Projekt „Usytuowanie na poziomie samorządów lokalnych instrumentów wsparcia dla MŚP, działających w oparciu o model wielopoziomowego zarządzania regionem" finansowany przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju w ramach Programu Strategicznego Gospostrateg,

realizowany przez konsorcjum w składzie: Województwo Kujawsko-Pomorskie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie i Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu.

Nr umowy GOSPOSTRATEG1/385453/3/NCBR/2018

Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

Konsorcjum naukowe:

KUJAWY POMORZE

UNIWERSYTET MIKOŁAJA KOPERNIKA W TORUNIU

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE

CZĘŚĆ I PROJEKTU:

– badanie środowiska regulacyjnego oraz koncepcja założeń regulacyjnych –

(*MODEL LFRG*)

dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW

Spis treści:

I. **Projekt – s. 2**

II. **Zamówienie – s. 2**

III. **Część I Projektu – s. 2**

IV. **Metodyka pracy – s. 3**

V. **Wstęp do analizy - s. 3**

VI. **Opis modelu LFRG (synteza) – s. 5**

VII. **Analiza prawna (badanie środowiska regulacyjnego) – s. 8**

7.1 Alternatywna spółka inwestycyjna (ASI) – s. 8

7.2 Spółka zarządzająca ASI– s. 22

7.3 Spółka komandytowo – akcyjna (SKA) – s. 31

7.4 Analiza podatkowa działalności SKA – s. 41

VIII. **Czynniki ryzyka – s. 50**

IX. **Kolejność podejmowanych czynności w ramach tworzenia LFRG i koncepcja założeń regulacji – s. 52**

X. **Executive summary – s. 56**

XI. **Bibliografia – s. 58**

I. PROJEKT: „Usytuowanie na poziomie samorządów lokalnych instrumentów wsparcia dla MŚP, działających w oparciu o model wielopoziomowego zarządzania regionem", (akronim: REGIOGMINA) nr 385453, Program GOSPOSTRATEG.

II. ZAMÓWIENIE: „Stworzenie koncepcji założeń regulacji prawnych wraz z analizą środowiska regulacyjnego, w tym wskazanie zakresu ewentualnych zmian w regulacjach na poziomie ustawowym oraz sformułowanie propozycji projektów aktów prawnych i towarzyszących dokumentów organizacyjnych odzwierciedlających wnioski zawarte w badaniach ekonomicznych realizowanych w ramach projektu" (**Zamawiający: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie**).

III. CZĘŚĆ I PROJEKTU: „Opracowanie badania środowiska regulacyjnego oraz koncepcja założeń regulacji wraz z analizą możliwości interwencji regulacyjnej wobec planowanych rozwiązań organizacyjnych Lokalnych Funduszy Rozwoju Gospodarczego (**LFRG**). Propozycja projektów aktów prawnych w zakresie LFRG ze szczególnym uwzględnieniem kwestii podatkowych oraz identyfikacja ryzyk i

kierunków funkcjonowania lokalnych Funduszy Rozwoju Gospodarczego, w tym obejmująca problematykę perspektywy prawnej UE wraz z wnioskami legislacyjnymi dla eliminowania zidentyfikowanych dysfunkcji otoczenia prawnego, analiza *ex ante*. Zamawiający wymaga, by Wykonawca sformułował założenia 5 aktów prawnych i w oparciu o nie 5 projektów aktów prawnych" (**Wykonawca Części I: dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW**).

IV. **METODYKA PRACY**: W przedmiotowym opracowaniu Autor wykorzystał przede wszystkim metodę dogmatyczno-prawną, funkcjonalną i aksjologiczną, które stosuje się w tego rodzaju pracach – przy dokonywaniu **analiz prawnych**. Podstawą przeprowadzonego badania były bowiem regulacje prawa powszechnie obowiązującego w polskiej jurysdykcji prawnej – wraz z oceną ich zgodności z prawem unijnym. Dokonana wykładnia norm wynikających z przepisów prawa miała w pierwszej kolejności charakter literalny (semantyczny), natomiast z pola widzenia Autora nie zaniknęły ani względy celowościowe (systemowe) ani też funkcjonalne analizowanych regulacji.

V. **WSTĘP DO ANALIZY:** Przybliżony w ramach opracowania niniejszej Części I Projektu **model LFRG** zasadza się na następujących założeniach wstępnych:

- **Infrastruktura wsparcia typu LFRG** winna być (zgodnie z założeniami tego projektu) usytuowana „*na poziomie samorządów lokalnych*" w oparciu o „*model wielopoziomowego zarządzania regionem*", co oznacza potrzebę adekwatnego uplasowania rozwiązań instytucjonalnych i organizacyjnych LFRG, z uwzględnieniem zadań (kompetencji) jednostek samorządu terytorialnego. **Nie musi to jednak oznaczać ścisłego powiązania formalnego ze strukturą jednostek samorządu terytorialnego – a jedynie określenie pewnych więzi o naturze funkcjonalnej i celowościowej**. Innymi słowy, model LFRG nie jest częścią struktury jednostek samorządu terytorialnego, co nie zmienia faktu, iż model LFRG winien stać się elementem wsparcia rozwoju danego obszaru (województwa), w szczególności w obszarze finansowania projektów lokalnych przedsiębiorców. W takim ujęciu, bezspornie istotnym jest przede wszystkim dokonanie właściwej identyfikacji **podmiotu inicjującego** utworzenie struktury LFRG, a także podmiotów uczestniczących w takiej strukturze już w fazie realizacyjnej;

- W konsekwencji do powyższego, założyć należy, iż sam fakt **zainicjowania tworzenia LFRG** przez podmiot samorządu terytorialnego nie musi jednak oznaczać ani formalnego związania bieżącej działalności LFRG z „inicjującymi jego działalność" podmiotami samorządu terytorialnego (w obszarze zarządczym, kadrowym, operacyjnym, inwestycyjnym, *ect*.) – ani też wykonywania kontroli lub nadzoru działalności LFRG przez samorząd terytorialny. Przyjęty model winien zakładać działalność LFRG opartą na kryteriach wolnorynkowych i efektywnej gospodarce powierzonymi środkami pieniężnymi (ze szczególnym uwzględnieniem prowadzenia optymalnej polityki lokacyjnej) – bez ograniczeń w zakresie prowadzenia tego rodzaju działalności przez podmioty sfery *ius publicum* – co jest właściwością działalności jednostek samorządu terytorialnego;

- Model może zakładać utworzenie **więcej niż jednego LFRG** na obszarze województwa samorządowego – tj. np. kilku LFRG prowadzących działalność na obszarze powiatu/powiatów lub grupy powiatów;

- Biorąc pod uwagę współczesne polskie realia i uwarunkowania legislacyjne, model LFRG winien być oparty w jak najszerszym stopniu na **obowiązujących regulacjach prawnych**, bez dokonywania (o ile nie jest to niezbędnie konieczne) interwencji ustawodawcy, ze szczególnym uwzględnieniem przepisów normujących funkcjonowanie samorządu województwa, prowadzenia gospodarki komunalnej przez gminy, a także zasad działania spółek handlowych (kapitałowych i osobowych), funkcjonowania funduszy inwestycyjnych – w tym nowych rodzajów podmiotów zbiorowego inwestowania (np. alternatywnych spółek inwestycyjnych) oraz zasad emisji obligacji, jako alternatywnego dla kredytu bankowego sposobu pozyskiwania kapitału;

- **Beneficjentami** projektowanej infrastruktury wsparcia typu LFRG mają być podmioty sektora MŚP z danego województwa (przedsiębiorcy z siedzibą na terenie danego województwa – a przy koncepcji utworzenia kilku LFRG na terenie jednego województwa – byliby to przedsiębiorcy z terenu danego powiatu lub grupy powiatów), którzy uzyskają możliwość finansowania własnych projektów przez LFRG, na bazie środków zgromadzonych przez LFRG,

zgodnie z przyjętą przez ten podmiot polityką inwestycyjną, która pozostanie w koherencji ze strategiami rozwoju województwa samorządowego – ze szczególnym uwzględnieniem wsparcia lokalnej przedsiębiorczości;

- **Uczestnikami infrastruktury** wsparcia typu LFRG, zarówno w znaczeniu kapitałowym (wspólnicy/ akcjonariusze nowotworzonych spółek) jak i finansowym (pożyczkodawcy/ obligatariusze) mogą być zarówno podmioty samorządowe (gminne jednostki samorządu terytorialnego z obszaru danego województwa lub podmioty przez nie utworzone – na obszarze których działa dany LFRG), jak i instytucje finansowe, podmioty utworzone przez centralną administrację rządową, a także podmioty prywatne (przedsiębiorcy z siedzibą na terenie danego województwa, powiatu lub grupy powiatów lub osoby fizyczne) – **z zastrzeżeniem zapewnienia zgodności zaangażowania kapitałowego lub finansowego tych podmiotów w strukturę LFGR, w świetle obowiązujących (te podmioty) regulacji prawnych**;

- Założeniem byłoby pozyskanie przez LFRG **zewnętrznych inwestorów** w pierwszej kolejności w formule korporacyjnej (np. jako *akcjonariusze* w spółce komandytowo – akcyjnej) – zaś w drugiej kolejności podmioty te (tworząc już strukturę właścicielską LFRG) mogłyby angażować swoje środki pieniężne w formule finansowej (np. jako *obligatariusze* obligacji emitowanych przez LFRG lub jako *pożyczkodawcy* w umowach pożyczki zawieranych z LFRG);

VI. OPIS MODELU LFRG (SYNTEZA):

Po dokonaniu stosownych analiz w zakresie wypracowania optymalnej struktury dla modelu LRFG, które to analizy oparte były na przybliżonych w pkt. IV powyżej założeniach wstępnych oraz na wykładni materii regulacyjnej, możliwym jest przyjęcie następującej konstrukcji prawnej dla modelu LFRG (w ujęciu syntetycznym), która to konstrukcja będzie omawiana szczegółowo w dalszej części niniejszego opracowania:

- Model LFRG winien opierać się na konstrukcji prawnej **alternatywnej spółki inwestycyjnej** (dalej „***ASI***"), utworzonej zgodnie z regulacjami ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dalej „***FundIU***");

- Zgodnie z art. 8a ust. 3 FundIU wyłącznym **przedmiotem działalności** ASI, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną **polityką inwestycyjną**;

- Beneficjenci modelu LFRG (przedsiębiorcy z danego województwa lub powiatu lub grupy powiatów) mogliby zgłaszać do ASI własne projekty (przedsięwzięcia) wymagające wsparcia finansowego (dalej „***Projekty***"), a po ich pozytywnej weryfikacji, ASI finansowałaby te Projekty, realizując w ten sposób własną politykę inwestycyjną. Inną możliwością realizacji Projektów byłoby aktywne inicjowanie (poszukiwanie) projektów przez osoby zarządzające ASI na obszarze działania LFRG;

- Finansowanie Projektów przez ASI pozostawałoby zgodne także ze strategią rozwoju danego województwa w obszarze m.in. wspierania przedsiębiorczości, a w szczególności pozostawałoby zgodne z: *pobudzaniem aktywności gospodarczej* oraz *podnoszeniem poziomu konkurencyjności i innowacyjności gospodarki województwa*, jak i *tworzeniem warunków rozwoju gospodarczego, w tym kreowanie rynku pracy* (co wynika *explicite* z ustawy o samorządzie województwa, o czym poniżej);

- Zgodnie z art. 8a ust. 2 pkt 2 FundIU, w omawianym przypadku ASI prowadziłaby działalność w formie **spółki komandytowo-akcyjnej** (dalej „***SKA***"), w której jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (dalej „***SPV***");

- SPV zawiązywałyby osoby (wysoko wykwalifikowani i doświadczeni menadżerowie), którzy zostaliby wybrani w drodze konkursu zainicjonowanego przez Marszałka województwa samorządowego (dalej „***Zespół Zarządzający***"). Członkowie Zespołu Zarządzającego byliby jedynymi udziałowcami SPV, a także członkami zarządu SPV;

