liability company*⁹⁴¹. W Niemczech natomiast, fundusze *venture capital* prowadzą zwykle działalność przy wykorzystaniu struktury podobnej do polskiej⁹⁴², tj. w formie niemieckiego odpowiednika polskiej spółki komandytowej (*Kommanditgesellschaft*), w której rolę wspólnika o nieograniczonej odpowiedzialności pełni odpowiednik polskiej spółki z o.o. - GmbH (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung*)⁹⁴³. We Francji funkcjonują zarówno struktury analogiczne do polskich alternatywnych spółek inwestycyjnych rejestrowanych, jak i licencjonowanych, nazywane odpowiednio alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi *de facto* i *de iure*⁹⁴⁴, a najczęstszą formą ich funkcjonowania jest *société anonyme* lub *société par actions simplifiée*⁹⁴⁵. Do tego rodzaju działalności w Wielkiej Brytanii zazwyczaj stosuje się natomiast *English limited partnership*, lub uprzywilejowany podatkowo *venture capital trust*. Odpowiadając na pytanie, czy z perspektywy polskiego funduszu *venture capital* warto rozważyć prowadzenie działalności transgranicznej w oparciu o zarejestrowanie jej poza granicami Polski, należy stwierdzić, że w praktyce częstokroć główną przesłanką przemawiającą za zasadnością takiej operacji są regulacje podatkowe danego państwa, które z natury rzeczy charakteryzują się relatywnie dużą zmiennością. W kontekście Wielkiej Brytanii należy również wziąć pod uwagę ewentualne konsekwencje *Brexitu*, tj. dokonanego już wystąpienia przez nią ze struktur Unii Europejskiej. Z tego względu, zaleca się ostrożnościowe podejście do niniejszego zagadnienia i kierowanie się w szczególności miejscem planowanego prowadzenia faktycznej działalności inwestycyjnej.

Wymogi nałożone przez ustawodawcę na alternatywne spółki inwestycyjne oraz podmioty nimi zarządzające należy ocenić jako niebędące nader uciążliwe i skomplikowane, w szczególności w stosunku do tych z nich, które prowadzą działalność na podstawie wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, nieobjętych z tego względu wieloma obowiązkami i ograniczeniami

⁹⁴⁰ W USA działalność prowadzi aktualnie 6741 funduszy *venture capital*, a w całej Europie - łącznie 3518. Zob. Global Alternatives Report, *Global PE&VC...*, s. 34.

⁹⁴¹ H. Cruz, A. Rips [w:] *The International...*, s. 276.

⁹⁴² R. Eyben, *A quick guide to VC investment in Germany...*, s. 1.

⁹⁴³ A. Szumański [w:] A. Szumański, W. Pyziół, I. Weiss, *Prawo spółek...*, s. 101.

⁹⁴⁴ D. Luqué, M. Jarrige de la Sizeranne [w:] *The International...*, s. 103.

⁹⁴⁵ B. Guilhon, s. Montchaud, *Le capital à risqué...*, s. 64.

ustawowymi na mocy wyłączenia z art. 70zb ust. 4 u.f.i. tj. m.in. obowiązkiem zewnętrznego zarządzania, posiadania depozytariusza, przyjęcia szczegółowych regulacji wewnętrznych, obowiązkami sprawozdawczymi, wymogami dotyczącymi kwalifikacji i doświadczenia członków zarządu alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz ograniczeniami dotyczącymi lokowania aktywów⁹⁴⁶. Należy jednak zaznaczyć, że zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi prowadzący działalność na podstawie zezwolenia wydawanego przez KNF muszą częstokroć spełniać wymogi analogiczne do tych, które obowiązują fundusze inwestycyjne zamknięte. Dotychczas żaden podmiot nie otrzymał wszakże takiego zezwolenia. Można stwierdzić, że najkorzystniejszą z dostępnych form prawnych dla prowadzenia działalności funduszu *venture capital* jest w obowiązującym stanie prawnym struktura zewnętrznie zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wpisanego do rejestru, funkcjonującego jako spółka komandytowa lub komandytowo-akcyjna, w której komplementariuszem jest spółka kapitałowa. Struktura ta pozwala z jednej strony na optymalizację podatkową z uwagi na tzw. transparentność podatkową spółki osobowej⁹⁴⁷ i zwolnienie spółki komandytowo-akcyjnej z podatku dochodowego od osób prawnych⁹⁴⁸, a z drugiej – na zredukowanie ryzyka wspólników poprzez zastosowanie spółki kapitałowej, np. spółki z ograniczoną odpowiedzialnością.

Porównanie prowadzenia działalności w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej i funduszu inwestycyjnego zamkniętego uwydatnia wiele istotnych różnic pomiędzy wymogami nałożonymi na oba rodzaje podmiotów, które widoczne są niemal na każdym etapie prowadzenia działalności, już od samego jej rozpoczęcia. Reglamentacja prowadzenia działalności w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego co do zasady opiera się bowiem na mechanizmie tzw. podwójnego zezwolenia, gdyż licencjonowane jest zarówno funkcjonowanie samego funduszu, jak i zarządzającego nim towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁹⁴⁹. Brak jest przy tym analogicznych regulacji w odniesieniu do alternatywnych spółek inwestycyjnych, w przypadku których reglamentowana jest wyłącznie działalność zarządzających.

⁹⁴⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 15. W Wielkiej Brytanii natomiast aż 51% ze wszystkich funkcjonujących tam aktualnie funduszy *venture capital* poddanych jest reglamentacji zezwoleniowej z uwagi na przekroczenie przez nich progu kapitałowego 100 mln euro łącznej wartości aktywów w zarządzaniu. Zob. J. D. Rowley, *There Are More VC Funds Than Ever...*

⁹⁴⁷ A. Sobiech, *Opodatkowanie...*, s. 24.

⁹⁴⁸ Zob. art. 7 ust 1 pkt 58a u.p.d.o.p., dodany przez art. 8 pkt 7 lit. a tiret drugie ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w celu wprowadzenia uproszczeń dla przedsiębiorców w prawie podatkowym i gospodarczym (Dz. U. poz. 2244).

⁹⁴⁹ R. Mroczkowski [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 124

Ponadto, przepisy ustawy nakazują funduszom inwestycyjnym zamkniętym dołączenie do wniosku o wydanie zezwolenia na utworzenie funduszu obszernego zbioru załączników, z których wiele nie jest wymaganych przy rejestracji alternatywnej spółki inwestycyjnej, nawet działającej na podstawie zezwolenia. Są to m.in. prospekt informacyjny funduszu, oświadczenie firmy audytorskiej dotyczące metod i zasad wyceny aktywów funduszu oraz oświadczenie biegłego rewidenta dotyczące systemu zarządzania ryzykiem. Podobnie rozbudowany jest katalog elementów stanowiących minimalną treść statutu funduszy inwestycyjnych zamkniętych, który nie obowiązuje alternatywnych spółek inwestycyjnych. Komisja Nadzoru Finansowego podkreśla przy tym, iż dokonywanie zmian w dokumentach wewnętrznych alternatywnych spółek inwestycyjnych po dokonaniu wpisu do rejestru „nie wymaga informowania, czy uzyskania akceptacji Komisji, co do treści wprowadzonych zmian”⁹⁵⁰.

Fundusze inwestycyjne zamknięte, w przeciwieństwie do alternatywnych spółek inwestycyjnych, są ponadto objęte bezwzględnym obowiązkiem zewnętrznego zarządzania i posiadania depozytariusza. Muszą być one bowiem zarządzane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, będące organem funduszu⁹⁵¹. Taki wymóg nie obowiązuje rzecz jasna wewnętrznie zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, którzy zarządzają niejako samym sobą. Fundusze inwestycyjne zamknięte muszą ponadto posiadać depozytariusza, co nie jest wymagane w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych działających na podstawie wpisu do rejestru. Należy również wskazać na wymóg art. 15 ust. 2 w zw. z ust. 1 pkt 4 u.f.i., który, co do zasady, nakazuje aby łączna wysokość wpłat do funduszu inwestycyjnego zamkniętego nie była niższa niż 4 miliony złotych, oraz na próg minimalnego zaangażowania w fundusz osób fizycznych, które zgodnie z art. 117 ust. 3 w zw. z art. 15 ust. 1a u.f.i. mogą nabyć certyfikaty inwestycyjne, jeżeli dokonają na nie jednorazowo zapisu w wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro. Podobne wymogi nie obowiązują przy tym alternatywnych spółek inwestycyjnych. Fundusze inwestycyjne zamknięte są ponadto związane obszernymi obowiązkami informacyjnymi i sprawozdawczymi oraz licznymi ograniczeniami inwestycyjnymi⁹⁵², w tym bardzo istotną regulacją z perspektywy funduszy *venture capital* działających w takiej formie prawnej, tj. art. 145 ust. 3 u.f.i.,

⁹⁵⁰ Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych...

