

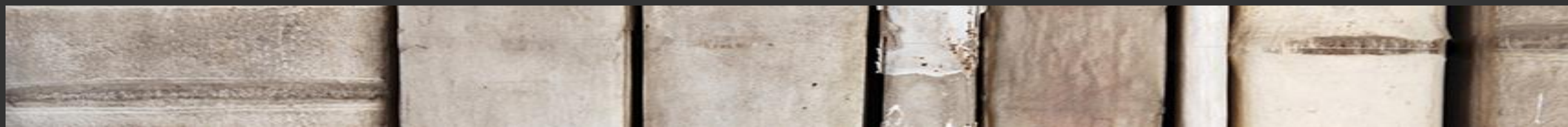
SPCG

STUDNICKI  
PŁESZKA  
ĆWIAKALSKI  
GÓRSKI

Kancelaria adwokatów i radców prawnych

# ASI - Alternatywna Spółka Inwestycyjna – co w praktyce to oznacza ?

Warszawa, 22 czerwca 2017 r.



## Kłopoty...



## Tym razem problem nie dotyczy wyłącznie TFI...

Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw wprowadziła zasady wykonywania działalności przez alternatywne spółki inwestycyjne oraz zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

Ponadto podmioty, które w dniu wejścia w życie tej ustawy, to jest 4 czerwca 2016 r., wykonują działalność w zakresie zbierania aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną i nie są funduszami inwestycyjnymi, są obowiązane dostosować działalność do przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi w terminie 12 miesięcy od dnia wejścia w życie omawianej ustawy, to jest do dnia 4 czerwca 2017 r.

## AFI i ASI – kolejne skrótowce w finansowym uniwersum...

Alternatywny fundusz inwestycyjny („AFI”) jest instytucją 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 jednocześnie funduszem typu UCITS, tj.: funduszem działającym zgodnie z prawem UE regulującym zasady zbiorowego inwestowania w papiery wartościowe.

Alternatywna spółka inwestycyjna („ASI”) jest alternatywnym funduszem inwestycyjnym, innym niż specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte i fundusze inwestycyjne zamknięte.

## ASI i AFI – był z tym kłopot, żeby zdefiniować właściwie...

Dyrektywa AIFMD definiuje AFI jako instytucję zbiorowego inwestowania, zaś zarządzający AFI jest określony jako osoba prawna, której stała działalność polega na zarządzaniu AFI.

Zgodnie z polskimi przepisami ASI może prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, w tym spółki europejskiej lub spółki komandytowej albo spółki komandytowo – akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa, w tym spółka europejska.

Zarządzającym ASI może być wyłącznie: spółka kapitałowa będąca ASI – prowadząca działalność jako wewnętrznie zarządzający ASI, bądź spółka kapitałowa będąca komplementariuszem ASI – prowadząca działalność jako zewnętrznie zarządzający ASI.

## Tymczasem okazało się...

W 2015 roku w załączonej do uzasadnienia projektu ustawy ocenie skutków regulacji było napisane:

*„Nie jest możliwe jednoznaczne oszacowanie liczby ZAFI i AFI działających w formie innej niż określona w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Z przeprowadzonych analiz wynika jednak, iż jedynie kilka spółek kapitałowych, czy też zarządzających spółkami komandytowymi i komandytowo-akcyjnymi prowadzących działalność wspólnego inwestowania, z uwagi na wartość aktywów pod zarządzaniem może podlegać pełnym wymogom projektowanej regulacji. Należy zauważyć, iż członkami Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych jest 45 firm zarządzających funduszami private equity/venture capital.”*

Zgodnie z publicznie dostępnymi informacjami Komisja Nadzoru Finansowego rozpatruje około 100 wniosków o wpis do rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi.

## ASI i zarządzający ASI – ograniczony przedmiot działalności...

Wyłącznym przedmiotem działalności ASI, z zastrzeżeniem wyjątków określonych w ustawie, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną.

Przedmiotem działalności zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie ASI, w tym wprowadzanie tej spółki do obrotu, oraz zarządzanie unijnym AFI, w tym wprowadzanie tych AFI do obrotu.