- SPV (a tym samym, działając w strukturze sp. z o.o. – członkowie Zespołu Zarządzającego) realizowaliby wymaganą FundIU funkcje **Zarządzającego ASI**. Zgodnie z art. 8b FundIU Zarządzający ASI zarządza alternatywną spółką inwestycyjną, w tym co najmniej portfelem inwestycyjnym tej spółki oraz

ryzykiem. To oznacza, iż przedmiotem działalności Zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną. Zarządzającym ASI (w przypadku formy prawnej SKA) jest spółka kapitałowa będąca komplementariuszem alternatywnej spółki inwestycyjnej – czyli w przedstawianych realiach byłaby to SPV (**zewnętrznie zarządzający ASI**);

- Co do zasady, w zależności od wartości portfela inwestycyjnego, Zarządzający ASI (alternatywnie) albo (i) musi uzyskać zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego (dalej „***KNF***") na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI albo (ii) prowadzi działalność po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI prowadzonego przez KNF – *vide* **postępowanie reglamentacyjne przed KNF**. Przy zakładanej kapitalizacji LRFG poniżej ustawowego poziomu równowartości kwoty 100.000.000 Euro, działalność ASI prowadzona byłaby wyłącznie w oparciu o wpis do rejestru zarządzających ASI. To zaś w konsekwencji powodowałoby **zmniejszenie wymogów regulacyjnych** przewidzianych (co do zasady) dla ASI na gruncie FundIU (o czym szerzej poniżej);

- Zgodnie z art. 125 Kodeksu spółek handlowych, spółką komandytowo-akcyjną jest spółka osobowa mająca na celu prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną firmą, w której wobec wierzycieli za zobowiązania spółki co najmniej jeden wspólnik odpowiada bez ograniczenia (**komplementariusz**), a co najmniej jeden wspólnik jest **akcjonariuszem**. Należy przy tym pamiętać, iż liczba akcjonariuszy może być jednak większa już na etapie zawiązywania SKA (obejmowania akcji po podpisaniu statutu spółki) albo (alternatywnie) kolejni akcjonariusze mogą przystępować do zawiązanej już i zarejestrowanej w KRS spółki, uczestnicząc w subskrypcji akcji nowych emisji (serii) w SKA – w ramach kolejnych podwyższeń kapitału zakładowego SKA;

- Gromadzenie przez ASI (SKA) środków pieniężnych („*zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów*") opierałoby się albo na **zaangażowaniu kapitałowym** inwestorów (obejmowanie lub nabywanie akcji SKA) albo na **zaangażowaniu finansowym** inwestorów (obejmowanie obligacji emitowanych przez SKA). Dopuszczalnym prawnie instrumentem zaangażowania finansowego inwestorów byłyby także umowy pożyczki zawierane z SKA;

- Tak jak to zostało wskazane powyżej w założeniach do modelu, optymalnym z punktu widzenia działalności LFRG byłoby pozyskanie przez LFRG **zewnętrznych inwestorów** w pierwszej kolejności w formule korporacyjnej (np. jako *akcjonariusze* w spółce komandytowo – akcyjnej) – zaś w drugiej kolejności podmioty te (tworząc już strukturę właścicielską LFRG) mogłyby angażować swoje środki pieniężne w formule finansowej (np. jako *obligatariusze* obligacji emitowanych przez LFRG lub jako *pożyczkodawcy* w umowach pożyczki zawieranych z LFRG). Należy zatem podkreślić, iż w konsekwencji do powyższego, inwestorzy byliby (w pierwszej kolejności) **akcjonariuszami SKA** – zaś część z nich byłaby (w drugiej kolejności) **obligatariuszami** lub **pożyczkodawcami** SKA;

- Środki pieniężne uzyskane przez SKA stanowiłyby podstawę do finansowania Projektów przez Zespół Zarządzający (działający w imieniu komplementariusza SKA) zgodnie z polityką inwestycyjną ASI, strategiami inwestycyjnymi Zespołu Zarządzającego i w spójności ze strategiami rozwoju województwa.

VII. ANALIZA PRAWNA (BADANIE ŚRODOWISKA REGULACYJNEGO):

7.1 Alternatywna Spółka Inwestycyjna (ASI)

(i) Na wstępie zaznaczenia wymaga, iż w dniu 4 czerwca 2016 r. weszła w życie ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2016 r. poz. 615). Podstawowym celem tej nowelizacji było wdrożenie do polskiego porządku prawnego celów wyznaczonych przez Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (**Dyrektywa ZAFI**);

(ii) Celem Dyrektywy ZAFI było zharmonizowanie na obszarze UE działalności tzw. alternatywnych funduszy inwestycyjnych (**AFI**), czyli **funduszy pozyskujących środki pieniężnej (kapitałowe) od „zewnętrznych" inwestorów**, o formule działania alternatywnej wobec tradycyjnych UCITS (tj. funduszy działających na podstawie prawa Unii Europejskiej regulującego zasady zbiorowego inwestowania typu otwartego w zbywalne papiery wartościowe, którymi

w polskim porządku prawnym jest fundusz inwestycyjny otwarty i tzw. fundusz zagraniczny w rozumieniu FundIU);

(iii) Preambuła Dyrektywy ZAFI stanowi, iż skoro zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI) odpowiadają w UE za zarządzanie znaczną kwotą zainwestowanych aktywów, dokonując na rynkach instrumentów finansowych transakcji o istotnej wartości – siłą rzeczy mogą wywierać znaczący wpływ na rynki i przedsiębiorstwa, w które inwestują (*pkt 1 Preambuły*). Dlatego też, aby opracować wspólne dla całej UE, kompleksowe zasady nadzoru, konieczne było stworzenie ram regulacyjnych, które byłyby w stanie zapobiegać tym zagrożeniom i uwzględniać szeroki asortyment strategii inwestycyjnych i technik stosowanych przez ZAFI (*pkt 3 Preambuły*). Nadto, w treści omawianej Dyrektywy ZAFI wyraźnie podkreślone zostało, iż **zarządzanie AFI** powinno oznaczać świadczenie usług w zakresie zarządzania inwestycyjnego. Pojedynczy ZAFI, utworzony zgodnie z niniejszą dyrektywą nie może w żadnym przypadku uzyskać zezwolenia na zarządzanie portfelem bez zarządzania ryzykiem, i odwrotnie. Z zastrzeżeniem warunków ustanowionych w niniejszej dyrektywie posiadający zezwolenie ZAFI powinien mieć jednak możliwość prowadzenia działalności również w zakresie administrowania i wprowadzania do obrotu AFI lub prowadzenia działalności związanej z aktywami AFI (*pkt 21 Preambuły*);

(iv) Biorąc pod uwagę powyższe założenia Dyrektywy ZAFI, nowelizacja FundIU wprowadziła do polskiego prawa instytucję AFI, przez którą rozumie się instytucję wspólnego inwestowania, której przedmiotem działalności jest **zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów, zgodnie z określoną polityką inwestycyjną**;

(v) Skutkiem wprowadzenia powyższych regulacji jest zamknięcie katalogu form prawnych prowadzenia działalności instytucji wspólnego inwestowania, które zgodnie z założeniami Dyrektywy ZAFI będą zaliczane do jednej z dwóch kategorii instytucji wspólnego inwestowania, tj.:

- **UCITS** (czyli FIO, fundusz zagraniczny) albo
- **AFI** (czyli SFIO, FIZ, **ASI** i unijny AFI);

(vi) W konsekwencji do powyższego, na rynku krajowym funkcjonują następujące grupy podmiotów, które należy zakwalifikować do instytucji wspólnego inwestowania:

- fundusze inwestycyjne otwarte (FIO), specjalistyczne fundusze inwestycyjne (SFIO) i fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) – (czyli łącznie) fundusze inwestycyjne w rozumieniu FundIU;
- **spółki handlowe, których działalność jest tożsama z działalnością AFI w rozumieniu Dyrektywy ZAFI – podmioty wykonujące działalność jako ASI w rozumieniu FundIU**;
- fundusze zagraniczne (Dyrektywa UCITS); oraz
- unijne AFI;

(vii) W znowelizowanej FundIU przyjęto w stosunku do omawianej w niniejszym opracowaniu ASI rozwiązanie polegające na **niewyodrębnianiu portfela inwestycyjnego** z pozostałych aktywów spółki, co powoduje, iż **całość aktywów** alternatywnej spółki inwestycyjnej stanowi równocześnie jej **portfel inwestycyjny**;

(viii) W związku z powyższym, w celu zagwarantowania, że wpłaty dokonane przez inwestorów ASI zostaną przeznaczone wyłącznie na działalność inwestycyjną prowadzoną zgodnie z przyjętą polityką inwestycyjną, przepisy prawa określają wyłączny przedmiot działalności ASI – jakim może być jedynie ***zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną***;

(ix) Działalność spółek handlowych, które w inny sposób (niż w formie funduszu inwestycyjnego) pozyskują kapitał od wielu inwestorów z myślą o inwestowaniu go zgodnie z określoną polityką inwestycyjną z korzyścią dla tych inwestorów, do dnia 4 czerwca 2016 r. była wykonywana na zasadach ogólnych (w szczególności zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych). W odniesieniu do tej grupy podmiotów nowelizacja FundIU wprowadziła nowe regulacje istotnie zmieniające warunki funkcjonowania takich podmiotów, w szczególności wymóg **uzyskania wpisu do rejestru zarządzających ASI** lub **uzyskania stosownego zezwolenia KNF**.

W konsekwencji podmioty te zostały objęte nadzorem KNF jako organu sprawującego nadzór nad rynkiem kapitałowym;

(x) Warto też wskazać, jak (zgodnie z wydanymi w dniu 13 sierpnia 2013 r. wytycznymi unijnej ***European Securities and Markets Authority*** - ESMA/2013/611) rozumieć należy istotę AFI, która w świetle art. 4 ust. 1 lit a) Dyrektywy ZAFI jest tzw. przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania. Otóż zgodnie z przywołanymi wytycznymi, przedsiębiorstwo to:

- nie ma ogólnego celu „handlowego" lub „przemysłowego" – rozumianego jako cel prowadzonej działalności, który obejmuje cechy charakterystyczne, jak prowadzenie głównie: działalności handlowej, polegającej na kupnie, sprzedaży i/lub wymianie towarów i artykułów i/lub świadczeniu usług niefinansowych, oraz działalności przemysłowej, polegającej na produkcji towarów lub budowie nieruchomości, lub kombinacji powyższych cech;

- gromadzi kapitał pozyskiwany od inwestorów w celu inwestowania z uwagi na generowanie zwrotu łączonego dla tych inwestorów – przy czym określenie „*zwrot łączony*" jest traktowany 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"; a także

- posiadacze jednostek lub akcjonariusze przedsiębiorstwa – jako grupa zbiorowa – posiadają codzienne prawo do decydowania lub kontrolę, co należy rozumieć jako „formę bezpośredniego i ciągłego prawa do decydowania, w sprawach operacyjnych odnoszących się do codziennego zarządzania aktywami przedsiębiorstwa, a które rozciąga się znacznie dalej niż zwykłe 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".

(xi) Zgodnie z przywołanymi wytycznymi ESMA, **polityka inwestycyjna** jest określona i ustalona, najpóźniej do czasu, kiedy zobowiązania inwestorów w stosunku do przedsiębiorstwa AFI stają się wobec nich wiążące. Polityka ta jest określona w dokumencie, który staje się częścią lub do którego odsyłają przepisy czy akty założycielskie przedsiębiorstwa. AFI lub osoba prawna zarządzająca AFI ma obowiązek wobec inwestorów przestrzegania polityki inwestycyjnej, wraz ze wszystkimi zmianami do niej wprowadzonymi. Nadto, polityka inwestycyjna określa **wytyczne inwestycyjne**, z odniesieniem do następujących kryteriów: 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;

(xii) Tak jak to już zostało powyżej wskazane, na gruncie FundIU rodzajem AFI jest **alternatywna spółka inwestycyjna (ASI)**, zatem istota Dyrektywy ZAFI oraz wytyczne ESMA będą miały w przypadku ASI zastosowanie;

(xiii) Wymogi wobec ASI (w analizowanym modelu LFRG) na gruncie FundIU są następujące:

- ASI może prowadzić działalność w formie **spółki komandytowo-akcyjnej**[1], w których jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (**zewnętrznie zarządzający ASI**)[2];

[1] Zgodnie z art. 8a ust. 2 FundIU Alternatywna spółka inwestycyjna może prowadzić działalność w formie: 1) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjnej albo spółki europejskiej; 2) spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna albo spółka europejska.