⁹⁵¹ A. Chłopecki, *Współwłasność...*, s.22

⁹⁵² M. Dyl [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku...*, s. 187.

który ustanawia zakaz inwestowania więcej niż 20% wartości aktywów funduszu w jedną spółkę portfelową⁹⁵³. Alternatywne spółki inwestycyjne nie podlegają natomiast żadnym ograniczeniom inwestycyjnym poza tymi, które same zastrzegą w swoim statucie, a w przypadku zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi wpisanymi do rejestru, jedynym dodatkowym obowiązkiem sprawozdawczym jest przekazanie KNF sprawozdania okresowego, które w myśl art. 5 ust. 5 rozporządzenia ZAFI powinno być sporządzane raz do roku. Podobnie koszty prowadzenia funduszu są w przypadku alternatywnych spółek inwestycyjnych nieporównywalnie niższe, niż te, które obciążają fundusze inwestycyjne zamknięte.

Na podstawie analizy empirycznej, obejmującej zarówno zagadnienie przedmiotu działalności podmiotów wpisanych do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jak i form prawnych funkcjonowania funduszy *venture capital* niewpisanych do tego rejestru, widać, że ze 183 podmiotów wpisanych łącznie do tego rejestru jako zewnętrznie zarządzający oraz zarządzający wewnątrznie, aż 142 spółki prowadzą działalność, którą można zakwalifikować jako prowadzenie funduszu *venture capital*, tj. aż 78% ze wszystkich wpisanych. Jest to mianowicie 111 ze 134 podmiotów w ramach zarządzających zewnętrznie (ok. 83%) oraz 31 z 49 podmiotów zarejestrowanych jako wewnątrznie zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi (ok. 63%). Ponadto, tylko 38 ze 221 (tj. 17%) aktywnych w Polsce funduszy *venture capital* (w ramach wpisanych i niewpisanych do rejestru) nie prowadzi działalności w formie alternatywnej spółki inwestycyjnej funkcjonującej w oparciu o polskie regulacje prawne. Warto również nadmienić, że w tym gronie znajdują się też podmioty wpisane do zagranicznych odpowiedników rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, prowadzonych przez organy nadzoru innych państw europejskich, m.in. pięć funduszy w Luksemburgu, a dwa – w Wielkiej Brytanii. Do wspomnianej grupy zalicza się również pięć funduszy inwestycyjnych zamkniętych, które zostały zarejestrowane między rokiem 2010, a 2017, przez co można zakładać, że przynajmniej niektóre z nich zdecydowały się na taką formę prawną, nie mając jeszcze świadomości możliwości, które miały przynieść wprowadzone kilka lat później dyrektywa ZAFI oraz rozporządzenie ZAFI.

Zastanawiające jest jednak, dlaczego Komisja Nadzoru Finansowego już kilkakrotnie odmówiła wpisu do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami

⁹⁵³ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1528.

inwestycyjnymi spółkom z sektora nieruchomości⁹⁵⁴. Nie może tu być bowiem mowy o oparciu się przez KNF na wyłączeniu ich spod przedmiotowych regulacji na podstawie wykładni „ogólnego celu handlowego lub przemysłowego”, który obejmuje w tym zakresie wyłącznie budowę nieruchomości. Warto nadmienić, iż treść załącznika IV do rozporządzenia ZAFI jako jeden z czterech głównych rodzajów funduszy objętych przedmiotowymi regulacjami, wymienia właśnie fundusze nieruchomościowe. Z drugiej strony, niezrozumiała jest celowość wpisania do rejestru zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi kilku podmiotów, których działalność polega na świadczeniu usług w zakresie doradztwa strategicznego. Wydaje się bowiem, że nie powinny one spełniać przesłanek uznania ich za zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Możliwe jest jednak, że owe spółki zajmują się dodatkowo wykonywaniem innej działalności, mającej charakter inwestycyjny, czego nie ujawniły w ramach publicznie dostępnych informacji. Warto przy tym wspomnieć, że we wspomnianym rejestrze zarządzających można również znaleźć wyrazisty przykład podmiotu, który spełnia kryteria definicyjne alternatywnej spółki inwestycyjnej, nie wykonując przy tym działalności o charakterze *venture capital*, tj. zbierając aktywa od inwestorów w celu inwestowania go w elektrownie wiatrowe i nieruchomości przeznaczone pod ich budowę.

W toku badań przeprowadzonych w niniejszej pracy wskazano liczne wątpliwości interpretacyjne i problemy w wykładni zarówno polskich regulacji, jak i obowiązujących przepisów prawa unijnego. Można tutaj wspomnieć chociażby o kwestii dopuszczalności powierzenia czynności zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną innemu podmiotowi przez zarządzających wpisanych do rejestru. Nie jest bowiem jasne, czy ustawodawca, wyłączając w stosunku do nich stosowanie art. 70g u.f.i., chciał zastrzec możliwość zawarcia tego rodzaju umowy tylko dla licencjonowanych zarządzających, czy też jego zamierzeniem było zliberalizowanie wskazanego zagadnienia w odniesieniu do rejestrowanych zarządzających, tym samym dopuszczając powierzenie przez nich rzeczonych czynności. Mimo, że pewne argumenty natury funkcjonalnej przemawiałyby za przyjęciem drugiego z wymienionych stanowisk⁹⁵⁵, to *de lege ferenda* wskazane byłoby uregulowanie tej kwestii wprost w ustawie. Podobny problem pojawia się

⁹⁵⁴ Zob. m.in. Komunikat z 367. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 sierpnia 2017 r..., w którym KNF odmówiła wpisu do rejestru spółce Mzuri CFI Alfa sp. z o.o.

⁹⁵⁵ M. Kapijas [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 1039.

w sytuacji opisanej w art. 70ze ust. 2 u.f.i., tj. w przypadku przekroczenia, niemającego charakteru tymczasowego, przez zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną wskazanego w ustawie progu kapitałowego łącznej wartości aktywów w zarządzaniu. Podmiot ten formalnie powinien bowiem w ciągu 30 dni złożyć wnioski o wydanie przez KNF zezwolenia na dalsze wykonywanie prowadzonej działalności lub zaniechać jej prowadzenia. Regulacja ta pozostaje jednak w sprzeczności z art. 4 ust. 5 rozporządzenia ZAFI, które przewiduje obowiązek ponownego obliczenia wartości aktywów po upływie kolejnych 3 miesięcy, aby zweryfikować wspomniany element tymczasowości. Biorąc pod uwagę treść polskiej regulacji, ponowne obliczenie byłoby w istocie pozbawione sensu, gdyż zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną już wcześniej musi podjąć odpowiednie czynności w tym zakresie. Z tego względu, *de lege ferenda* postuluje się, aby i w tym zakresie ustawodawca odniósł się do wskazanej kwestii przy okazji kolejnej nowelizacji ustawy.

Zidentyfikowane zostały również pewne sprzeczności w ramach obowiązujących przepisów, które można zakwalifikować jako omyłki legislacyjne. Przepis art. 70s ust. 3 pkt 3 *in fine* u.f.i. stanowi bowiem, że opisując kwalifikacje członków zarządu i rady nadzorczej zarządzającego alternatywną spółką inwestycyjną we wniosku o udzielenie zezwolenia, należy wskazać dwóch członków zarządu, którzy spełniają m.in. przesłanki określone w art. 42 ust. 3 pkt 2 u.f.i. Ustawodawca odsyła tym samym do regulacji dotyczącej zarządu towarzystwa funduszy inwestycyjnych, mimo zawarcia w rozdziale o zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi przepisu o charakterze *lex specialis* o odmienniej, bardziej liberalnej treści. Wydaje się zatem, że wskazany przepis powinien odsyłać do art. 70d ust. 3 u.f.i., a nie do art. 42 ust. 3 u.f.i. Niejasny pozostaje także zakres uprawnień depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej w sytuacji, o której mowa w art. 70x ust. 2 u.f.i., tj. w przypadku wygaśnięcia lub cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności przez zewnątrznie zarządzającego. Można wskazać w tym kontekście dwa poglądy występujące w doktrynie. W myśl pierwszego z nich, zgodnego z literalnym brzmieniem przepisu, depozytariusz uprawniony jest jedynie do reprezentowania alternatywnej spółki inwestycyjnej w stosunkach zewnętrznych, jednak nie może nią zarządzać⁹⁵⁶. Drugi z poglądów, opierający się na wykładni funkcjonalnej, zakłada natomiast, że depozytariusz wykonuje wtedy również czynności zarządzania w ramach alternatywnej

⁹⁵⁶ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 42.

spółki inwestycyjnej⁹⁵⁷. Pomimo słuszności argumentów dotyczących poglądu opartego o wykładnię celowościową, wydaje się jednak, że nie ma aktualnie dostatecznych podstaw do odejścia od wykładni literalnej, przez co bezpieczniejsze byłoby trzymanie się poglądu pierwszego. Z tego względu, w ramach postulatów *de lege ferenda* postuluje się uregulowanie i tej kwestii wprost przez ustawodawcę.