Na tle powyższych definicji powstają wątpliwości co do kwalifikowania rozwiązań realizowanych we współpracy z Narodowym Centrum Badań i Rozwoju czy Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości.



## Kiedy zezwolenie, a kiedy rejestracja ?

Wykonywanie działalności zarządzającego ASI w zależności od wartości aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych ASI, którymi dany zarządzający ASI zamierza zarządzać, wymaga bądź uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, bądź wpisu do rejestru zarządzających ASI, prowadzonego przez Komisję.

Uzyskanie zezwolenia na wykonywanie działalności zarządzającego ASI nie będzie wymagane jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych ASI, którymi zamierza zarządzać lub zarządza zarządzający ASI, nie przekracza wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 mln EUR, a w przypadku gdy zarządzający ASI zarządza wyłącznie spółkami, które nie stosują dźwigni finansowej AFI i w których prawa uczestnictwa mogą być odkupione po co najmniej 5 latach od momentu ich nabycia – równowartości kwoty 500 mln EUR.



## Zezwolenie, a rejestracja – jaka różnica ?

Zarządzający ASI, którzy podlegają obowiązkowi wpisania do rejestru mają z jednej strony ograniczone wymagania i warunki prowadzenia działalności, a w konsekwencji – również zakres nadzoru KNF, ale z drugiej strony, ograniczony zakres działalności, jaką mogą prowadzić, w szczególności nie mogą korzystać z paszportu europejskiego, czyli nie mogą ani zarządzać unijnymi AFI ani wprowadzać do obrotu zarządzanych spółek w państwach UE.

Równocześnie podmiotów tych nie dotyczą wymagania organizacyjne, techniczne, kapitałowe i informacyjno-sprawozdawcze, jakie odnoszą się do zarządzających ASI działających na podstawie zezwolenia, w szczególności nie muszą wyznaczać depozytariusza, zatrudniać doradców inwestycyjnych, utrzymywać określonych kapitałów własnych, sporządzać informacji dla klienta AFI czy sprawozdań rocznych.

## Niskie wymogi dla podmiotów objętych rejestracją, czy to sen ?

Nie, wygląda to na świadomą decyzję. W uzasadnieniu do projektu ustawy czytamy:

*„...podniesienia wymaga, iż krajowy rynek alternatywnych funduszy inwestycyjnych, innych niż SFIO i FIŻ, 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/private equity zdecydowano o nienakładaniu na zarządzających ASI nadmiernych wymogów organizacyjno-prawnych.”*

## Lepiej nie ryzykować i dopełnić formalności...

Wykonywanie działalności zarządzającego ASI bez zezwolenia bądź bez uprzedniego wpisu do rejestru zarządzających ASI **podlega odpowiedzialności karnej.**

*„kto bez wymaganego zezwolenia lub wbrew warunkom określonym w ustawie wykonuje działalność polegającą na lokowaniu w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego lub inne prawa majątkowe, aktywów osób fizycznych, osób prawnych lub jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej, zebranych w drodze propozycji zawarcia umowy, której przedmiotem jest udział w tym przedsięwzięciu **podlega grzywnie do 10 000 000 zł i karze pozbawienia wolności do lat 5**”*

*„kto bez wymaganego zezwolenia albo wpisu do rejestru wykonuje działalność, o której mowa m.in. w art. 70e ust. 1 ustawy, **podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności do lat 5, albo obu tym karom łącznie**”*

## Być zarządzającym ASI to brzmi dumnie, ale co to znaczy w praktyce ? (1)

Zarządzających ASI prowadzących działalność na podstawie zezwolenia obejmują wymagania w dużym stopniu zbliżone do wymagań określonych dla działalności TFI i dotyczące w szczególności:

- wymagań, jakie muszą spełniać członkowie zarządu i rady nadzorczej oraz obowiązku zatrudniania doradców inwestycyjnych;
- ograniczeń i warunków powierzania wykonywania czynności innym podmiotom oraz dokonywania wyceny aktywów;
- polityki wynagrodzeń;
- wymagań organizacyjnych i technicznych, w tym w zakresie systemu kontroli wewnętrznej;
- wymogów kapitałowych dotyczących kapitału początkowego oraz utrzymywania kapitału własnego.