[2] Zgodnie z art. 8b ust. 2 FundIU Zarządzającym ASI może być wyłącznie: 1) w przypadku określonym w art. 8a ust. 2 pkt 1 - spółka kapitałowa będąca alternatywną spółką inwestycyjną, prowadząca działalność jako wewnętrznie zarządzający ASI; 2) w przypadku określonym w art. 8a ust. 2 pkt 2 - spółka kapitałowa będąca komplementariuszem alternatywnej spółki inwestycyjnej, prowadząca działalność jako zewnętrznie zarządzający ASI.

- wyłącznym przedmiotem działalności ASI jest **zbieranie aktywów od wielu inwestorów** w celu ich **lokowania** w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną **polityką inwestycyjną** (art. 8a ust. 3 FundIU);

- oznaczenia "alternatywna spółka inwestycyjna" lub skrótu tego oznaczenia "ASI" ma prawo i obowiązek używać w nazwie, reklamie lub informacji reklamowej lub do określenia wykonywanej przez siebie działalności gospodarczej jedynie alternatywna spółka inwestycyjna zarządzana przez zarządzającego ASI uprawnionego do wykonywania tej działalności zgodnie z ustawą (art. 8c ust. 6 FundIU);

- **Inwestorem** alternatywnej spółki inwestycyjnej jest podmiot, który posiada **prawa uczestnictwa** tej spółki – którymi mogą być albo udział w spółce oraz akcja. Natomiast przez udział w spółce w przypadku spółki komandytowej oraz spółki komandytowo-akcyjnej rozumie się ogół praw i obowiązków wspólnika w spółce (art. 8c ust. 1 – ust. 3 FundIU);

- Co do zasady (o wyjątkach poniżej) wkład do alternatywnej spółki inwestycyjnej w zamian za prawa uczestnictwa tej spółki może wnieść podmiot spełniający **kryteria klienta profesjonalnego** (art. 8c ust. 4 FundIU);

- Jest to o tyle istotne, ponieważ (jak już to zostało ukazane powyżej) wyłącznym przedmiotem działalności ASI jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. To oznacza, iż **wnoszenie wkładów do SKA jest także elementem pozyskiwania przez SKA aktywów – które następnie służyć mają jako podstawa do prowadzenia działalności lokacyjnej (inwestycyjnej) ASI**. Przedmiotem wkładu do alternatywnej spółki inwestycyjnej prowadzącej działalność w formie spółki komandytowej nie może być prawo niezbywalne ani świadczenie pracy lub usług;

- Również co do zasady (o wyjątkach poniżej) wkład do alternatywnej spółki inwestycyjnej w zamian za prawa uczestnictwa tej spółki może wnieść także podmiot niespełniający kryteriów klienta profesjonalnego (**klient detaliczny**)

– przy czym ma to miejsce w przypadku zawiązywania spółki w drodze oferty publicznej;

- W tym miejscu zaznaczyć należy, iż analizowana FundIU rozróżnia pojęcia „**klienta profesjonalnego**" i „**klienta detalicznego**" (art. 2 pkt 13a i pkt 13b FundIU). *Klient detaliczny* jest klientem niebędącym *klientem profesjonalnym*, co stanowi przykład tzw. definicji przez wykluczenie. Natomiast *klientem profesjonalnym* są takie podmioty jak w szczególności: banki, firmy inwestycyjne (w rozumieniu regulacji o obrocie instrumentami finansowymi), zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne w rozumieniu FundIU, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak również ASI i zarządzający ASI, fundusze emerytalne, towarowe domy maklerskie, i inne wskazane w ustawie instytucje finansowe;

- Dodatkowo, co jest istotne z punktu widzenia modelu LFRG – do kategorii *klientów profesjonalnych* zalicza się także: **przedsiębiorców** spełniający co najmniej dwa z poniższych wymogów: 1) suma bilansowa tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej równowartość w złotych 20 000 000 euro, 2) osiągnięta przez tego przedsiębiorcę wartość przychodów ze sprzedaży wynosi co najmniej równowartość w złotych 40 000 000 euro, 3) kapitał własny lub fundusz własny tego przedsiębiorcy wynosi co najmniej równowartość w złotych 2 000 000 euro. **Czyli przedsiębiorca (potencjalny inwestor w ASI) spełniający ww. warunki będzie klasyfikowany (co do zasady) jako *klient profesjonalny*** (dalej „***Duży Przedsiębiorca***");

- O możliwościach zaklasyfikowania innych (niż Duży Przedsiębiorca) przedsiębiorców do kategorii *klientów profesjonalnych* – szerzej w dalszej części opracowania;

- W konsekwencji do powyższego, dla potrzeb analizy **modelu LFRG** należy przyjąć, iż co do zasady *inwestorem* wnoszącym wkład do ASI będzie klient profesjonalny (ze szczególnym uwzględnieniem instytucji finansowych i Dużych Przedsiębiorców), podczas gdy inne podmioty (klient detaliczny)

mogłyby, co do zasady, uczestniczyć w zawiązywaniu SKA w trybie **oferty publicznej**[3];

- Podobną konstrukcję przyjmuje ustawodawca już na etapie **dalszego pozyskiwania kapitału przez zawiązaną już ASI**. Zgodnie bowiem z art. 70f ust. 1 FundIU, alternatywna spółka inwestycyjna może być wprowadzana do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej: a) wśród *klientów profesjonalnych*; b) **wśród *klientów detalicznych* - wyłącznie jeżeli prawa uczestnictwa tej spółki są papierami wartościowymi będącymi przedmiotem oferty publicznej**, z wyjątkiem oferty publicznej, która **nie wymaga** sporządzenia prospektu na podstawie **art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129**. W przypadku, o którym mowa powyżej, wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu następuje na zasadach określonych w rozporządzeniu 2017/1129 oraz w ustawie o ofercie publicznej;

- W przywołanej powyżej regulacji z art. 70f ust. 1 FundIU ustawodawca również różnicuje sytuację *klienta profesjonalnego* i *klienta detalicznego*, dla którego swoistym mechanizmem „ochronnym" w przypadku partycypowania np. w subskrypcji akcji nowych emisji przez SKA (w zakładanym modelu LFRG) – byłby mechanizm uczestnictwa w **ofercie publicznej objęcia papierów wartościowych (akcji)** i związanej z tym trybem **obowiązkiem prospektowym**;

- Ponieważ w świetle przywołanego powyżej art. 8c ust. 1 – ust. 3 FundIU, **prawa uczestnictwa** w ASI odnoszą się do albo udziałów w spółce oraz akcji albo ogółu praw i obowiązków wspólnika w spółce, przyjąć należy, iż przewidziany w art. 70f ust. 1 FundIU wymóg, wprowadzania do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej ASI wśród *klientów detalicznych* - wyłącznie jeżeli **prawa uczestnictwa** tej spółki są papierami wartościowymi będącymi przedmiotem oferty publicznej, należy odnosić (w realiach omawianego modelu LFRG) do subskrypcji **akcji nowej emisji** – nie zaś subskrypcji **obligacji** emitowanych przez ASI;

[3] Omawiany wymóg **oferty publicznej**, w przypadku zawiązywania ASI, jest mechanizmem ochronnym dla klientów detalicznych, którzy zgodnie z oceną ustawodawcy mogą posiadać mniejszą wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych oraz właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami

- Dla przypomnienia zaznaczenia wymaga, iż *ofertą publiczną* w świetle **art. 3** ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, jest *oferta publiczna* papierów wartościowych, o której mowa w **art. 1 ust. 4 lit b)** obowiązującego bezpośrednio Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego I Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, zgodnie z którym obowiązek opublikowania prospektu emisyjnego nie ma zastosowania do oferty papierów wartościowych skierowanej do **mniej niż 150** osób fizycznych lub prawnych, innych niż inwestorzy kwalifikowani (klienci profesjonalni);

- Oferowanie papierów wartościowych, które nie wypełnia wymogów oferty publicznej w rozumieniu przywołanych powyżej regulacji, choćby poprzez oferowanie papierów wartościowych grupie nie większej niż 149 adresatów, określane jest mianem **oferty prywatnej** (*private offering* lub *private placement*);

- **Należy zatem podkreślić, iż w realiach analizowanego modelu LFRG, gdzie potencjalnymi inwestorami byliby przedsiębiorcy nie spełniający opisanych powyżej kryteriów Dużego Przedsiębiorcy, a tym samym, którzy byliby klasyfikowania do kategorii *klientów detalicznych*, istnieje możliwość uczestnictwa *klientów detalicznych* w subskrypcji akcji SKA (ASI) nowej emisji w przypadku podwyższenia kapitału zakładowego SKA (w drodze uchwały zgromadzenia akcjonariuszy SKA), przewidującego zaoferowanie nowoutworzonych akcji grupie nie większej niż 149 adresatów (oferta typu *private placement*)**;

- Niezależnie od kwestii związanych z obejmowaniem nowotworzonych akcji w ASI przez *klientów detalicznych* w ramach oferty typu *private placement*, o czym była mowa powyżej, należy również zauważyć, iż zgodnie z art. 70k ust. 1 FundIU Zarządzający ASI, **na wniosek podmiotu innego niż klient profesjonalny, 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. Przed uwzględnieniem ww. wniosku zarządzający ASI ustala wiedzę tego podmiotu o zasadach traktowania klientów profesjonalnych w zakresie, którego wniosek dotyczy;

- Omawiane **„zaklasyfikowanie" przez Zarządzającego ASI *klienta detalicznego* jako *klienta profesjonalnego***, po zweryfikowaniu jego stanu wiedzy i doświadczenia, jest także istotne z punktu widzenia braku konieczność spełnienia szeregu wymogów regulacyjnych jakie regulacje FundIU nakładają na Zarządzającego ASI, o czym będzie mowa poniżej;

- Zgodnie z art. 9 FundIU rejestr aktywów ASI prowadzi **depozytariusz**. Depozytariusz wykonuje obowiązki określone w ustawie, w szczególności polegające na przechowywaniu aktywów oraz prowadzeniu rejestru aktywów, a także na zapewnieniu właściwego monitorowania przepływu środków pieniężnych w ramach funkcjonowania ASI. Depozytariusz jest 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. Depozytariusza należy zdefiniować jako podmiot **niezależny** od ASI, zarządzającego ASI i uczestników funduszu (inwestorów ASI), który przechowuje aktywa i prowadzi rejestr wszystkich aktywów ASI oraz wykonuje szereg ustawowych zadań związanych z kontrolą prawidłowości działania ASI i Zarządzającego ASI;

- Depozytariusz, wykonując zadania określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych i umowie z funduszem lub ASI, stanowi kluczowy element w systemie instytucji prawnych chroniących **interesy inwestorów** powierzających tym instytucjom należący do nich majątek. Zgodnie z art. 10 FundIU depozytariusz jest obowiązany działać niezależnie od zarządzającego ASI, zawsze w interesie inwestorów ASI. Nakaz ten stanowi wyraz szczególnego zaufania publicznego, jakim został obdarzony depozytariusz. Przejawia się to w obowiązku ścisłego rozgraniczenia personalnego oraz kapitałowego depozytariusza i zarządzającego ASI;