Kolejny problem interpretacyjny dotyczy wykładni art. 70f ust. 4 u.f.i., która wymaga, aby zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną powiadomił KNF o zamiarze wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu. Ustawodawca nie wskazał jednak terminu, w jakim powinno nastąpić to zawiadomienie, ani nie określił, co należy rozumieć przez sam zamiar wprowadzenia do obrotu, o którym mowa w przepisie⁹⁵⁸. Ponadto, ustawa milczy w kwestii formy poinformowania zarządzającego przez KNF o możliwości wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu, co zgodnie z art. 70f ust. 8 in fine u.f.i. Komisja jest obowiązana uczynić, jeżeli nie zaistnieją przesłanki do wydania decyzji o sprzeciwie. Ma to istotne znaczenie praktyczne z uwagi na treść art. 70f ust. 9 u.f.i., który zakazuje zarządzającemu rozpoczęcia wprowadzania alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu przed doręczeniem mu takiej informacji. Wydaje się, że zgodnie z zasadą pisemności wyrażoną w art. 14 ust. 1 k.p.a., taka informacja powinna zostać przekazana na piśmie⁹⁵⁹, jednak *de lege ferenda* wskazane byłoby ustosunkowanie się do tego zagadnienia przez ustawodawcę. Należy ponadto nadmienić, że niektóre elementy definicji alternatywnej spółki inwestycyjnej zostały wyrażone przez polskiego ustawodawcę w drodze innych pojęć, niż te, którymi posługuje się dyrektywa ZAFI. Mowa tutaj o instytucji wspólnego inwestowania i zbieraniu aktywów, które w ramach dyrektywy funkcjonują odpowiednio jako przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania i pozyskiwanie kapitału. Biorąc jednak pod uwagę kontekst, w jakim zostały one osadzone, oraz fakt, iż w doktrynie używa się ich zamiennie w ramach przedmiotowej problematyki⁹⁶⁰, należy stwierdzić, że są one w istocie tożsame. Warto wspomnieć także o poważnym błędzie w tłumaczeniu jednej z przesłanek polskiej wersji wytycznych ESMA, a mianowicie ust. 12 lit. c wytycznych, dotyczącym codziennego prawa do decydowania lub kontroli, które zgodnie z oryginalną wersją językową nie powinno wystąpić, aby dany podmiot został uznany za alternatywny

⁹⁵⁷ M. Kapijas, [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 982.

⁹⁵⁸ J. Kmieć [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach...*, s. 893.

⁹⁵⁹ *Ibidem*.

⁹⁶⁰ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 8-10.

fundusz inwestycyjny⁹⁶¹, a polskie tłumaczenie stanowi, iż posiadanie przez wszystkich inwestorów codziennego prawa do decydowania lub kontroli jest obligatoryjnym elementem definicji⁹⁶². Mimo, że regulacje wytycznych ESMA nie mają charakteru wiążącego, to mają one istotne znaczenie praktyczne, gdyż zarówno uczestnicy rynku finansowego, jak i organy nadzorcze, mają obowiązek dołożyć wszelkich starań, aby zapewnić ich stosowanie⁹⁶³.

Wśród zagadnień przedmiotowej tematyki można ponadto wskazać wiele problemów interpretacyjnych, które nie wynikają jednak z błędnej implementacji, ani uchybień legislacyjnych po stronie polskiego ustawodawcy, ale mają swe źródło w regulacjach unijnych. Wiele z nich dotyczy w istocie samych przesłanek konstytuujących alternatywne fundusze inwestycyjne. Można tu wskazać chociażby brak literalnego wyrażenia w treści przepisów niektórych motywów wskazanych w dyrektywie ZAFI, m.in. wyłączenia spod przedmiotowych regulacji przedsięwzięć typu *joint ventures* oraz spółek *family office*, co wspomniane zostało odpowiednio w motywach 8 i 7 dyrektywy ZAFI. Ponadto, prawodawca unijny nie wyraził literalnie w żadnym z przepisów dyrektywy, że pozyskiwanie kapitału (zbieranie aktywów) powinno pochodzić ze źródeł zewnętrznych wobec samej spółki, aby została ona uznana za alternatywny fundusz inwestycyjny. Zagadnienie to było przy tym podnoszone przez stowarzyszenia *private equity* i *venture capital* już na etapie tworzenia przedmiotowych regulacji⁹⁶⁴. Powyższy wniosek można jednak wyprowadzić pośrednio z niektórych postanowień wytycznych ESMA, m.in. z cech instytucji wspólnego inwestowania (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania). W kontekście regulacji wspólnotowych dotyczących alternatywnych funduszy inwestycyjnych warto również nadmienić, iż prawodawca unijny ukształtował próg kapitałowy oddzielający reglamentację tych podmiotów opartą o wpis do rejestru od reżimu zezwoleniowego na bardzo wysokim poziomie, patrząc z perspektywy polskiego rynku kapitałowego. Pułap 100, lub 500 milionów euro, uzależniony od stosowania dźwigni finansowej, wydaje się bowiem dla polskich podmiotów, a szczególnie dla funduszy *venture capital*, praktycznie

⁹⁶¹ Zob. European Securities and Markets Authority, *Guidelines on key concepts of the AIFMD...*

⁹⁶² Por. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI...*

⁹⁶³ Zob. art. 16 ust. 1 w zw. z ust 3 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010

⁹⁶⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD...*, s. 12.

nieosiągalny⁹⁶⁵. Polski ustawodawca był jednak w tym zakresie związany postanowieniami art. 3 ust. 2 lit. a i b dyrektywy ZAFI.

W ramach zakresu definicyjnego alternatywnej spółki inwestycyjnej zostały uwzględnione wszystkie podmioty, które mogą generować sygnalizowane przez europejskiego i polskiego prawodawcę ryzyko systemowe⁹⁶⁶, co należy tym samym uznać za spełnienie nadrzędnego celu przedmiotowych regulacji. Warto przy tym pamiętać, że dla zasadności nazwania danego podmiotu mianem alternatywnej spółki inwestycyjnej konieczne jest spełnienie przezeń łącznie wszystkich definiujących ją przesłanek, co wielokrotnie było podkreślane m.in. przez Komisję Europejską⁹⁶⁷. Alternatywną spółkę inwestycyjną należy jednocześnie uznać za wehikuł inwestycyjny przeznaczony dla inwestorów profesjonalnych, głównie instytucjonalnych, posiadających wiedzę i doświadczenie w zakresie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego⁹⁶⁸. Potwierdza to również KNF, zaznaczając, że zarządzający alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi są nadzorowani w sposób bardzo ograniczony, a podmioty wpisane do rejestru zarządzających nie mają obowiązków sprawozdawczych umożliwiających Komisji sprawowanie bieżącego nadzoru nad sposobem prowadzenia przez nie działalności⁹⁶⁹. Z perspektywy funduszy *venture capital* jest to zatem ciekawa forma prawna, która prawdopodobnie będzie w Polsce wykorzystywana w coraz szerszym zakresie.

⁹⁶⁵ Średnia wartość aktywów w zarządzaniu funduszy *venture capital* działających w Polsce wynosi aktualnie 19,6 miliona euro, a mediana tych wielkości jest na jeszcze niższym poziomie, tj. 9,3 miliona euro. Zob. J. Krysztofiak-Szopa, M. Wisłowska, M. Kulbacki, *The Golden Book...*, s. 15.