## Być zarządzającym ASI to brzmi dumnie, ale co to znaczy w praktyce ? (2)

Ustawa przewiduje w znacznie mniejszym stopniu niż w odniesieniu do TFI możliwość ingerencji Komisji Nadzoru Finansowego w zmiany zaangażowania kapitałowego wspólników i akcjonariuszy zarządzającego ASI. Ustawa przewiduje wyłącznie obowiązek informacyjny zarządzającego ASI w tym zakresie i kontrolę następczą KNF, która może doprowadzić do uruchomienia instrumentów mających na celu zniwelowanie negatywnego wpływu wspólnika lub akcjonariusza na zarządzanie podmiotem.

## Być zarządzającym ASI to brzmi dumnie, ale co to znaczy w praktyce ? (3)

Zgodnie z przepisami dyrektywy AIFMD państwa członkowskie mogą zezwolić zewnętrznie zarządzającym ZAFI na świadczenie działalności ubocznej do zarządzania alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. W związku z tym, ustawa dopuszcza aby TFI posiadające zezwolenie na zarządzanie alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, świadczyło także dodatkową usługę przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych.

W przypadku zarządzających ASI uznano, iż brak jest podstaw do rozszerzenia ich przedmiotu działalności ponad zarządzanie ASI.

## Co z dotychczas działającymi podmiotami? (1)

Podmioty wykonujące w dniu wejścia w życie ustawy działalność inwestycyjną inną niż działalność funduszy inwestycyjnych nie będą musiały z dnia na dzień przerwać jej wykonywania dla uzyskania wymaganych zezwoleń i wpisów do rejestru.

W tym celu przepisy przejściowe wprowadzają 12-miesięczny okres na zakończenie dotychczasowej działalności na dotychczasowych zasadach, bez względu na zamierzenia co do jej kontynuowania.

Podmioty, które zdecydowałyby się na kontynuowanie swojej działalności będą obowiązane do dostosowania zarówno sposobu jej wykonywania, jak i w wielu przypadkach – również formy prawnej jej wykonywania (np. utworzenia określonej spółki) – jednakże w razie złożenia stosownego wniosku o zezwolenie albo wpis w dostosowawczym okresie 12 miesięcy, będą mogły oczekiwać na rozstrzygnięcie sprawy, kontynuując działalność na dotychczasowych zasadach.



## Co z dotychczas działającymi podmiotami? (2)

Powyższe oznacza, że czas minął...

SPCG

## Postarajmy się spojrzeć na obecne procesy z perspektywy czasu...

Celem dyrektywy ZAFI było ustanowienie rynku wewnętrznego zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, tj. zarządzających wszelkimi typami funduszy, które nie są objęte dyrektywą UCITS, oraz zharmonizowanych i rygorystycznych ram regulacyjnych i nadzorczych Unii dla ich działalności.

Regulując wspólne wymogi w tym zakresie, uwzględniono zidentyfikowane w czasie kryzysu finansowego ryzyka związane z działalnością takich podmiotów. Podmioty te odpowiadają w Unii za zarządzanie znaczną kwotą zainwestowanych aktywów, dokonują na rynkach instrumentów finansowych transakcji o istotnej wartości i 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 finansowego.

## Możemy, bo upłynęły już prawie 4 lata od terminu implementacji...

Do dnia 22 lipca 2017 r. Komisja Europejska ma rozpocząć przegląd funkcjonowania przepisów dyrektywy AIFMD i przedstawić Parlamentowi Europejskiemu oraz Radzie sprawozdanie o skutkach obowiązywania przewidzianych w ustawie rozwiazań. Przegląd będzie dokonany w oparciu o konsultacje społeczne oraz konsultacje z właściwymi organami.