- Zgodnie z regulacjami art. 81b – art. 81h FundIU, które odnoszą się *explicite* do funkcjonowania depozytariusza ASI, Zarządzający ASI, w drodze zawartej z depozytariuszem pisemnej **umowy o wykonywanie funkcji depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej**, ustanawia jednego depozytariusza dla każdej zarządzanej alternatywnej spółki inwestycyjnej. Umowę tego rodzaju można zawrzeć wyłącznie z: 1) bankiem krajowym; 2) oddziałem instytucji kredytowej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; 3) firmą inwestycyjną, jeżeli jej kapitał założycielski, wynosi co najmniej równowartość w złotych 730 000 euro; oraz 4) Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych Spółką Akcyjną. Umowę o wykonywanie funkcji depozytariusza alternatywnej spółki inwestycyjnej można zawrzeć również z prime brokerem działającym w charakterze kontrahenta takiej spółki, jeżeli: 1) oddzieli on pod względem organizacyjnym i technicznym sprawowanie funkcji depozytariusza od wykonywania swoich funkcji w charakterze prime brokera oraz 2) zapewni on właściwą identyfikację i monitorowanie konfliktów interesów oraz zarządzanie nimi, a także informowanie inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej o stwierdzonych przypadkach wystąpienia takiego konfliktu;

- Obowiązkami depozytariusza ASI są w szczególności: 1) przechowywanie aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej; 2) prowadzenie rejestru wszystkich aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej; 3) zapewnienie, aby środki pieniężne alternatywnej spółki inwestycyjnej były przechowywane na rachunkach pieniężnych i rachunkach bankowych prowadzonych przez podmioty uprawnione do prowadzenia takich rachunków zgodnie z przepisami prawa polskiego lub spełniające w tym zakresie wymagania określone w prawie wspólnotowym lub równoważne tym wymaganiom; 4) zapewnienie właściwego monitorowania przepływu środków pieniężnych alternatywnej spółki inwestycyjnej; 5) zapewnienie, aby wprowadzanie alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu i odkupywanie praw uczestnictwa odbywało się zgodnie z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi ASI;6) zapewnienie, aby rozliczanie umów dotyczących aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej następowało bez nieuzasadnionego opóźnienia, oraz kontrolowanie terminowości rozliczania umów z inwestorami alternatywnej spółki inwestycyjnej; 7) zapewnienie, aby

wartość aktywów netto i wartość prawa uczestnictwa alternatywnej spółki inwestycyjnej była obliczana zgodnie z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi ASI; 8) zapewnienie, aby dochody alternatywnej spółki inwestycyjnej były wykorzystywane w sposób zgodny z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi ASI; 9) wykonywanie poleceń alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz zarządzającego ASI, chyba że są sprzeczne z prawem lub regulacjami wewnętrznymi ASI; a także swoista funkcja „**zewnętrznego compliance**" polegająca na 10) weryfikowaniu zgodności działania alternatywnej spółki inwestycyjnej z przepisami prawa lub regulacjami wewnętrznymi ASI oraz z uwzględnieniem interesu inwestorów;

- Depozytariusz zapewnia zgodne z prawem i regulacjami wewnętrznymi ASI oraz regulacjami wewnętrznymi zarządzającego ASI wykonywanie przez alternatywną spółkę inwestycyjną oraz zarządzającego ASI właściwych czynności, co najmniej przez stałą kontrolę czynności faktycznych i prawnych dokonywanych przez alternatywną spółkę inwestycyjną oraz zarządzającego ASI, a także nadzorowanie doprowadzania do zgodności tych czynności z prawem i regulacjami wewnętrznymi ASI oraz regulacjami wewnętrznymi zarządzającego ASI. Co do zasady, podmiot wykonujący funkcje depozytariusza nie może wykonywać innych czynności dotyczących alternatywnej spółki inwestycyjnej lub zarządzającego ASI, które mogłyby wywołać konflikt interesów pomiędzy nim, tą spółką, jej inwestorami lub zarządzającym ASI;

- Warto też mieć na uwadze, iż depozytariusz (działając na wniosek inwestora detalicznego) jest obowiązany do wytoczenia powództwa na rzecz inwestorów detalicznych alternatywnej spółki inwestycyjnej przeciwko zewnętrznie zarządzającemu ASI albo zarządzającemu z UE z tytułu szkody spowodowanej niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków w zakresie zarządzania alternatywną spółką inwestycyjną;

- Instrumenty finansowe będące papierami wartościowymi, stanowiące aktywa alternatywnej spółki inwestycyjnej, są zapisywane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez depozytariusza. Natomiast aktywa alternatywnej spółki inwestycyjnej, w tym instrumenty finansowe, które nie

mogą być zapisane na rachunku papierów wartościowych, są przechowywane przez depozytariusza. W przypadku gdy środki pieniężne alternatywnej spółki inwestycyjnej są przechowywane przez depozytariusza na rzecz tej spółki na rachunku bankowym lub na rachunku pieniężnym służącym obsłudze rachunku papierów wartościowych prowadzonym w imieniu depozytariusza, na rachunkach tych nie mogą być przechowywane inne środki poza tymi, które są należne alternatywnej spółce inwestycyjnej. Depozytariusz **nie może wykorzystywać** we własnym imieniu i na własny rachunek aktywów, o których mowa powyżej, o ile nie uzyska uprzedniej zgody alternatywnej spółki inwestycyjnej;

- Na zakończenie warto też zauważyć, iż zgodnie z art. 70b FundIU **polityka inwestycyjna ASI** określa sposób lokowania jej aktywów, przy czym, *polityka inwestycyjna* oraz *strategie inwestycyjne* są określane w dokumentach założycielskich alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz w dokumentach, w tym regulaminach, przyjętych przez zarządzającego ASI dotyczących działalności prowadzonej przez alternatywną spółkę inwestycyjną. Polityka inwestycyjna ASI (przyjęta na etapie zawiązywania ASI) określa zatem kategorie lokat oraz wskazuje, jakimi kryteriami będą kierować się zarządzający aktywami przy wyborze takich lokat. Samo pojęcie polityki inwestycyjnej jako informacji przeznaczonych dla zarządzających ASI oraz jej inwestorów jest zbliżone do pojęcia polityki inwestycyjnej określającej zasady lokowania aktywów w funduszu inwestycyjnym, określonej w art. 20 FundIU[4];

- Wracając do ASI, wskazać należy, że polityka inwestycyjna ASI jest niezbędnym elementem dokumentów wewnętrznych każdego ASI, określającym ramy, w jakich działalność prowadzić będzie zarządzający spółką inwestycyjną, ponieważ alternatywne spółki inwestycyjne są zobowiązane inwestować środki uzyskane od inwestorów zgodnie z ustaloną polityką inwestycyjną.

[4] Art. 20 FundIU określa politykę inwestycyjną dla funduszu inwestycyjnego: 1. Zasady polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określają sposoby osiągania celu inwestycyjnego, a w szczególności: 1) typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu; 2) kryteria doboru lokat; 3) zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne; 4) dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. Statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określa szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych. Jeżeli fundusz inwestycyjny przekroczy ograniczenia inwestycyjne określone w statucie, jest obowiązany do niezwłocznego dostosowania stanu swoich aktywów do wymagań określonych w statucie, uwzględniając interes uczestników funduszu.

Jednak porównanie art. 70b omawianej ustawy (ASI) z przywołanym powyżej art. 20 (fundusz inwestycyjny) wskazuje, że ustawodawca traktuje politykę inwestycyjną ASI znacznie bardziej liberalnie niż politykę inwestycyjną funduszu, pozwalając samemu zarządzającemu na określenie, co powinno znaleźć się w takim dokumencie. W szczególności brak jakichkolwiek obostrzeń dotyczących dopuszczalnego przedmiotu lokat ASI;

- W związku z brakiem szczególnych regulacji dotyczących przedmiotu lokat ASI, zgodnie z art. 70a ust. 4 FundIU należy do nich zastosować (subsydiarnie) przepisy Kodeksu spółek handlowych. Co do zasady zatem przedmiot lokat ASI może być dowolny. Należy jednak mieć na uwadze brzmienie art. 70l oraz 70m FundIU. W szczególności zarządzający ASI jest obowiązany prowadzić działalność w zakresie zarządzania ASI w sposób rzetelny i profesjonalny, z zachowaniem należytej staranności i zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz w najlepiej pojętym interesie zarządzanych ASI i ich inwestorów. Zarządzający powinien ponadto wystrzegać się zachowań, które mogą wpłynąć negatywnie na stabilność i bezpieczeństwo rynku finansowego;

- Polityka inwestycyjna ASI jest określona w dokumentach założycielskich ASI oraz w regulacjach dotyczących działalności prowadzonej przez ASI, w szczególności w jej regulaminach wewnętrznych - do których należą: zarówno **polityka inwestycyjna** jak i **strategie inwestycyjne**, a także procedury dokonywanie wyceny aktywów, regulacje w zakresie odkupu praw uczestnictwa;

- Dla uproszczenia *polityka inwestycyjna* jest dokumentem bardziej generalnym – ukazującym ogólną idee (kierunek) działalności określonego ASI, natomiast *strategie inwestycyjne* to dokumenty planistyczne zawierające działania bardziej operacyjne – mieszczące się w ramach przyjętej polityki inwestycyjnej – uchwalane przez zarządzającego ASI jako dokumenty dotyczących działalności operacyjnej prowadzonej przez alternatywną spółkę inwestycyjną;

7.2 Spółka zarządzająca ASI

(i) Wskazać należy, iż zgodnie z art. 70a FundIU **Zarządzającym ASI** może być wyłącznie spółka kapitałowa, z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, która (co do zasady) uzyskała **zezwolenie KNF** na wykonywanie działalności przez zarządzającego ASI, albo (jako wyjątek) w przypadku zarządzania portfelami inwestycyjnymi o niskiej wartości, spółka kapitałowa, z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej może wykonywać działalność jako zarządzający ASI **bez zezwolenia Komisji, po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI;**

(ii) W świetle art. 70zb ust. 1 FundIU nie wymaga uzyskania zezwolenia KNF działalność Zarządzającego ASI (która może być wykonywana na podstawie **wpisu do rejestru zarządzających ASI** prowadzonego przez KNF), jeżeli łączna wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych, którymi zamierza zarządzać lub zarządza zarządzający ASI, **nie przekracza**, wyrażonej w złotych równowartości kwoty 100 000 000 euro, a w przypadku gdy zarządzający ASI zarządza wyłącznie spółkami, które nie stosują dźwigni finansowej AFI i w których prawa uczestnictwa mogą być odkupione po co najmniej 5 latach od momentu ich nabycia - równowartości kwoty 500 000 000 euro;

(iii) Biorąc pod uwagę założenia ekonomiczne LFRG (wartość aktywów), należy przyjąć, iż Zarządzający ASI będzie prowadził działalność **jedynie na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI**. Należy przy tym pamięć, iż każde przekroczenie ww. parametrów dot. wartości aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych (powiększenie wartości aktywów), wraz z rozwojem działalności LFRG, wymagać będzie uzyskania zezwolenia KNF;

(iv) Powyższe założenie (jedynie co do konieczności wpisu do rejestr zarządzających ASI) niesie ze sobą dalsze implikacje. Otóż FundIU przewiduje określone **wymogi regulacyjne** dla Zarządzających ASI (jako zasada), w przypadku Zarządzających ASI, których działalność wymaga uzyskania zezwolenia KNF. Jednocześnie wskazać należy, iż wymogi te doznają pewnego

ograniczenia (jako wyjątku) w przypadku Zarządzających ASI, którzy prowadzą swoją działalność w oparciu o wpis do rejestru zarządzających ASI;

(v) Wyraźnego podkreślania wymaga, iż istnieje **dostrzegalna i bardzo duża różnica w zakresie wymogów regulacyjnych i organizacyjnych** w przypadku Zarządzających ASI działających na podstawie zezwolenia KNF – a Zarządzających ASI działających na podstawie wyłącznie wpisu do rejestru zarządzających;

(vi) Z tej racji, iż **w analizowanym przypadku modelu LFRG przyjąć należy prowadzenie działalności Zarządzającego ASI w oparciu o wpis do rejestru zarządzających ASI (czyli bez przekraczania ww. parametrów w zakresie wartości aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych), poniższa analiza skoncentrowana zostanie na tym wyjątku od generalnej zasady;**