⁹⁶⁶ Zob. projekt ustawy z dn. 1 grudnia 2015 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, druk nr 69 cz. 1, s. 264, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/FC73D0A2532B5D2FC1257F110049AD86/%24File/69-1.pdf>, oraz motyw 17 dyrektywy ZAFI.

⁹⁶⁷ Zob. European Commission, Questions and answers by the European Commission on the European Commission, Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf, (dostęp: 15.02.2020 r.).

⁹⁶⁸ M. Walenda, *Alternatywne spółki...*, s. 37.

⁹⁶⁹ Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru...

BIBLIOGRAFIA

Monografie, podręczniki, komentarze:

- Banaszek B., *Główne kultury prawne współczesnego świata*, Warszawa 1995
- Biczyński S., Miedziński B., *Słownik ekonomiki i organizacji przedsiębiorstwa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne
- Bieniek T., *Charakter prawny spółki komandytowo-akcyjnej*, Kraków 2005
- Blicharz R., Lichosik A., *Podwójna osobowość funduszy inwestycyjnych* [w:] A. Bielska-Brodziak (red.), *O czym mówią prawnicy, mówiąc o podmiotowości*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2015
- Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Warszawa 2005
- Borowski G. [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska 2014
- Brydulak H., T. Gołębiowski (red.), *Wspólna Europa: zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa a relacje z interesariuszami*, Warszawa: Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej 2005
- Buckley P. J., Glaister K.W., *What do we know about international joint ventures?* [w:] F. J. Contractor, P. Lorange (red.), *Cooperative strategies and alliances*, Amsterdam: Pergamon 2002
- Chróścicki A., *Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, Dom Wydawniczy ABC 1998
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck 2015
- Chłopecki A., [w:] M. Stec (red.), *Prawo instrumentów finansowych. System Prawa Handlowego. Tom 4*, C.H. Beck 2016, s. 408.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2007
- Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2008
- Dąbrowska K., Gruszczyński M., *Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce*, PWN, Warszawa 2001
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2011

- Dumkiewicz M., [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018
- Dumkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych. Wybór orzecznictwa*, Wolters Kluwer Polska, 2015
- Dyl M., [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, C.H. Beck 2015
- Dyl M., *Fundusze inwestycyjne. Zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo KIK Konieczny i Kruszewski 2001
- Eckner D., James Willette R., [w:] D. Zetsche (red.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive Second Edition*, Wolters Kluwer 2015
- Elmore J., Clark E. [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1
- Fałat-Kilijańska I., *Private equity - więcej niż kapitał*, CeDeWu 2014
- Fraćkowiak J., [w:] W. Pyziół (red.), A. Kidyba, W. Popiołek, A. Witosz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LexisNexis 2008
- Fuchs D., *Charakterystyka instytucji holdingu - uwagi prawnoporównawcze*, Pr. Bank. 1996, nr 3
- Global Alternatives Report, *Global PE&VC Report*, Preqin 2019, ISBN: 978-1-912116-14-0
- Głogowski E., Munch M., *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1996
- Głowacka J., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych a dyrektywa UE o instytucjach zbiorowego inwestowanie w papiery wartościowe. Studia prawnoporównawcze z zakresu otwartych funduszy inwestycyjnych*. KPP 1999
- Gomułowicz A., Małecki J., *Polskie prawo finansowe*, LexisNexis, 2006, ISBN 83-7334-585-X
- Gorton G. B., Souleles N. S., *Special Purpose Vehicles and Securitization*, University of Chicago Press 2007, ISBN: 0-226-09285-2, s. 555
- Góral L., [w:] E. Fojcik-Mastalska (red.) *Prawo bankowe. Komentarz*, LexisNexis 2003, s. 572; A. Karolak, *Instytucja holdingu*, PUG 2001, nr 3
- Groh A. P., Liechtenstein H., *International allocation determinants for institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships*, International Journal of Banking, Accounting and Finance 2011/3, s. 176–206Cruz H., Rips A. [w:]

The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1

Jutzi T., Feuz C., MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre - Unter besonderer Berücksichtigung des Schweizer Vermögensverwalters kollektiver Kapitalanlagen, Weblaw 2016

Kapijas M., [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018

Kappes A., [w:] A. Kidyba (red.), *Spółka komandytowa*, Biblioteka Prawa Handlowego, Warszawa 2014

Kidyba A., [w:] W. Pyziół (red.), *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2008

Kidyba A., [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, t. I. *Część ogólna*, red. A. Kidyba, Warszawa 2009

Kidyba A., *Handlowe spółki osobowe*, Warszawa 2005

Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz, I: Komentarz do art. 1-300 K.S.H.*, Kraków 2005.

Kidyba A., *Kodeks spółek handlowych. Komentarz. Tom I i II*, Wolters Kluwer 2019

Kidyba A., *Spółka z o.o. Komentarz*, s. 266; S. S. *Soltysiński*, *Kodeks handlowy komentarz. Tom II*, C.H. Beck 1998, s. 387.

Kmieć A., [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018

Kmieć J. [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018

Kopaczyńska-Pieczniak K., *Ustanie członkostwa w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością*, Wolters Kluwer 2002

Kosieradzki T., Piekarczyk R., *Ceny transferowe mechanizmy ustalania i zarządzanie ryzykiem*, WoltersKluwer, Warszawa 2015

Kowalik-Bańczyk K., *Tożsamość narodowa – dopuszczalny wyjątek od zasady prymatu?*, [w:] *Prawo Unii Europejskiej a prawo konstytucyjne państw członkowskich*, red. S. Dudzik, N. Półtorak, Warszawa 2013

- Kreslina E., Proskurovska A., Sikharulidze T., Dörry S., *How does Brexit and its potentially restricted movement of people affect high-skilled UK passport holders in Luxembourg's services economy?*, Luxembourg Institute of Socio-Economic Research (LISER), University of Luxembourg 2017
- Kropiwnicki J., Fundusze inwestycyjne, *Prawna ochrona interesu uczestników*, LexisNexis, Warszawa 2009
- Kropiwnicki J., Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz, LexisNexis 2013
- Kropiwnicki J., *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, LexisNexis 2013
- Kropiwnicki. J, *Fundusze inwestycyjne, Prawna ochrona interesu uczestników*, Lexis Nexis 2009
- Krysztofiak-Szopa J., Wisłowska M., *The Golden Book of Venture Capital in Poland 2019*, Startup Poland, Warszawa 2019
- Kuhn T., *Überschießende Umsetzung bei mindest- und vollharmonisierenden Richtlinien: Einheitliche oder gespaltene Anwendung?* EuR 2015
- Luqué D., Jarrige de la Sizeranne M. [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1
- Mataczyński M., [w:] S. Sołtysiński, Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301-490, C.H. Beck 2013
- Mausen F., Myners P., Mischo P., Six J., [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019
- Meluch B., Nietrzepka E., Orlik T., *Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym*, Warszawa 1993
- Mełgieś K., *Działalność regulowana jako forma reglamentacji wolności gospodarczej – uwagi konstrukcyjne*, Studia Gdańskie. Wizje i rzeczywistość 2010
- Michalski M. [w:] S. Sołtysiński (red.), *System prawa prywatnego*, t. 17A, C.H. Beck 2010
- Michalski M., [w:] Michalski. M, Sobolewski. L, *Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Warszawa 1999 Beck, s. 120.
- Michór A. [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska 2014
- Młynkiewicz K. [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018

- Moskwa P., S. Sołtysiński [w:] *System Prawa Prywatnego, t. 17B. Prawo spółek kapitałowych*, red. S. Sołtysiński, Warszawa 2016
- Mroczkowski R. [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer 2014
- Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011
- Nita-Jagielski G. [w:] *System Prawa Prywatnego, t. 17A*, red. S. Sołtysiński, C.H. Beck 2015
- Nowak A. [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018
- Ochendowski E., *Prawo administracyjne – część ogólna*, Toruń 1994
- Ofiarski Z., *Prawo bankowe. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska 2013
- Opalski A., *Europejskie prawo spółek. Zasady prawa europejskiego i ich wpływ na polskie prawo spółek*, Warszawa 2010
- O'Sullivan A., Sheffrin S. M., *Economics: Principles in Action. Upper Saddle River*, Pearson Prentice Hall 2003, ISBN 0-13-063085-3
- Paliwoda-Matiolańska A., *Teoria interesariuszy w procesie zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem* [w:] H.
- Perez K., Borowski G., *Ewolucja regulacji prawnych i zmiany wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej*, Studia BAS 2018, nr 53
- Perez K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa 2012
- Petasz P. [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Lex 2014.
- Piniór P., [w:] J.A. Strzępka (red.), *Kodeks spółek handlowych*, C.H. Beck Wydawnictwo Polska 2011
- Płókarz R., *Globalne rynki finansowe*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2013
- Pokryszka K., *Transgraniczne przeniesienie siedziby spółki europejskiej a status prawny jej akcjonariuszy*, Difin 2017
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M., *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne 2011
- Rodzinkiewicz M., *Kodeks spółek handlowych Komentarz*, LexisNexis 2013