Jednocześnie na potrzeby przeglądu wszystkie państwa członkowskie co roku są zobowiązane dostarczać Komisji Europejskiej informacje w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, którzy pod ich nadzorem zarządzają AFI lub wprowadzają je do obrotu.

## Zanim jednak poznamy wyniki prac Komisji Europejskiej... (1)

Ostatni kryzys finansowy spowodował zwrócenie uwagi regulatorów i nadzorców na fundusze hedgingowe i private equity.

W USA przyjęto Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, w Europie dyrektywę AIFMD.

AIFMD została przyjęta po długiej dyskusji między sektorem funduszy i Anglią po jednej stronie i Niemcami oraz Francją po drugiej stronie.

---

## Zanim jednak poznamy wyniki prac Komisji Europejskiej... (2)

AIFMD miała na celu zwiększenie ochrony inwestorów m.in. poprzez wprowadzenie zasad postępowania dla zarządzających, przepisów dotyczących wyceny aktywów, depozytariusza i obowiązków raportowych wobec inwestorów, obowiązków w zakresie identyfikowania i zarządzania konfliktami interesów.

Aby zaadresować kwestię destabilizującego wpływu funduszy hedgingowych na rynki finansowe dyrektywa zawiera szereg postanowień, które wymagają wdrożenia procedur zarządzania ryzykiem i płynnością, polityki wynagrodzeń przeciwdziałającej skłonności do podejmowania nadzwyczajnego ryzyka oraz obowiązków raportowych wobec właściwych władz.

## Posłuchajmy opinii i głosów już wyrażonych w licznych publikacjach... (1)

Za plus poczytuje się wprowadzenie rozwiązań dotyczących jednolitego paszportu, czyli jednego z fundamentów wspólnego rynku.

Jako minus autorzy wskazują przyjęcie w dyrektywie jednolitego podejścia do bardzo różnorodnego świata funduszy „alternatywnych”.

Kolejnym minusem w obszarze ochrony inwestorów jest ustanowienie mniejszych wymagań dla mniejszych funduszy o niewielkim *track record*, podczas gdy podnosi się, że ryzyko nieprawidłowości w takich organizacjach jest większe niż w dużych, rozwiniętych strukturach.

## Posłuchajmy opinii i głosów już wyrażonych w licznych publikacjach... (2)

Za nieadekwatne poczytuje się rozwiązania dotyczące polityki wynagrodzeń mającej przeciwdziałać nadmiernemu ponoszeniu ryzyka, z uwagi na brak udokumentowanych przypadków, w których wynagrodzenie przyjęte w danym funduszu prowadzi do naruszenia jego finansowej stabilności. Przyjmuje się raczej, iż są to rozwiązania potrzebne w dużych klasycznych instytucjach finansowych. Systemy wynagradzania w funduszach oparte o koinwestycję zarządzających wydają się być jak dotąd skutecznym mechanizmem.

Za nieosiągnięte uznaje się cele polegające na zmniejszeniu wpływu funduszy alternatywnych na ryzyko systemowe, z uwagi na podnoszony brak odpowiedniej ekspertyzy po stronie krajowych organów nadzoru w zakresie mierzenia ryzyka systemowego, co powoduje iż naturalną kolejną rzeczą regulatorzy Ci koncentrują się raczej na ochronie inwestorów.



## Posłuchajmy opinii i głosów już wyrażonych w licznych publikacjach... (3)

Badania pokazują, iż 82% zarządzających AFI jest zgodnych z AIFMD, z czego 90% to zarządzający z UK (około 80% zarządzających europejskimi funduszami hedgingowymi ma siedzibę w UK), co pokazuje, iż proces implementacji w Europie przebiegł relatywnie sprawnie.

Jednocześnie regulacje AIFMD spowodowały, że większość zarządzających z USA zdecydowała się nie działać w Europie lub ewentualnie działać z użyciem koncepcji *reverse solicitation*.

Więcej zarządzających z UE ocenia negatywnie niż pozytywnie wpływ AIFMD. Co zrozumiałe w przeprowadzanych badaniach negatywnego zdania była zdecydowana większość (ponad 70%) zarządzających z USA.