(vii) Kluczowy dla tej części jest zatem art. 70zb ust. 4 FundIU, który stanowi, iż do zarządzającego ASI, który wykonuje (wyłącznie) działalność polegającą na zarządzaniu alternatywną spółką inwestycyjną bez zezwolenia KNF, po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI, **nie stosuje się przepisów** art. 70ba-70bd, art. 70d, art. 70f ust. 3-12, art. 70g-70j, art. 70l-70r oraz przepisów działów III b, IV, XII i XIII FundIU. Ta zaś powoduje, iż w przypadku tego rodzaju Zarządzającego ASI **ustawodawca „liberalizuje" obowiązki regulacyjne** w następujących obszarach:

- Zarządzający ASI, który zarządza alternatywną spółką inwestycyjną lokującą aktywa w dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym akcje spółek, nie musi opracowywać i publikować polityki dotyczącej zaangażowania inwestycyjnego, która opisuje, w jaki sposób zaangażowanie akcjonariuszy takich spółek jest przez alternatywną spółkę inwestycyjną uwzględniane w jej strategii inwestycyjnej;

- Zarząd zarządzającego ASI nie musi składać się z minimum dwóch członków, a także członkowie tego zarządu nie muszą spełniać kryteriów (warunków) w zakresie kompetencji/ doświadczeń w

stopniu określonym przez FundIU dla Zarządzającego ASI działającego na podstawie zezwolenia KNF[5];

- W spółce zarządzającej ASI nie musi być ustanowiona Rada Nadzorcza[6];

- Spółka zarządzająca ASI o zmianach w składzie zarządu i rady nadzorczej nie musi informować KNF[7];

- Taka spółka nie musi spełniać wymogu zatrudniania doradców inwestycyjnych[8];

- Zarządzający ASI nie musi informować KNF o zamiarze wprowadzenia alternatywnej spółki inwestycyjnej do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej;

- Zarządzający ASI nie może, w drodze umowy zawartej w formie pisemnej, powierzyć przedsiębiorcy lub przedsiębiorcy zagranicznemu

[5] Zgodnie z art. 70d ust. 2 i ust. 3 FundIU: Członkiem zarządu zarządzającego ASI (działającego na podstawie zezwolenia KNF) może być osoba, która spełnia łącznie następujące warunki: 1) posiada pełną zdolność do czynności prawnych; 2) nie była karana za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe; 3) posiada nieposzlakowaną opinię w związku ze sprawowanymi funkcjami. Co najmniej dwóch członków zarządu zarządzającego ASI, w tym prezes zarządu, oprócz wymogów, o których mowa powyżej, musi spełniać następujące warunki:1) posiadać wyższe wykształcenie lub prawo wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego, o którym mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi; 2) legitymować się stażem pracy nie krótszym niż 3 lata na kierowniczym lub samodzielnym 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.

[6] Zgodnie z art. 70d ust. 4 i ust. 5 FundIU: W zarządzającym ASI (działającym na podstawie zezwolenia KNF) ustanawia się radę nadzorczą. Członkiem rady nadzorczej może być osoba, która spełnia łącznie następujące warunki:1) posiada pełną zdolność do czynności prawnych; 2) nie była karana za umyślne przestępstwo lub przestępstwo skarbowe; 3) posiada nieposzlakowaną opinię w związku ze sprawowanymi funkcjami. Co najmniej połowa członków rady nadzorczej musi spełniać dodatkowo warunek posiadania wyższego wykształcenia lub prawa wykonywania zawodu doradcy inwestycyjnego, o którym mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi.

[7] Zgodnie z art. 70d ust. 6 FundIU: O zmianach w składzie zarządu lub rady nadzorczej zarządzający ASI (działającego na podstawie zezwolenia KNF) niezwłocznie powiadamia KNF, dołączając w przypadku powołania nowego członka tych organów dane osobowe tej osoby wraz z opisem jej kwalifikacji i doświadczeń zawodowych oraz informację z Krajowego Rejestru Karnego. W przypadku zmian w składzie zarządu powiadomienia dokonuje przewodniczący rady nadzorczej lub inna osoba wskazana przez ten organ.

[8] Zgodnie z art. 70d ust. 7 FundIU: Zarządzający ASI (działający na podstawie zezwolenia KNF) jest obowiązany zatrudniać co najmniej jednego doradcę inwestycyjnego - do wykonywania czynności zarządzania alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi, jeżeli prawa uczestnictwa co najmniej jednej takiej spółki mogą być wprowadzane do obrotu wśród klientów detalicznych.

wykonywanie czynności związanych z działalnością prowadzoną przez tego zarządzającego (zakaz outsourcingu);

- Zarządzający ASI nie jest zobowiązany do dokonywania wyceny aktywów alternatywnej spółki inwestycyjnej i ustalania wartość aktywów netto oraz wartość aktywów netto przypadającą na prawo uczestnictwa, zgodnie z przepisami o rachunkowości, z częstotliwością określoną w regulacjach wewnętrznych ASI, 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 aktywów;

- Zarządzający ASI nie jest obowiązany do opracowania i wdrażania polityki wynagrodzeń ustanawiającej zasady wynagradzania osób, do których zadań należą czynności istotnie wpływające na profil ryzyka zarządzającego ASI lub zarządzanych przez niego alternatywnych spółek inwestycyjnych;

- Zarządzający ASI nie jest obowiązany do spełnienia szeregu wymogów regulacyjnych i organizacyjnych, w szczególności nie musi: 1) zapewniać warunków technicznych i organizacyjnych zapewniających bezpieczeństwo i ciągłość prowadzonej działalności oraz właściwe jej wykonywanie; 2) zapobiegać powstawaniu konfliktów interesów, wykrywać takie konflikty, a w przypadku powstania takiego konfliktu - zapewnić ochronę interesu inwestorów alternatywnej spółki inwestycyjnej AFI oraz ochronę informacji poufnych lub stanowiących tajemnicę zawodową; 3) opracować i wdrożyć procedurę zapobiegającą ujawnieniu lub wykorzystaniu informacji poufnych lub stanowiących tajemnicę zawodową w celu zapobieżenia wykorzystywaniu lub ujawnianiu takich informacji przez osoby posiadające dostęp do tych informacji, w tym osoby kierujące działalnością zarządzającego ASI i uczestniczące w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym alternatywnej spółki inwestycyjnej; 4) posiadać odpowiednią strukturę organizacyjną z wyraźnym podziałem funkcji, zadań i odpowiedzialności oraz obowiązków informacyjnych;

5) zatrudniać do wykonywania czynności z zakresu swojej działalności osoby posiadające niezbędną wiedzę i kwalifikacje; 6) opracować i wdrożyć procedury postępowania z reklamacjami inwestorów detalicznych alternatywnej spółki inwestycyjnej; 7) w odniesieniu do każdej alternatywnej spółki inwestycyjnej stosujących dźwignię finansową AFI stosować odpowiednie procedury zarządzania płynnością oraz opracować i wdrożyć procedury umożliwiające monitorowanie ryzyka utraty płynności, a także regularnie przeprowadzać testy warunków skrajnych obszaru płynności alternatywnej spółki inwestycyjnej i unijnego AFI w warunkach normalnej płynności oraz sytuacji nadzwyczajnych w zakresie płynności; 8) ewidencjonować transakcje zawierane w ramach zarządzania portfelem inwestycyjnym alternatywnej spółki inwestycyjnej, zlecenia nabycia lub odkupienia ich praw uczestnictwa, jak również ewidencjonować transakcje zawarte na rachunek własny; 9) przeprowadzać analizę przy doborze przedmiotu lokat alternatywnej spółki inwestycyjnej i zapewniać zgodność decyzji inwestycyjnych ze strategią inwestycyjną, celami i profilem ryzyka danej spółki;

- U zarządzającego ASI nie musi działać system kontroli wewnętrznej, który sprawdza legalność i prawidłowość wykonywanej działalności oraz prawidłowość sprawozdań i informacji sporządzanych przez zarządzającego ASI oraz zarządzane przez niego alternatywne spółki inwestycyjne;

- Zniesiony zostaje wymóg posiadania kapitału początkowego[9] na wykonywanie działalności – w przypadku zewnętrznie zarządzającego ASI - wynoszącego co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 000 euro;

[9] Przez kapitał początkowy rozumie się sumę kapitału zakładowego w wielkości, w jakiej został wpłacony łącznie z premią emisyjną, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, a także zysku netto w trakcie zatwierdzania, o ile zysk ten wynika ze zbadanego przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowego, oraz kapitału rezerwowego, pomniejszoną o niepokrytą stratę z lat ubiegłych

- Zarządzający ASI nie 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;

- Zniesiony zostaje wymóg, aby aktywa zarządzającego ASI stanowiące pokrycie kapitału własnego, były lokowane w sposób zapewniający odpowiednią płynność i bezpieczeństwo;

- Zniesiony zostaje wymóg, aby kapitał zakładowy zarządzającego ASI musiał pochodzić wyłącznie ze źródeł udokumentowanych;

- Zniesiony zostaje wymóg, aby środki na pokrycie kapitału zakładowego zewnętrznie zarządzającego ASI lub na nabycie akcji nie mogły pochodzić z pożyczki lub kredytu;

- Zniesiony zostaje wymóg o obowiązku informowania KNF o osiągnięciu lub przekroczeniu przez zarządzany fundusz (ASI), który posiada, nabywa lub zbywa udziały lub akcje w spółce nienotowanej na rynku regulowanym, progu odpowiednio 10%, 20%, 30%, 50% lub 75% głosów w ogólnej liczbie głosów w tej spółce oraz o obniżeniu udziału w ogólnej liczbie głosów poniżej tych progów (*vide* odrębne przepisy dot. przejęcia kontroli nad spółkami nienotowanymi na rynku regulowanym i notowanymi emitentami);

- Co więcej, tego rodzaju Zarządzającego ASI (czyli prowadzącego działalność bez zezwolenia KNF) nie obejmują regulacje Działu XII omawianej ustawy o działalności transgranicznej.

(viii) Bezsprzecznie zatem, **ww. reguły dotyczące uproszczenia działalności Zarządzającego ASI, który prowadzi działalność bez zezwolenia KNF – jedynie na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI – jest z punktu widzenia braku konieczności spełnienia szeregu ww. wymogów regulacyjnych korzystne dla Zarządzającego ASI prowadzącego działalność „na mniejszą skalę", co jest sparametryzowane przy pomocy ww. progów kapitałowych**

(czyli poprzez wartość aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych);

(ix) Tak jak to już zostało powyżej wskazane, w omawianym modelu LFRG wymaganą przez FundIU funkcje **Zarządzającego ASI** realizowaliby **SPV (sp. z o.o.)** zawiązana przez wybrany w drodze konkursu zainicjowanego przez Marszałka Województwa **Zespół Zarządzający** – o czym poniżej;

(x) Zgodnie z art. 8b FundIU Zarządzający ASI zarządza alternatywną spółką inwestycyjną, w tym co najmniej portfelem inwestycyjnym tej spółki oraz ryzykiem. To oznacza, iż przedmiotem działalności Zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną;

(xi) Można zatem uznać, iż utworzenie SPV w ramach modelu LFRG umożliwiłoby **jednoczesną realizację dwóch funkcji**, tj.: komplementariusza w SKA oraz Zarządzającego ASI;

(xii) SPV (jako komplementariusz) reprezentowałaby SKA (czyli ASI) – tj. składał w jej imieniu oświadczenia woli oraz zaciągał zobowiązania. W imieniu komplementariusza, będącego spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, działa zarząd tej spółki zgodnie ze sposobem reprezentacji obowiązującym w spółce. W ten sposób doszłoby do swoistej „kaskadowej reprezentacji", polegające na tym, że SKA (ASI) byłaby reprezentowana przez komplementariusza (SPV), a którą to spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością reprezentowałby zarząd tej spółki. W ten sposób członkowie zarządu sp. z o.o. (SPV), składaliby także oświadczenia woli w imieniu SKA (ASI), zgodnie z zasadami „kaskadowej reprezentacji";

(xiii) Zespół Zarządzający mógłby zostać wyłoniony **w drodze konkursu** (zasada konkurencyjności), zorganizowanego przez **Marszałka Województwa** (JST) w oparciu o rozwiązanie organizacyjne optymalne dla Marszałka Województwa (np. poprzez specjalną komisję konkursowa powołaną przez Marszałka Województwa);

(xiv) Takie **zainicjowanie procesu tworzenia LFRG**, poprzez organizację konkursu na Zespół Zarządzający, na pozostawałoby w zgodzie z:

- Art. 11 ust. 1 pkt 2 i pkt 3 ustawy o samorządzie województwa (Samorząd województwa określa strategię rozwoju województwa, uwzględniającą w szczególności następujące cele: *pobudzanie aktywności gospodarczej* oraz *podnoszenie poziomu konkurencyjności i innowacyjności gospodarki województwa*);

- art. 11 ust. 2 pkt 1 tej ustawy (samorząd województwa prowadzi politykę rozwoju województwa, na którą składa się: *tworzenie warunków rozwoju gospodarczego, w tym kreowanie rynku pracy*); oraz

- art. 43 ust. 1 tej ustawy (Marszałek województwa organizuje pracę zarządu województwa i urzędu marszałkowskiego, *kieruje bieżącymi sprawami województwa* oraz *reprezentuje województwo na zewnątrz*).