Schatz C., [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1

Skowrońska-Bocian E., Wierciński J., [w:] *Kodeks cywilny Komentarz*, red. J. Gudowski, Warszawa 2013

Snijders H., Vogenauer S. (red.), *Content and Meaning of National Law in the Context of Transnational Law*, Sellier European Law Publishers, Munich 2009

Sobańska-Helman K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, ISBN 83-87251-77-1

Sobiech A., *Opodatkowanie spółek osobowych*, C.H. Beck 2016, ISBN 978-83-255-8920-2

Sójka T. (red.), *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011

Stahl M., Lewicka R., Lewicki M., *Sankcje administracyjne - blaski i cienie*, Wolters Kluwer Polska, 2011

Szajkowski A., Szumański A., [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Komentarz do artykułów 151-300*, C.H. Beck, 2014

Szajkowski A., Tarska M. [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1-150*, C.H. Beck 2012,

Szpunar P., [w:] red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce. T. 1*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009

Szumański A., [w:] A. Szumański, W. Pyzioł, I. Weiss, *Prawo spółek*. Wydanie 2, C.H. Beck 2016

Szumański A., [w:] *System Prawa Prywatnego, t. 16. Prawo spółek osobowych*, red. J. Szajkowski, Warszawa 2016

Szumański A., [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Przepisy ogólne. Spółki osobowe. Komentarz do artykułów 1-150*, C.H. Beck 2012, s. 876. Podobnie A. Kidyba, *Handlowe spółki osobowe*, Warszawa 2005

Tamowicz P., *Venture capital – kapitał na start*, Gdańsk 2004

Thévenart A., [w:] *The International Comparative Legal Guide to: Alternative Investment Funds 7th Edition*, Global Legal Group 2019, ISBN: 978-1-912509-91-1

- Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, KNF, Warszawa 2010
- Wajda P., *Rola decyzji administracyjnej w nadzorze nad polskim systemem finansowym*, Warszawa 2009
- Walenda M., *Alternatywne spółki inwestycyjne jako nowy rodzaj wehikulów inwestycyjnych w Polsce*, Komisja Nadzoru Finansowego 2019
- Węgrzyn T., *Efektywność funduszy inwestycyjnych stosujących aktywne strategie zarządzania portfelem*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, 2015
- Witosz A. J., [w:] A. Kidyba (red.), *Kodeks spółek handlowych. Tom II. Komentarz do art. 151-300*, WKP 2018
- Włodyka S. (red.), *System prawa handlowego, 2 B: Prawo spółek handlowych*, Warszawa 2007
- Wojciechowski R., [w:] A. Kidyba (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I. Art. 1-157*, Wolters Kluwer Polska 2018
- Wrzeński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka: proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa, Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2006, ISSN 0867-7727
- Zawadzka D., *Struktura kapitału przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009
- Zawadzka P., [w:] R. Mroczkowski (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, Wolters Kluwer
- Zawadzka P., *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009
- Zetsche D. (red.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive Second Edition*, Wolters Kluwer 2015
- Zimmermann J., *Prawo administracyjne*, Wolters Kluwer Polska 2018.
- Zoll F. (red.), *Prawo bankowe. Komentarz, Tom I i II*, Zakamycze 2005, s. 26.

Artykuły naukowe i referaty:

- Anderson P., [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019
- Ansoff I., "Strategies for Diversification," *Harvard Business Review*, 1957
- Anuszkiewicz K., Tomasz Marona Rola interesariuszy w rozwoju przedsiębiorstwa odpowiedzialnego społecznie, *Rynek - Społeczeństwo - Kultura* nr 1 2012

- Ashman I., *Using Cayman Islands special purpose vehicles*, International Financial Law Review 200/4
- Barrot J., Investor Horizon and the Life Cycle of Innovative Firms: Evidence from Venture Capital, Management Science 2017, Vol. 63
- Beamish P. W., Lupton N. C., *Managing joint ventures*, The Academy of Management Perspectives 2009, 23(2)
- Blicharz R., Przystępowanie do funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych otwartych. Cz. 2. Pr.Spółek 2002, nr 11
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T., *The Importance of Trust for Investment: Evidence from Venture Capital*, Review of Financial Studies 29, 2016, s. 2287C. Casamatta, *Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists*, Journal of Finance 2003, Vol. 58
- Bubna A., Das S. R., Prabhala N., *Venture Capital Communities*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, s. 9, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2146955
- Calomiris C. W., Herring R. J., *How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem*, Journal of Applied Corporate Finance 2013, Vol. 58
- Child J., Faulkner D., Tallman S., Cooperative strategy managing alliances, networks, and joint ventures. New York: Oxford University Press 2005
- Chłopecki A., *Współwłasność czy powiernictwo?*, Prz. Pod. 1993, nr 3
- Cohen S. L., *What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels*, Innovations: Technology, Governance, Globalization 2013/8
- Cornelli F., Yosha O., *Stage Financing and the Role of Convertible Securities*, The Review of Economic Studies 2003, Vol. 70
- Cumming D., Fleming G., Suchard J., *Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns*, Journal of Banking and Finance, Volume 29, Issue 2, 2005
- Dąbkowski A., *Finansowanie innowacji - Venture Capital. Zarządzanie*, Teoria i Praktyka nr 1 (3), 2011
- Davila A., Foster G., Gupta M., *Venture capital financing and the growth of startup firms*, Journal of Business Venturing Volume 18, Issue 6, 2003
- De Manuel M., Mirzha, *Implementing the AIFMD: Success or failure?*, ECMI Commentary 2013, No. 34
- Dimov D. P., Shepherd D. A., *Human capital theory and venture capital firms: exploring "home runs" and "strike outs"*, Journal of Business Venturing, Volume 20, Issue 1 2005

Dörny S., *Strategic nodes in investment fund global production networks: The example of the financial centre Luxembourg*, Journal of Economic Geography, Vol. 15

Drewniak Z., *Private equity czy venture capital – rozważania teoretyczne o właściwym stosowaniu terminologii*, Copernican Journal of Finance & Accounting 2013, nr 2, s. 56, ISSN 2300-3065

Duncan A., *Mergers and acquisitions across European borders: National perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers*, Journal of World Business, Volume 36, Issue 1, Spring 2001, s. 32-57

Dyl M., *Podstawa uczestnictwa w specjalistycznym funduszu inwestycyjnym otwartym*, PPW 2002, nr 8

Engel D., Stiebale J., *Private equity, investment and financial constraints: firm-level evidence for France and the United Kingdom*, Small Business Economics 2014, Vol. 43

Eyben R., *A quick guide to VC investment in Germany*, Los angeles and San Francisco Daily Journal, 3 sierpnia 2017

Fronc R., Poźniak-Niedzielska M., *Jeszcze o jednoosobowej spółce osobowej*, Przegląd Prawa Handlowego 2006 nr 2

Fulghieri P., Merih S., *Size and Focus of Venture Capital Portfolios*, University of North Carolina Working Paper. 2005.