## Posłuchajmy opinii i głosów już wyrażonych w licznych publikacjach... (4)

Od 2013 roku znacząco spadło przekonanie, iż większość zarządzających zdecyduje się opuścić Europę w stronę *off shore*, choć nadal jeszcze w 2015 r. około 50% badanych była zdania, że pewna część mniejszych funduszy może tak uczynić chcąc uniknąć kosztów związanych z implementacją AIFMD. Wygląda na to, że jednak jednolity paszport, który czyni dystrybucję znacząco łatwiejszą, jest silnym benefitem dyrektywy.

Z badań wynika, że dla większości zarządzających funduszami o wartości aktywów poniżej 100 mln EUR największą obawą związaną z implementacją AIFMD są koszty zapewnienia zgodności z przepisami dyrektywy, podczas gdy tylko dla 18% zarządzających funduszami o wartości aktywów powyżej 1 miliarda EUR jest to główna obawa. Natomiast ta ostatnia grupa obawia się najbardziej ryzyk związanych z niepewnością i brakiem jasnych wytycznych co do postępowania (zwłaszcza co do *reverse solicitation* lub różnic w implementacji dyrektywy w poszczególnych państwach członkowskich).

## Posłuchajmy opinii i głosów już wyrażonych w licznych publikacjach... (5)

Podobnie wygląda na to, że w odniesieniu do małych i średnich zarządzających koszty te okazały się wyższe niż oczekiwano, podczas gdy większe fundusze w badaniu wykazywały, iż koszty te były zgodne z oczekiwaniami.

Ocenia się, że największymi wygranymi AIFMD są bardzo duże organizacje, które często mają w swoich strukturach zarządzanie funduszami UCITS. Dla nieco mniejszych ale nadal dużych funduszy, AIFMD postrzega się nadal bardziej jako okazję niż zagrożenie z uwagi na korzyści związane z jednolitym paszportem europejskim. Największym wyzwaniem AIFMD pozostaje dla małych funduszy, dla których problematyczne są koszty funkcjonowania. To w naturalny sposób wymuszać będzie konsolidację sektora.

## Konkludując...

Przyjmuje się, że wpływ dyrektywy na ochronę inwestorów jest raczej pozytywny, choć z różnych badań wynika, że sama branża ma na ten temat opinie mieszane.

Natomiast bardzo ostrożnie lub negatywnie ocenia się wpływ dyrektywy na zwiększenie bezpieczeństwa systemów finansowych i zmniejszenie ryzyka systemowego. Wskazuje się przy tym, iż brakuje danych pozwalających na ocenę, czy regulatorzy krajowi będą potrafili uczynić użytek z licznych zgromadzonych informacji, co więcej podkreśla się, że nieumiejętne wykorzystanie tych informacji poprzez nietrafione interwencje nadzorców może uczynić więcej szkody niż pożytku.

## DZIĘKUJĘ ZA UWAGĘ

**Artur Zapala**  
radca prawny  
Partner

[a.zapala@spcg.pl](mailto:a.zapala@spcg.pl)

tel.: +48 604 949 923

ul. Złota 59  
Warszawa

**Siedziba Kancelarii:**

ul. Jabłonowskich 8  
31-114 Kraków  
tel.: +48 12 427 24 24  
e-mail: [spcg@spcg.pl](mailto:spcg@spcg.pl)

**Oddział w Warszawie:**

ul. Złota 59  
00-120 Warszawa  
tel.: +48 22 244 83 00  
e-mail: [warszawa@spcg.pl](mailto:warszawa@spcg.pl)

**Oddział w Katowicach:**

ul. Warszawska 10  
40-006 Katowice  
tel.: +48 32 352 19 60  
e-mail: [katowice@spcg.pl](mailto:katowice@spcg.pl)

**Oddział we Wrocławiu:**

ul. Więzienna 21/31  
50-118 Wrocław  
tel.: +48 71 722 42 10  
e-mail: [wroclaw@spcg.pl](mailto:wroclaw@spcg.pl)