(xv) Konkurs na Zespół Zarządzający miałby na celu wyłonienie (kierując się zasadą konkurencyjności) profesjonalnych managerów przygotowanych do zawiązania i prowadzenia działalności SPV, a jednocześnie prowadzenia działalności komplementariusza w SKA – a tym samym Zarządzającego dla ASI, który realizuje **politykę inwestycyjną** ASI (o której poniżej);

(xvi) Elementem oceny w konkursie byłyby: dotychczasowe doświadczenie kandydatów niezbędne do wspólnej pracy w ramach Zespołu Zarządzającego, doświadczenie w działalności inwestycyjnej oraz zdolność do pozyskania Inwestorów (akcjonariuszy) i Obligatariuszy SKA (o których poniżej). Kandydaci do Zespołu Zarządzającego zobowiązani byliby przedstawić **listy intencyjne**, zawierające wstępne deklaracje potencjalnych Inwestorów SKA i/lub potencjalnych Obligatariuszy o obejmowaniu akcji/ obligacji emitowanych przez SKA – których to wiarygodność oraz prawdopodobieństwo swoistej „konwersji" wyrażonych w nich intencji na rzeczywiste obejmowanie akcji/ obligacji SKA byłaby przedmiotem oceny w ramach przeprowadzanego konkursu;

(xvii) Zespół Zarządzający, wyłoniony w drodze konkursu, winien zawrzeć z Marszałkiem Województwa lub podmiotem wyznaczonym przez Marszałka Województwa, **umowę inwestycyjną** (zawierającą określone prawa i

obowiązki stron, ze szczególnym uwzględnieniem zobowiązania do ustalonego działania), w której określone zostałoby w szczególności:

- zobowiązanie Zespołu Zarządzającego do zawiązania SPV (objęcia wszystkich udziałów, powołania pierwszego składu zarządu spółki i podpisania umowy spółki), a także wypełnienia wszystkich wymogów rejestracyjnych sp. z o.o. (KRS, NIP, REGON);
- zobowiązanie Zespołu Zarządzającego do wypełniania wszystkich wymogów komplementariusza w SKA i Zarządzającego ASI – zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi;
- zobowiązanie do wypełnienia wszystkich wymogów reglamentacyjnych (podjęcia postępowania przed KNF – w celu uzyskania wpisu do rejestru zarządzających ASI – w przypadku planowanego nieprzekraczania ww. parametrów w zakresie wartości aktywów wchodzących w skład portfeli inwestycyjnych alternatywnych spółek inwestycyjnych);
- zobowiązanie do pozyskania Inwestorów i Obligatariuszy dla SKA, ze szczególnym uwzględnieniem wykonania postanowień listów intencyjnych przedstawionych przez kandydatów na członków Zespołu Zarządzającego.

(xviii) SPV to spółka z o.o. z **kapitałem zakładowym** uwzględniającym wymogi minimalne k.s.h. (PLN 5.000). Tak jak to zostało wskazane powyżej, zgodnie z art. 70zb ust. 4 FundIU, który stanowi, iż do zarządzającego ASI, który wykonuje (wyłącznie) działalność polegającą na zarządzaniu alternatywną spółką inwestycyjną bez zezwolenia KNF, po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI, **nie stosuje się przepisów** art. 70ba-70bd, art. 70d, art. 70f ust. 3-12, art. 70g-70j, art. 70l-70r oraz przepisów działów III b, IV, XII i XIII FundIU. To oznacza, iż w takim przypadku, Zniesiony zostaje wymóg posiadania kapitału początkowego[10] na wykonywanie działalności – w przypadku zewnętrznie zarządzającego ASI - wynoszącego co najmniej wyrażoną w złotych równowartość 125 000 euro;

[10] Przez kapitał początkowy rozumie się sumę kapitału zakładowego w wielkości, w jakiej został wpłacony łącznie z premią emisyjną, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych, a także zysku netto w trakcie zatwierdzania, o ile zysk ten wynika ze zbadanego przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowego, oraz kapitału rezerwowego, pomniejszoną o niepokrytą stratę z lat ubiegłych

(xix) Brzmienie firmy SPV winno uwzględniać późniejsze brzmienie firmy SKA, dla której SPV byłaby komplementariuszem[11];

7.3 Spółka komandytowo – akcyjna (SKA)

(i) **Spółka komandytowo – akcyjna** jest spółką osobową w rozumieniu art. 4 § 1 pkt 1 Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.), przy czym ma ona charakter nieco mieszany, tj. zawierający elementy osobowe (w odniesieniu do wspólnika – komplementariusza) i elementy kapitałowe (w odniesieniu do akcjonariuszy). Zastrzec przy tym należy, iż komplementariusz odpowiada za zobowiązania SKA bez ograniczeń (i to jest element osobowy tej spółki), natomiast akcjonariusz nie odpowiada w ogóle za zobowiązania SKA i jest tzw. dostarczycielem kapitału (i to jest element kapitałowy tej spółki)[12];

(ii) SKA składa się z dwóch rodzajów wspólników: tj.:

- „aktywnego" komplementariusza, który prowadzi bieżącą działalność SPA, jest osobiście zaangażowany w zarządzanie i ją reprezentuje wobec osób trzecich[13], oraz
- „pasywnych" akcjonariuszy, którzy zasilają SKA kapitałowo (tzw. dostarczyciele kapitału), oczekując (jako swoistego ekwiwalentu) wypłaty wypracowanych przez tę spółkę dywidend[14];

(iii) Akcjonariusz w spółce komandytowo-akcyjnej jest inwestorem pasywnym, w takim znaczeniu, iż przepisy kodeksu spółek handlowych nie dają możliwości wpływu, poza potencjalnym udziałem w procesie reprezentacji spółki (pełnomocnictwo, prokura) na bieżące działanie spółki. Wspólnicy ci nie mogą aktywnie zarządzać zainwestowanymi środkami, stąd też powierzają je spółce, w której prowadzenie spraw spoczywa w ręku komplementariuszy mających określone osiągnięcia w prowadzonej działalności. Układ praw i obowiązków

[11] Przykładowo, brzmienie firmy SPV: „*Kujawsko Pomorski LFRG Sp. z o.o.*" – powodowałby brzmienie firmy SKA: „*Kujawsko Pomorski LFRG Sp. z o.o. S.K.A.*". Inne określenie brzmienia firmy (np. uwzględniające zakres powiatowy działalności LFRG), powinno być widoczne już na etapie określania brzmienia firmy SPV

[12] Zgodnie z art. 125 k.s.h. spółką komandytowo-akcyjną jest spółka osobowa mająca na celu prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną firmą, w której wobec wierzycieli za zobowiązania spółki co najmniej jeden wspólnik odpowiada bez ograniczenia (komplementariusz), a co najmniej jeden wspólnik jest akcjonariuszem

[13] Zgodnie z art. 140 § 1 k.s.h. każdy komplementariusz ma prawo i obowiązek prowadzenia spraw spółki

[14] Zgodnie z art. 128 k.s.h. akcjonariusz jest obowiązany jedynie do świadczeń określonych w statucie SKA

komplementariuszy i akcjonariuszy powoduje, że akcjonariusze, powierzając swoje środki komplementariuszom, muszą mieć do nich zaufanie. Akcjonariusze nabywają (obrót wtórny) lub obejmują akcje (obrót pierwotny) w podwyższonym kapitale zakładowym. Akcjonariuszem może być osoba prawna, handlowa spółka osobowa, osoba fizyczna. Nie może nim być spółka cywilna. Akcjonariusz nie ponosi odpowiedzialności za zobowiązania spółki, ale ponosi ryzyko majątkowe związane z wnoszonymi do spółki wkładami;

(iv) Natomiast komplementariusz jest inwestorem aktywnym, co oznacza, że w powiązaniu z jego odpowiedzialnością za zobowiązania to on prowadzi sprawy spółki, reprezentuje ją z mocy przepisów. Jego aktywny charakter jest związany również z tym, że nie inwestując w spółkę znacznych środków przyjmuje na siebie jednak ryzyko działalności spółki. Istotne jest, aby gwarantował on swoją osobą czy też strukturą organizacyjną (na przykład spółki z o.o., akcyjne) profesjonalne działanie tej spółki;

(v) Zgodnie z art. 126 k.s.h. w sprawach nieuregulowanych w dziale IV k.s.h. (spółka komandytowo – akcyjna) do spółki komandytowo-akcyjnej stosuje się: 1) w zakresie stosunku prawnego komplementariuszy, zarówno między sobą, wobec wszystkich akcjonariuszy, jak i wobec osób trzecich, a także do wkładów tychże wspólników do spółki, z wyłączeniem wkładów na kapitał zakładowy - odpowiednio przepisy dotyczące spółki jawnej (czyli głównej spółki osobowej); 2) w pozostałych sprawach - odpowiednio przepisy dotyczące spółki akcyjnej, a w szczególności przepisy dotyczące *kapitału zakładowego, wkładów akcjonariuszy, akcji, rady nadzorczej* i *walnego zgromadzenia*;

(vi) Zawiązanie SKA wymaga sporządzenia **statutu** w formie aktu notarialnego, który (w analizowanym modelu LFRG) podpisuje jedyny komplementariusz. Minimalny **kapitał zakładowy** SKA to PLN 50.000;

(vii) **Akcjonariuszami SKA** (czyli **Inwestorami ASI** – o czym była mowa powyżej) mogłyby zostać (obejmując akcje w zawiązywanej SKA albo obejmując akcje kolejnych emisji w ramach przeprowadzanych subskrypcji) **podmioty o charakterze „publicznym”**, np.: jednostki samorządu terytorialnego (gminy),

w formach prawnych dozwolonych przez regulacje dotyczące gospodarki komunalnej i zaangażowania kapitałowego JST, instytucje finansowe, fundusze typu PFR, czy też międzynarodowe instytucje finansowe;

(viii) W tym miejscu wskazać należy na zasady dotyczące prowadzenia gospodarki komunalnej przez JST, przy czym z racji analizy funkcjonalnej modelu LFRG, analizie poddane zostaną przede wszystkim gminy. Uwagę zwraca ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, która różnicuje aktywność inwestycją jednostek samorządu terytorialnego na dwie grupy, tj.:

- Inwestycje dokonywane w ramach **użyteczności publicznej** – rozumianej jako wykonywanie przez te jednostki zadań własnych, w celu zaspokojenia zbiorowych potrzeb wspólnoty samorządowej, przy czym **gospodarka komunalna** obejmuje w szczególności zadania o charakterze użyteczności publicznej, których celem jest bieżące i nieprzerwane zaspokajanie zbiorowych potrzeb ludności w drodze świadczenia usług powszechnie dostępnych (art. 1 ust. 1 i ust. 2 ustawy o gospodarce komunalnej). W tym miejscu trzeba zaznaczyć, iż **użyteczność publiczna** stanowi podstawową sferę aktywności jednostek samorządu terytorialnego, dlatego ten szczególny przypadek jest jednocześnie najważniejszą, najszerzej regulowaną w polskim prawie dziedziną gospodarki komunalnej. W ten sposób ustawodawca zarysowuje w przywołanym art. 1 ustawy o gospodarce komunalnej zakres przedmiotowy stosowania tej ustawy, której przepisy znajdują zastosowanie w każdej sytuacji, gdy mamy do czynienia z wykonywaniem zadań publicznych w ramach gospodarki komunalnej, w szczególności zadań o charakterze użyteczności publicznej. Właściwym dla inwestycji w ramach użyteczności publicznej mechanizmem inwestycyjnym będzie **art. 9** ustawy o gospodarce komunalnej, który (wnioskując *a contrario* do art. 10 tej ustawy – o czym poniżej) dotyczy sfery użyteczności publicznej i stanowi, że ***jednostki samorządu terytorialnego mogą tworzyć spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjne, a także mogą przystępować do takich spółek***;

- Drugą sferą są **inwestycje poza sferą użyteczności publicznej**, co jest *explicite* w skazane w treści art. 10 ust. 1 ustawy o gospodarce komunalnej, zgodnie z którym: Poza sferą użyteczności publicznej **gmina** może tworzyć spółki prawa handlowego i przystępować do nich, jeżeli łącznie zostaną spełnione następujące warunki:

    - istnieją niezaspokojone potrzeby wspólnoty samorządowej na rynku lokalnym;
    - występujące w gminie bezrobocie w znacznym stopniu wpływa ujemnie na poziom życia wspólnoty samorządowej, a zastosowanie innych działań i wynikających z obowiązujących przepisów środków prawnych nie doprowadziło do aktywizacji gospodarczej, a w szczególności do znacznego ożywienia rynku lokalnego lub trwałego ograniczenia bezrobocia.

  Występują uzasadnione powody, aby uznać, iż **przystąpienie przez gminy do SKA (spółki prawa handlowego) w charakterze akcjonariusza** pozostawałoby zgodne z ww. przesłankami, czyli zarówno z niespokojnymi potrzebami wspólnoty samorządowej, jak i występującym na terenie gminy poziomie bezrobocia, który w znacznym stopniu wpływa ujemnie na poziom życia wspólnoty samorządowej. **Nie budzi wątpliwości, iż konstrukcja typu LFRG ma na celu aktywizację gospodarczą regionu i ograniczanie poziomu bezrobocia**. Co więcej, przewidziane przez ustawodawcę ograniczenia dotyczące możliwości tworzenia przez gminy spółek prawa handlowego poza sferą użyteczności publicznej, w świetle art. 10 ust. 3 tej ustawy, nie mają zastosowania do posiadania przez gminę akcji lub udziałów spółek zajmujących się czynnościami bankowymi, ubezpieczeniowymi oraz działalnością doradczą, promocyjną, edukacyjną i wydawniczą na rzecz samorządu terytorialnego, a także **innych spółek ważnych dla rozwoju gminy**, w tym prowadzących działalność w zakresie budownictwa mieszkaniowego na wynajem, w tym również związany z uprawnieniem do nabycia przez najemcę własności lokalu w przyszłości, oraz klubów sportowych działających

w formie spółki kapitałowej. **Pojęcie „*innej spółki ważnej dla rozwoju gminy*" jakkolwiek jest niedookreślone w ustawie, to jednak winno być rozpatrywane w kontekście tworzonego modelu LFRG**, co dodatkowo pozwala na rozważanie tej podstawy prawnej jako kompetencji do zaangażowania kapitałowego gmin. Należy również zaznaczyć, iż w art. 10 ust. 5 i ust. 6 ustawy o gospodarce komunalnej, ustawodawca podkreśla, iż tworzenie i przystępowanie do spółek prawa handlowego przez gminę w omawianych powyżej przypadkach odbywa się na zasadach gwarantujących zachowanie uczciwej i wolnej konkurencji oraz przestrzeganie zasad równego traktowania, przejrzystości i proporcjonalności. Nadto, w celu utworzenia lub przystąpienia do spółki prawa handlowego przez gminę w przypadkach, o których mowa powyżej, gmina może zawrzeć porozumienie określające zasady utworzenia lub przystąpienia do tej spółki;

(ix) Powyższe oznacza, iż możliwym jest dostrzeżenie **podstawy prawnej do zaangażowania gmin w formie akcjonariuszy SKA**, przy czym poziom takiego zaangażowania (ilość obejmowanych akcji) winien być rozpatrywany przez każdą z gmin niezależnie;

(x) **Obligatariuszami dla SKA** (czyli podmiotami obejmującymi kolejne emisje obligacji) mogłyby zostać **podmioty o charakterze „prywatnym"**, takie jak przedsiębiorcy lub inne osoby fizyczne albo osoby prawne. Tak jak to już zostało powyżej podkreślone, optymalnym z punktu widzenia działalności LFRG byłoby pozyskanie przez LFRG **zewnętrznych inwestorów** w pierwszej kolejności w formule korporacyjnej (np. jako *akcjonariusze* w spółce komandytowo – akcyjnej) – zaś w drugiej kolejności podmioty te (tworząc już strukturę właścicielską LFRG) mogłyby angażować swoje środki pieniężne w formule finansowej (np. jako *obligatariusze* obligacji emitowanych przez LFRG lub jako *pożyczkodawcy* w umowach pożyczki zawieranych z LFRG);

(xi) Nie ma formalnych ograniczeń, aby **akcjonariusz SKA** (zaangażowanie typu *private equity*) był jednocześnie **obligatariuszem SKA** (zaangażowanie typu *private debt*) **i odwrotnie**;

(xii) W zależności od ekonomicznej analizy stopy zwrotu z inwestycji te same podmioty mogą albo zwiększać zaangażowanie kapitałowe w SKA (obejmując kolejne emisje akcji) albo obejmować kolejne emisje obligacji SKA;

(xiii) Środki pozyskane z emisji akcji albo emisji obligacji łącznie zapewnić mają **kapitalizację SKA** – konieczną z punktu widzenia prowadzonej **polityki inwestycyjnej** przez ASI (o czym poniżej);

(xiv) Tak jak to już zostało wspominanie, wobec osób trzecich („na zewnątrz") SKA byłby reprezentowana przez komplementariusza – czyli *de iure* i *de facto* przez zarząd SPV (zgodnie z zasadami reprezentacji tych spółek ujawnionymi w KRS)[15]. W ten sposób komplementariusz wypełniałby zadania zarządcze SKA[16]. Natomiast odrębnymi organami w SKA byłyby: **rada nadzorcza** i **walne zgromadzenie akcjonariuszy** – do których zastosowanie miałyby przepisy dot. spółki akcyjnej;

(xv) W świetle art. 142 k.s.h. w spółce komandytowo-akcyjnej można ustanowić **radę nadzorczą**. Członków rady nadzorczej powołuje i odwołuje walne zgromadzenie. Komplementariusz albo jego pracownik nie może być członkiem rady nadzorczej, co wynika z konieczności rozdziału funkcji „zarządczej" od funkcji „nadzorczej". W analizowanym modelu LFRG ustanowienie Rady Nadzorczej w SKA jest zasadne z punktu widzenia wykonywania nadzoru przez akcjonariuszy nad działalnością SKA[17]. Innymi słowy rada nadzorcza w SKA (minimum 3 członków – zgodnie z odpowiednio stosowanymi przepisami dotyczącymi spółki akcyjnej) ustanowiona byłaby na gruncie statutu spółki, natomiast powołanie i odwoływanie członków rady nadzorczej stanowiłoby kompetencję walnego zgromadzenia akcjonariuszy SKA. Wybór członków radu nadzorczej, na wniosek akcjonariuszy reprezentujących co najmniej 1/5 kapitału zakładowego, mógłby odbywać się w drodze głosowania grupami. Uczestnicząc w wyborze członków rady

[15] Zgodnie z art. 137 ust. 1 k.s.h. Spółkę komandytowo – akcyjną reprezentują komplementariusze, których z mocy statutu lub prawomocnego orzeczenia sądu nie pozbawiono prawa reprezentowania spółki

[16] Zgodnie z art. 140 § 1 k.s.h. każdy komplementariusz ma prawo i obowiązek prowadzenia spraw spółki (SKA)

[17] Zgodnie z art. 143 § 1 k.s.h. Rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki (SKA) we wszystkich dziedzinach jej działalności

nadzorczej akcjonariusze („inwestorzy pasywni") mieliby poczucie kontroli działalności SKA;

(xvi) Zgodnie z art. 145 k.s.h. **walne zgromadzenie** w SKA może być zwyczajne albo nadzwyczajne. Prawo uczestniczenia w walnym zgromadzeniu ma akcjonariusz oraz komplementariusz także w przypadku, gdy nie jest akcjonariuszem spółki komandytowo-akcyjnej. Każda akcja objęta lub nabyta przez osobę, która nie jest komplementariuszem, daje prawo do jednego głosu, chyba że statut stanowi inaczej. Nie można całkowicie pozbawić akcjonariusza prawa głosu. Natomiast każda akcja objęta lub nabyta przez komplementariusza daje prawo do jednego głosu;

(xvii) W świetle art. 126 § 1 pkt 2 k.s.h. w przypadku reguł dotyczących kapitału zakładowego, wkładów akcjonariuszy, akcji, rady nadzorczej i walnego zgromadzenia spółki komandytowo – akcyjnej zastosowanie mają właściwe przepisy normujące działalność *spółki akcyjnej*. Dlatego też, możliwym jest rozważanie w przypadku konstrukcji SKA przyznania niektórym akcjom określonych przywilejów, ze szczególnym uwzględnieniem tzw. **przywilejów dywidendowych**, które w świetle art. 353 k.s.h. polegać mogą na tym, iż akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych. Wobec akcji uprzywilejowanej w zakresie dywidendy może być wyłączone prawo głosu (**akcje nieme**);

(xviii) Uczestnikami **walnego zgromadzenia akcjonariuszy** byliby zatem zarówno akcjonariusze (**Inwestorzy w ASI**) jak i komplementariusz (**Zarządzający ASI**). Uchwały podejmowane przez walne zgromadzenie akcjonariuszy (z punktu widzenia omawianego modelu LFRG) dotyczyłyby w szczególności[18]:

[18] Zgodnie z art. 146 k.s.h. **uchwały walnego zgromadzenia** oprócz innych spraw, wymienionych w dziale niniejszym lub w statucie, wymaga: 1) rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania komplementariuszy z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego spółki za ubiegły rok obrotowy; 2) udzielenie komplementariuszom prowadzącym sprawy spółki absolutorium z wykonania przez nich obowiązków; 3) udzielenie członkom rady nadzorczej absolutorium z wykonania przez nich obowiązków; 4) wybór biegłego rewidenta, chyba że statut przewiduje w tej sprawie kompetencję rady nadzorczej; 5) rozwiązanie spółki. **Zgody wszystkich komplementariuszy** wymagają, pod rygorem nieważności, uchwały walnego zgromadzenia w sprawach: 1) powierzenia prowadzenia spraw oraz reprezentowania spółki jednemu albo kilku komplementariuszom; 2) podziału zysku za rok obrotowy w części przypadającej akcjonariuszom; 3) zbycia i wydzierżawienia przedsiębiorstwa spółki lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienia na nim prawa użytkowania; 4) zbycia

- podwyższania i obniżania kapitału zakładowego SKA – czyli subskrypcji nowych emisji akcji dla nowych akcjonariuszy (na zasadach przewidzianych w przepisach dotyczących spółki akcyjnej);
- emisji obligacji (SKA posiada zdolność emisyjną w rozumieniu ustawy o obligacjach[19]);
- podziału zysku (dywidenda) i sposobu pokrycia straty; oraz
- akceptacji dla programów inwestycyjnych ASI – czyli przyjmowania zaproponowanych polityk i strategii inwestycyjnych;