Furlong M. S., *Turning Silver into Gold: How to Profit in the New Boomer Marketplace*, FT Press 2007

Gabriel B., *Pierwsze stadia venture capital na rynku polskim oraz europejskim*, Zarządzanie i Finanse 2013, r. 11, nr 2, cz. 2

Gilson R. J., *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, Stanford Law Review 2002, Vol. 55

Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D., *Venture capital investment cycles: The role of experience and specialization*, Journal of Financial Economics 81, 2005

Gompers P., Kovner A., Lerner J., *Specialization and success: evidence from venture capital*, Journal of Economics and Management Strategy 2009/18

Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press 2006 2nd edition

Gornall W., Strebulaev I. A., *Squaring Venture Capital Valuations with Reality*, Journal of Financial Economics 2017

Guilhon B., Montchaud S., *Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes: problématique et enjeux*, Revue internationale P.M.E. 2012

Guler I., Guillén M. F., *Institutions and the internationalization of US venture capital firms*, Journal of International Business Studies 2010, Vol. 41

- Hansmann H., Kraakman R., Squire R., *Law and the Rise of the Firm*, "Harvard Law Review" 2005, No. 119
- Harris R. S., Jenkinson T., Kaplan S. N., Stucked R., *Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform?*, Journal of Financial Economics 2018, Vol. 129
- Hege U., Palomino F., Schwienbacher A., *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*, Finance 2009/1, Vol. 30
- Herte A. D., *SMEs and Start-Ups. Importance and Support Policies in European Union and Romania*, Proceedings of the 8th Conference of Doctoral Students in Economic Sciences 2017
- Hofmann C., Niedner C., Dusemon G., *Luxembourg fund structures: a very modern toolbox*, The Lawyer 2016, Vol. 31, No. 3
- Hollister B., *Corporate venture capital: Strategies for success*, Journal of Business Venturing Volume 5, Issue 1, January 1990
- Hurga A., Rodríguez-Monroy C., *Mandatory Convertible Notes as a Sustainable Corporate Finance Instrument*, Sustainability 2019, 11, 897.
- Hunt A., Wheeler B., *Brexit: All you need to know about the UK leaving the EU*, <https://www.bbc.com/news/uk-politics-32810887>
- Ignatiuk S., *Fundusze inwestycyjne jako forma lokowania środków pieniężnych*, *Ekonomia i Zarządzanie* 2012/3
- Isabelle D. A., *Key Factors Affecting a Technology Entrepreneurship's Choice of Incubator or Accelerator*, Technology Innovation Management Review, Platforms, Communities, and Business Ecosystems 2013.
- Janiak A., *Bank jako instytucja zaufania publicznego*, *Przegląd Prawa Gospodarczego* 2003, nr 2
- Klee K., Brendt B., *Asset-backed securitization, special purpose vehicles and other securitization issues*, Uniform Commercial Code Law Journal 2002/35
- Kleinschmidt M., *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*, Deutscher Universitätsverlag 2007
- Krawczyk M., *Venture capital w Polsce - od okresu transformacji systemowej po dzień dzisiejszy*, *Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica* nr 219/2008
- Lantz J., Sahut J., Teulon F., *Capital risque industriel et innovation technologique*, *Dans Gestion* 2000 2011/4, Vol. 28
- Leggate J., Mahan P., Ferreira I., [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019

- Leisen D. P. J., *Staged venture capital contracting with ratchets and liquidation rights*, Review of Financial Economics 2012, Vol. 21
- Mäkelä M. M., Maula V. J., *Attracting cross-border venture capital: the role of a local investor*, Entrepreneurship & Regional Development 2008/20
- Mayer C., Schoors K. J. L., Yafeh Y., *Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK*, Journal of Corporate Finance 2003, Vol. 11
- Miethe J., Pothier D., *BREXIT: What's at Stake for the Financial Sector?*, DIW Economic Bulletin 2016, 6(31)
- Muñoz-Bullón F., Sanchez-Bueno M. J., Vos-Saz A., *Startup team contributions and new firm creation: the role of founding team experience*, Entrepreneurship and Regional Development 2015, Vol. 27(1-2), s. 11
- Ochman P., *Rola komisji nadzoru finansowego w karnej ochronie rynku finansowego*, Ius Novum 4/2016
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Small and Medium-sized Enterprises: Local Strength, Global Reach*, 2000/8
- Phelps R., Adams R., Bessant J., *Life cycles of growing organizations: a review with implications for knowledge and learning*, International Journal of Management Reviews 2007, 9(1)
- Pitera J., *Charakterystyka instytucji zaufania publicznego w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego, Sądu Najwyższego oraz sądów powszechnych*, Kwartalnik Prawa Publicznego 7/4 2007
- Radojevich-Kelley N., Hoffman D. L., *Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Programs, Processes, and Early Results*, Small Business Institute Journal 8/2012
- Raghuram R. G., Servaes H., Zingales L., *The Cost of Diversity: Diversification Discount and Inefficient Investment*, Journal of Finance 55. 2000
- Rasmussen E., Sørheim R., *How governments seek to bridge the financing gap for university spin-offs: proof-of-concept, pre-seed, and seed funding*, Technology Analysis & Strategic Management Journal, Volume 24, 2012
- Ravid S. A., Venezia I., Ofer A., Pons V., Zuta S., *When are Preferred Shares Preferred? Theory and Empirical Evidence*, Journal of Financial Stability 2007, Vol. 3, s. 207
- Romanowski M., *Cel spółki i charakter prawny umowy spółki*, „Studia Prawa Prywatnego” 2015, nr 3
- Sahlman W.A., *Insights from the American Venture Capital Organisation*, University of Harvard, Boston 1990

- Sahut J., Mnejja A., *How Well Does Venture Capital Perform in France*, International Journal of Business 2011, Vol. 16
- Samuelson P., *General Proof that Diversification Pays*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1967/2, 4
- Scanlan K. P., *The Private Equity Review - Edition 8: United States*, The Law Reviews 2019
- Schmidt K. M., *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, Journal of Finance 2003, Vol. 25
- Schmidt K. M., Maximilian L., *Convertible Securities and Venture Capital Finance*, Journal of Finance 2003, Vol. 25
- Sharpe W. F., *Capital Asset Prices: a Theory Of Market Equilibrium Under Conditions Of Risk*, Journal of Finance, American Finance Association 1964, Vol. 19(3)
- Simkovic M., *Leveraged Buyout Bankruptcies*, Columbia Business Law Review 2011/1, SSRN 1632084
- Sims S., Brandt P., Norman G., *AIFMD passport: Europe must try harder*, Journal of Investment Compliance 2016
- Smith R.C. (red.), *Culture and European Union Law*, Oxford University Press, Oxford 2007, s. 415; T. T. Koncewicz, *Jak interpretować prawo europejskie?*, „Palestra” 2014, nr 5-6, s. 219
- Sochański M., *Rozwiązanie i likwidacja spółki z o.o. – spółki komandytowej*, Pr. Sp. 2011/7
- Sochański W., *Szczególne aspekty organizacji i funkcjonowania spółki z o.o. – spółki komandytowej*, Pr. Spółek 2011/5
- Sójka, T., *Odpowiedzialność cywilna zarządzającego portfelem instrumentów finansowych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny 2017, nr 1.
- Sørensen M., *How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital*, The Journal of Finance 2007, Vol. 62, No. 6
- Stein J. C., *Convertible bonds as backdoor equity financing*, Journal of Financial Economics 1992, Vol. 32
- Stein J. C., *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, Journal of Finance 52. 1997
- Stowell D. P., *Investment banks, hedge funds, and private equity*, Elsevier Academic Press, 2012
- Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu venture capital. Narodziny i rozwój, warunki rozwoju venture capital w Polsce*, Transformacja Gospodarki nr 60, Gdańsk 1995

Tykvová T., Schertler A.. *Cross-border venture capital flows and local ties: Evidence from developed countries*, The Quarterly Review of Economics and Finance 2011/51

Varriale G., *UCITS gaining from AIFMD uncertainty*, International Financial Law Review, London 2011

von der Planits F., Bar N., Wilkowski M., [w:] S. L. Ritchie (red.), *Private Equity Review 8th Edition*, Law Business Research 2019, s. 83

Wales W., K.C. Cox, J. Lortie, C.R. Sproul, *Blowing Smoke? How Early-Stage Investors Interpret Hopeful Discourse within Entrepreneurially Oriented Business Plans*, Entrepreneurship Research Journal 2018, s. 9

Wendy A. Bradley, Gilles Duruflé, Thomas F. Hellmann, Karen E. Wilson, *Cross-Border Venture Capital Investments: What Is the Role of Public Policy?*, Journal of Risk and Financial Management 2019

Woś B., *Venture capital w okresie transformacji systemowej w Polsce*, Polityka Gospodarcza, nr 1, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1999

Zepeda R., *To EU, or not to EU: That is the AIFMD Question*, Journal of International Banking Law and Regulation 2014, Vol. 29

Akty normatywne:

Alternative Investment Fund Managers (Amendment) Regulation 2013 [Her Majesty's Stationery Office (HMSO), 2013 No. 1797]

Alternative Investment Fund Managers Order of 8th May 2014 [2014 No. 1292]

Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013 [Her Majesty's Stationery Office (HMSO), 2013 No. 1773]

Circular CSSF 06/241 - Concept of risk capital under the Law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital (SICAR)

CSSF Regulation N° 15-08 of 15 June 2004 laying down detailed rules for the application of Article 7a of the law of 15 June 2004 relating to the investment company in risk capital (SICAR) as regards the requirements in relation to the management of conflicts of interest for SICARs which are not referred to in the specific provisions of Part II of that law (Mémorial a – No 3 of 13 January 2016)

Décret no 2013-687 du 25 juillet 2013 pris pour l'application de l'ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 30 juillet 2013)

Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and

2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN>

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 (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 257, str. 186)

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.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1–73)

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 338 z późn. zm.)

Dyrektywa Rady 78/660/EWG z dnia 25 lipca 1978 r. wydanej na podstawie art. 54 ust. 3 lit. g) Traktatu, w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek (Dz.U. L 222 z 14.8.1978, s. 11)

Financial Services and Markets Act 2000.

Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2765), das zuletzt durch Artikel 24 Absatz 20 des Gesetzes vom 23. Juni 2017 (BGBl. I S. 1693) geändert worden ist

Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz - AIFM-UmsG), Bundesgesetzblatt Teil 1 (BGB 1, Zahl: 35) vom 10.07.2013

Law of 12 July 2013 on alternative investment fund managers – transposing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (Mémorial a n°119 of 15 July 2013)

Law of 15 June 2004 relating to the Investment company in risk capital ("SICAR") and amending the law of 4 December 1967 on income tax, the law of 16 October 1934 on wealth tax, the law of 1 December 1936 on business tax, the law of 12 February 1979 on value added tax, the law of 20 December 2002 relating to undertakings for collective investment (Mém. a 2004, No. 95)

Limited Partnerships Act of 28th August 1907 [1907 CH. 24 7 Edw 7], as amended

Ordonnance no 2013-676 du 25 juillet 2013 modifiant le cadre juridique de la gestion d'actifs (Journal Officiel de la République Française (JORF) du 27 juillet 2013)

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 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 83, str. 1)

Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 70/2001 i rozszerzające jego zakres w celu włączenia pomocy dla badań i rozwoju (Dz.U. L 63 z 28.2.2004)

Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za niezgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. L 187/1 z 26.06.2014)

Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 702/2014 z dnia 25 czerwca 2014 r. uznające niektóre kategorie pomocy w sektorach rolnym i leśnym oraz na obszarach wiejskich za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. L 193/1 z 01.07.2014)

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2016 r. w sprawie szczegółowych wymagań, jakim powinna odpowiadać polityka wynagrodzeń zarządzającego ASI (Dz. U. poz. 1475)

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 6 marca 2018 r. w sprawie okresowych sprawozdań i informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej zarządzających ASI dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 552), które wydane zostało na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 225 ust. 4 u.f.i.

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 17 listopada 2016 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego rejestru zarządzających ASI (Dz. U. poz. 1882)

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 21 grudnia 2016 r. w sprawie uzupełnienia obowiązków informacyjnych zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2016 r. poz. 2097)

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 27 grudnia 2016 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 2288)

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 28 czerwca 2017 r. w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego (Dz. U. poz. 1285)

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 115, str. 1 z późn. zm.)

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. U. UE. L. z 2013 r. Nr 176, str. 1 z późn. zm.)

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE

Rozporządzenie Rady (WE) Nr 2157/2001 w sprawie statutu spółki europejskiej z dnia 8 października 2001 r. (dz. U. WE I. 294, poz. 1)

Umowa o wystąpieniu Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej z Unii Europejskiej i Europejskiej Wspólnoty Energii Atomowej (Dz. U. UE. C. z 2019 r. str. 144)

Ustawa o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615)

Ustawa o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z dnia 31 marca 2016 r. (Dz.U. z 4 maja 2016 poz. 615)

Ustawa z dnia 8 listopada 2013 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku tonażowym (Dz. U. poz. 1387)

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 ze zm.)

Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2096 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 483 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2013 r. poz. 70)

Ustawa z dnia 27 października 2017 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawy o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne (Dz. U. poz. 2175 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 498 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 623)

ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2019 r. poz. 623)

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2187 z późn. zm.)

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, (tekst jedn. Dz. U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.)

Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 615)

Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2016 r. poz. 615)

Ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (Dz. U. poz. 1572)

Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy - Prawo bankowe oraz ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 231, poz. 1546)

Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w celu wprowadzenia uproszczeń dla przedsiębiorców w prawie podatkowym i gospodarczym (Dz. U. poz. 2244)

Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w celu wprowadzenia uproszczeń dla przedsiębiorców w prawie podatkowym i gospodarczym (Dz. U. poz. 2244)

Wagniskapitalbeteiligungsgesetz vom 18.12.2013 (BGBl. I S. 4318) m.W.v. 24.12.2013

Statystyki i raporty:

Autorité des marchés financiers, C. Le Moign, K. Siempis, *First results from AIF reporting*, AMF France 2019

Dane statystyczne publikowane na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (stan na sierpień 2019), <https://www.gpw.pl/podstawowe-statystyki-gpw>

Dealroom, *2018 full year report: Annual European Venture Capital Report*, dealroom.co 2019, <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2019/02/Dealroom-2018-vFINAL.pdf>

Ernst and Young, *AIFMD: the road to implementation: Analysis of results*, EY 2013

European Investment Bank, *Investment Report 2017/2018 - from recovery to sustainable growth*, EIB 2018

European Securities and Markets Authority (ESMA), *Consultation paper - Guidelines on key concepts of the AIFMD of 19 December 2012*, ESMA/2012/845, s. 31 <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf>

European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report - Guidelines on key concepts of the AIFMD of 24 May 2013*, ESMA/2013/600 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf)

Eurostat, *Purchasing power parities (PPPs), price level indices and real expenditures for ESA 2010 aggregates*, Eurostat 2019, https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_ppp_ind&lang=en

General Motors Company Common Stock Summary Data, <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gm>

Gyczew A., Hajduczenia P., Trocha B., *VC in Poland*, Data Ventures 2019, <http://docs.google.com/spreadsheets/d/1QO10bTJQU1QsR8Ln3gIHYEnTiCd78797ixOMt8s5lzl>

Invest Europe, *2018 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics*, IE 2019

Investment Company Institute Fact book, *a Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry*, 59th edition, 2019, <https://static1.squarespace.com/static/56c237b2b09f95f2a778cab2/t/5cc8ebdbe2c483c67348299c/1556671482904/ICI.pdf>

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport Roczny 2018*, IZFiA 2019, <https://www.izfa.pl/download/pobierz/raport-roczny-izfia-2018>

PitchBook, *2018 Annual European Venture Annual Report*, PB 2019, https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2018_Annual_European_Venture_Report.pdf

PitchBook, *NVCA Venture Monitor 3Q*, PB 2019, https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/3Q_2019_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf

Prequin, *Special Report: The Venture Capital Top 100*, Prequin 2019, <https://docs.prequin.com/reports/Prequin-Special-Report-Venture-Capital-Top-100-Report.pdf>

Steigertahl L., Mauer R., *EU Startup Monitor 2018 Report*, European Commission, 2018

Venture Pulse, Q1'19, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise 2019, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/04/venture-pulse-q1-2019.pdf>

World Bank, *Listed domestic companies, total - United States*, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?end=2018&locations=US&start=1996&view=chart>

Wytyczne, stanowiska i komunikaty organów publicznych:

European Commission, Questions and answers by the European Commission on the European Commission, Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010 (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf,

European Securities and Markets Authority (ESMA), „Questions and Answers. Application of the AIFMD 4 June 2019, ESMA34-32-352, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf

European Securities and Markets Authority (ESMA), Guidelines on key concepts of the AIFMD of 13.08.2013, ESMA/2013/611, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-611_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_-_en.pdf

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne w sprawie kluczowych koncepcji ZAFI* z dn. 13.08.2013 r., ESMA/2013/611 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2013_00600000_pl_tra.pdf

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, *Wytyczne dotyczące obowiązków sprawozdawczych na podstawie art. 3 ust.3 lit. d) oraz art.24 ust.1, 2 i. 4 dyrektywy w sprawie ZAFI* z dn. 8.08.2014 r., ESMA/2014/869PL, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_2014_00040000_pl_cor.pdf

Financial Conduct Authority, *Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directives*, The Perimeter Guidance Manual, Chapter 16, s. 45, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PERG/16.pdf>

Komunikat KNF z dnia 29.01.2019 r. ws. wypełniania obowiązków informacyjnych oraz sprawozdawczych przez zarządzających ASI wpisanych do rejestru zarządzających

ASI(https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_ws_wypelniania_obowiazkow_informacyjnych_oraz_sprawozdawczych_przez_zaradzaj%C4%85cych_ASI_wpisanych_do_rejestru_ASI_64549.pdf)

Komunikat z 367. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 29 sierpnia 2017 r. (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_29_08_2017_58471.pdf)

Komunikat z 368. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 13 września 2017 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_13_09_2017_58629.pdf

Komunikat z 385. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 27 marca 2018 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_27_03_2018_61288.pdf

Komunikat z 390. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 18 maja 2018 r. (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_18_05_2018.pdf)

Komunikat z 403. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 14 września 2018 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_KNF_14_09_2018_62827.pdf

Questions and Answers. Application of the AIFMD 4 June 2019, ESMA34-32-352 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf)

Stanowisko Urzędu KNF w sprawie wypełniania obowiązków informacyjnych oraz sprawozdawczych przez zarządzających ASI wpisanych do rejestru zarządzających ASI z dnia 29 stycznia 2019 r., stanowisko UKNF w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej z dnia 5 marca 2018 r.

Stanowisko Urzędu KNF z 24.01.2018 r. w sprawie sposobu określania przedmiotu działalności przez zewnętrznie i wewnętrznie zarządzających ASI, jak również sposobu określania przedmiotu działalności alternatywnej spółki inwestycyjnej, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_ws_ASI_i_ZASI_24_01_2018.pdf

Stanowisko Urzędu KNF z 5.03.2018 r. w sprawie treści dokumentów polityki inwestycyjnej i strategii inwestycyjnej alternatywnej spółki inwestycyjnej (https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_treci_dokumentow_polityki_i_strategii_inwestycyjnej_61012.pdf)

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ubiegania się o wpis do rejestru zarządzających ASI, na podstawie art. 70zb i nast. ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2016 r. poz. 1896, z późn. zm.)

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 18 maja 2017 r. w sprawie identyfikacji przez spółki publiczne oraz inne podmioty czy ich działalność wymaga rejestracji lub zezwolenia KNF na podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2016 r. poz. 1896, z późn. zm.)

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 27 sierpnia 2018 r. w sprawie zasad sprawowania nadzoru nad zarządzającymi ASI wpisanymi do rejestru

zarządzających ASI, https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_w_sprawie_nadzoru_Komisji_nad_zarzadzajacymi_ASI_wpisanymi_do_rejestru_ZASI_62655.pdf

Zalecenie Komisji Europejskiej nr 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczącego definicji małych i średnich przedsiębiorstw Dz.U. L 124 z 20.5.2003.

Rejestry, sprawozdania, akty stosowania prawa, projekty aktów prawnych i inne:

Financial Conduct Authority, *Register of Small Registered UK AIFMs*, <https://www.fca.org.uk/publication/systems-information/aifmd-small-register.pdf>

Komisja Nadzoru Finansowego, *Towarzystwa funduszy inwestycyjnych i fundusze inwestycyjne*,

https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/TFI_i_FI

Rejestr Zarządzających Alternatywnymi Spółkami Inwestycyjnymi, https://www.knf.gov.pl/podmioty/Rejestry_i_Ewidencje/rejestr_Zarzadzajacych_ASI

Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2018 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Sprawozdanie%20z%20dzia%C5%82alno%C5%9Bci%20UKNF%20oraz%20KNF%20w%202018%20roku_66979.pdf

Zestawienie dat transpozycji dyrektywy ZAFI przez poszczególne państwa europejskie, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/NIM/?uri=CELEX:32011L0061>.

Interpretacja podatkowa z dnia 27 sierpnia 2019 r., sygn.. 0111-KDIB2-1.4010.268.2019.2.MJ.

Postanowienie NSA z 27 września 2005, I FSK 282/05.

Projekt ustawy z dn. 1 grudnia 2015 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw z projektami aktów wykonawczych, druk nr 69 cz. 1, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki8ka.nsf/0/FC73D0A2532B5D2FC1257F110049AD86/%24File/69-1.pdf>.

Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Warszawie z dnia 19 października 2018 r. (sygn. akt III SA/Wa 4045/17).

Wyrok z dnia 6 marca 2002 r. (sygn. V CKN 846/00, LEX nr 54476)

Artykuły internetowe:

Business Insider Polska, *Są pierwsze inwestycje funduszy VC uruchomionych przez PFR Ventures. Zainwestowały 42 mln zł*, 2019, <https://businessinsider.com.pl/firmy/strategie/inwestycje-funduszy-uruchomionych-przez-pfr-ventures/e2hgxh4>

Colson T., *The EU agrees to delay Brexit until January 31 2020*, <https://www.businessinsider.com/brexit-eu-agrees-to-delay-until-january-2020-2019-10?IR=T>

- Diallo A., *How 'venture builders' are changing the startup model*, 2015, <https://venturebeat.com/2015/01/18/how-venture-builders-are-changing-the-startup-model/>
- Gompers P. A., Lerner J., *What drives venture fundraising? Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics*, Harvard University National Bureau of Economic Research 1998, http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1998-micro/1998_bpeamicro_gompers.pdf
- Gupta K., *The Role of SMEs and Startups in Standards Development*, 2017, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3001513>
- Henrekson M., Sanandaji T., *Stock option taxation and venture capital activity: a cross-country study*, 2016, IFN Working Paper No. 1104, s. 51-71, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2713753
- J.H. Jans, Squintani L., Aragão A., Macrory R., Wegener B.W., *'Gold plating' of European Environmental Measures?*, 2009, s. 2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1485386
- Korosec K., *UPS takes minority stake in self-driving truck startup TuSimple*, TechCrunch 2019, <https://techcrunch.com/2019/08/15/ups-takes-minority-stake-in-self-driving-truck-startup-tusimple/>
- KPMG, *Luxembourg Investment Vehicles: an overview of the legal and regulatory requirements*, KPMG 2018, <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/lu/pdf/luxembourg-regulated-investment-vehicles-2018.pdf>
- Mollick E. R., *Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs* (March 25, 2013), SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2239204>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2239204>
- Money.pl*, *Fundusze VC PFR Ventures podpisały umowy z 22 startupami na ponad 100 mln zł*, 2019, <https://www.money.pl/gielda/fundusze-vc-pfr-ventures-podpisały-umowy-z-22-startupami-na-ponad-100-mln-zl-6420915747760257a.html>
- Nexto.in, *Software developers in Europe & the world: A study on the attractiveness of top tech cities for software developers*, Nexto.in 2018, s. 5, https://www.luxinnovation.lu/tradeandinvest/wp-content/uploads/sites/3/2018/05/nexten_software_developers_study_europe.pdf
- Perry J., Herd T., *Reducing M&A risk through improved due diligence*, *Strategy & Leadership* 2004, Vol. 32 No. 2, s. 12-19. <https://doi.org/10.1108/10878570410525089>
- PFR Ventures, *Załącznik nr 9: Kluczowe warunki naboru oraz wyboru Funduszy VC - PFR Otwarte Innowacje FIZ („Term Sheet”)*, https://pfrventures.pl/media/attachments/Zalacznik_nr_9_Kluczowe_warunki_naboru_oraz_wyboru_Funduszy_VC_Termsheet_Na_ZU7mYz_w.docx

Puls Biznesu, *Prezes PFR: fundusze VC zainwestowały w tym roku ponad 1 mld zł w startupy*, <https://www.pb.pl/prezes-pfr-fundusze-vc-zainwestowaly-w-tym-roku-ponad-1-mld-zl-w-startupy-972950>

Rapier G., Wolverton T., Uber lost \$5.2 billion in 3 months. Here's where all that money went, *Business Insider*, 9 sierpnia 2019, <https://www.businessinsider.com/where-uber-spends-its-money-lost-5-billion-second-quarter-2019-8?IR=T>

Rowley J. D., *There Are More VC Funds Than Ever, But Capital Concentrates At The Top*, *Crunchbase News* 2019, <https://news.crunchbase.com/news/there-are-more-vc-funds-than-ever-but-capital-concentrates-at-the-top>

Skarabot J., *Securitization and Special Purpose Vehicle Structures*, Haas School of Business, University of California at Berkeley, 2002, s. 4, <http://www.chinasecuritization.cn/upload/200605/20060507225859464.pdf>