(xix) **Polityka inwestycyjna** alternatywnej spółki inwestycyjnej (zgodnie z art. 70b FundIU) określa sposób lokowania jej aktywów. ***Polityka inwestycyjna*** oraz ***strategie inwestycyjne*** są określane w dokumentach założycielskich alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz w dokumentach, w tym regulaminach, przyjętych przez Zarządzającego ASI dotyczących działalności prowadzonej przez alternatywną spółkę inwestycyjną. Można przyjąć, iż *polityka inwestycyjna* jest dokumentem bardziej generalnym – ukazującym zamysł prowadzenia określonej działalności przez ASI, natomiast *strategie inwestycyjne* to działania bardziej operacyjne (wykonawcze) – mieszczące się w ramach przyjętej polityki. Możliwym rozwiązaniem byłoby ustalenie na gruncie statutu SKA, iż ***polityka inwestycyjna*** **dla SKA przyjmowana jest na corocznym zwyczajnym walnym zgromadzeniu SKA, podczas gdy strategie inwestycyjne (miesięczne, kwartalne albo półroczne) przyjmuje i realizuje komplementariusz SKA (jako Zarządzający ASI) i podlegają one ocenie Rady Nadzorczej SKA**, o czym także poniżej;

nieruchomości spółki; 5) podwyższenia i obniżenia kapitału zakładowego; 6) emisji obligacji; 7) połączenia i przekształcenia spółki; 8) zmiany statutu; 9) rozwiązania spółki; 10) innych czynności przewidzianych w dziale niniejszym lub w statucie. Natomiast **zgody większości komplementariuszy** wymagają, pod rygorem nieważności, uchwały walnego zgromadzenia w sprawach: 1) podziału zysku za rok obrotowy w części przypadającej komplementariuszom; 2) sposobu pokrycia straty za ubiegły rok obrotowy; oraz 3) innych czynności przewidzianych w statucie.

[19] Zgodnie z art. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, obligacje mogą emitować: 1) osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej: a) prowadzące działalność gospodarczą lub b) utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji, 2) osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw, 3) spółki komandytowo-akcyjne, 4) spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa, 5) gminy, powiaty oraz województwa, zwane, a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej, 6) instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji.

(xx) *Polityka inwestycyjna ASI* określa zatem kategorie lokat oraz wskazuje, jakimi kryteriami będą kierować się zarządzający aktywami przy wyborze takich lokat. Samo pojęcie *polityki inwestycyjnej* jako informacji przeznaczonych dla zarządzających ASI oraz jej inwestorów jest zbliżone do pojęcia polityki inwestycyjnej określającej zasady lokowania aktywów w funduszu inwestycyjnym, określonej w art. 20 FundIU[20];

(xxi) Wracają do ASI, wskazać należy, że polityka inwestycyjna ASI jest niezbędnym elementem dokumentów wewnętrznych każdego ASI, określającym ramy, w jakich poruszać się będzie zarządzający spółką inwestycyjną. Alternatywne spółki inwestycyjne są bowiem zobowiązane inwestować środki uzyskane od inwestorów zgodnie z ustaloną polityką inwestycyjną;

(xxii) Jednak porównanie art. 70b omawianej ustawy (ASI) z przywołanym powyżej art. 20 (fundusz inwestycyjny) wskazuje, że **ustawodawca traktuje politykę inwestycyjną ASI znacznie bardziej liberalnie niż politykę inwestycyjną funduszu, pozwalając samemu zarządzającemu na określenie, co powinno znaleźć się w takim dokumencie**. W szczególności brak jakichkolwiek obostrzeń dotyczących dopuszczalnego przedmiotu lokat ASI. W związku z brakiem szczególnych regulacji dotyczących przedmiotu lokat ASI, zgodnie z art. 70a ust. 4 FundIU należy do nich zastosować przepisy Kodeksu spółek handlowych. **Co do zasady zatem przedmiot lokat ASI może być dowolny;**

(xxiii) Tak jak to już zostało powyżej zasygnalizowane ***polityka inwestycyjna*** dla SKA przyjmowana byłaby jest na corocznym zwyczajnym walnym zgromadzeniu SKA (w formie uchwały walnego zgromadzenia), podczas gdy ***strategie inwestycyjne*** (miesięczne, kwartalne albo półroczne) byłyby przyjmowane i realizowane przez komplementariusz SKA (jako Zarządzający ASI) – np. w formie uchwał zarządu SPV (przygotowywanych przez Zespół Zarządzający);

[20] Art. 20 FundIU stanowi, iż zasady polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określają sposoby osiągania celu inwestycyjnego, a w szczególności: 1) typy i rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu; 2) kryteria doboru lokat; 3) zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne; 4) dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz. Statut funduszu inwestycyjnego w części dotyczącej zasad polityki inwestycyjnej funduszu inwestycyjnego określa szczegółowe, niewynikające z przepisów ustawy, zasady dywersyfikacji lokat i innych ograniczeń inwestycyjnych. Jeżeli fundusz inwestycyjny przekroczy ograniczenia inwestycyjne określone w statucie, jest obowiązany do niezwłocznego dostosowania stanu swoich aktywów do wymagań określonych w statucie, uwzględniając interes uczestników funduszu.

(xxiv) Rada Nadzorcza, w skład której nie mogą wchodzić komplementariusze, wykonywałaby stały nadzór nad działalnością SKA, a w szczególności dokonywałaby okresowej oceny działalności inwestycyjnej ASI, jaką prowadziłby komplementariusz (SPV) – w tym także oceny przygotowywanych i wykonywanych przez Zespół Zarządzający ***strategii inwestycyjnych***;

(xxv) Przy takim założeniu, możliwym jest przyjęcie schematu funkcjonalnego, w którym **(1) walne zgromadzenie SKA corocznie wytycza główne kierunki i ramy działań inwestycyjnych (*polityka inwestycyjna*), (2) zarząd SPV (czyli Zespół Zarządzający) określa i bieżąco realizuje miesięczne, kwartale lub półroczne *strategie inwestycyjne*, zaś (3) Rada Nadzorcza weryfikuje (akceptuje) działania zarządu SPV w ramach wykonywania nadzoru nad SKA**;

(xxvi) Wsparciem dla procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych byłaby działalność wysoko wyspecjalizowanego **Komitetu Inwestycyjnego**. Taki Komitet mógłby być utworzony w dwóch formułach:

- formule korporacyjnej jako organ wsparcia dla Rady Nadzorczej SKA; albo
- formule kontraktowej jako *quasi* organ, na jaki zgodziłyby się strony Umowy Inwestycyjnej pomiędzy Marszałkiem Województwa i Zespołem Zarządzającym, funkcjonującym poza strukturami spółek kapitałowych.

(xxvii) W przywołanej powyżej formule korporacyjnej, Rada Nadzorcza powołałby *Komitet Inwestycyjny*, składający się z wybranych członków Rady Nadzorczej oraz zewnętrznych ekspertów, który przedstawiałby Radzie Nadzorczej stanowisko w zakresie celowości finansowania poszczególnych projektów, zaproponowanych przez Zespół Zarządzający;

(xxviii) Rada Nadzorcza, po uzyskaniu stanowiska Komitetu Inwestycyjnego, uprawniona byłaby do każdorazowego opiniowania projektów inwestycyjnych proponowanych przez Zespół Zarządzający, w formule **prawa zgłoszenia sprzeciwu** wobec poszczególnych projektów inwestycyjnych (działając *in gremio*);

(xxix) Wymogiem rozpoczęcia finansowania projektów przez ASI, na podstawie propozycji zgłoszonych przez Zespół Zarządzający, byłoby zatem:

- Zapewnienie **zgodności projektu** z polityką inwestycyjną i strategiami inwestycyjnymi zaakceptowanymi przez walne zgromadzenie SKA, jak i strategiami rozwoju gospodarczego województwa samorządowego;
- Uzyskanie **stanowiska Komitetu Inwestycyjnego**, powołanego przy Radzie Nadzorczej SKA;
- **Brak sprzeciwu** Rady Nadzorczej SKA.

(xxx) Natomiast w drugiej formule (kontraktowej), Zespół Zarządzający zobowiązywałby się w treści Umowy Inwestycyjnej do powołania *Komitetu Inwestycyjnego w SPV*, który przedstawiałby opnie na temat propozycji lokacyjnych przygotowywanych przez Zespół Zarządzający, przy czym opinie te miałyby wyłącznie charakter pomocowy i doradczy wobec decyzji podejmowanych przez Zespół Zarządzający. W tym modelu, przywołane powyżej **prawo zgłoszenia sprzeciwu** wobec poszczególnych projektów inwestycyjnych w dalszym ciągu przysługiwałoby Radzie Nadzorczej SKA, na zasadach przywołanych powyżej;

7.4 Analiza podatkowa działalności SKA

Opodatkowanie SKA (CIT)

(i) Na wstępie zauważyć należy, iż ustawodawca w art. 17 ust. 1 pkt 58a ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (dalej: **„*PDOPrU*"**), przewidział zwolnienie dla dochodów (przychodów) alternatywnych spółek inwestycyjnych uzyskanych w roku podatkowym ze zbycia posiadanych udziałów (akcji), pod warunkiem że alternatywna spółka inwestycyjna, która zbywa udziały (akcje), **posiadała przed dniem zbycia bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale spółki, której udziały (akcje) są zbywane, nieprzerwanie przez okres dwóch lat.** Niemniej jednak, powyższego zwolnienia podatkowego, nie stosuje się do dochodów (przychodów) uzyskanych ze zbycia udziałów (akcji) w spółce, jeżeli **co najmniej 50% wartości aktywów takiej spółki, bezpośrednio lub pośrednio,**

stanowią nieruchomości położone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub prawa do takich nieruchomości[21];

(ii) Powyższe zwolnienie nie ma charakteru podmiotowego, a zatem gdy ASI działając w formie spółki komandytowo- akcyjnej (SKA), nie spełnia warunków określonych w art. 17 ust. 1 pkt 58a PDOPrU, to wówczas **podlega opodatkowaniu CIT na zasadach ogólnych**. A zatem koniecznym jest przybliżenie zasad opodatkowania SKA na gruncie PDOPrU;

(iii) Od 1 stycznia 2014 r. krąg podmiotów uznawanych za podatników podatku dochodowego od osób **prawnych został rozszerzony o spółki komandytowo-akcyjne mające siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej**[22];

(iv) W konsekwencji do powyższego podatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych podlegają wyłącznie podatnicy wymienieni w ustawie. Należą do nich: a) osoby prawne; b) spółki kapitałowe w organizacji; c) jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej, z wyjątkiem przedsiębiorstw w spadku i spółek niemających osobowości prawnej, poza wyjątkami wymienionymi w następnych punktach; d) **spółki komandytowo-akcyjne mające siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (SKA);** e) zagraniczne spółki niemające osobowości prawnej, jeśli według prawa kraju, w którym mają siedzibę lub zarząd, są traktowane jako osoby prawne i w całości ich dochody są opodatkowane w tym kraju, bez względu na miejsce uzyskania tych dochodów; f) grupa kapitałowa spełniająca szczególne warunki;

[21] W tym zakresie przepis art. 3 ust. 4 PDOPrU stosuje się odpowiednio: Wartość aktywów, o której mowa w art. 3 ust. 3 pkt 4 PDOPrU (tytułu przeniesienia własności udziałów (akcji) w spółce, ogółu praw i obowiązków w spółce niebędącej osobą prawną lub tytułów uczestnictwa w funduszu inwestycyjnym, instytucji wspólnego inwestowania lub innej osobie prawnej lub z tytułu należności będących następstwem posiadania tych udziałów (akcji), ogółu praw i obowiązków lub tytułów uczestnictwa - jeżeli co najmniej 50% wartości aktywów takiej spółki, spółki niebędącej osobą prawną, funduszu inwestycyjnego, instytucji wspólnego inwestowania lub osoby prawnej, bezpośrednio lub pośrednio, stanowią nieruchomości położone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub prawa do takich nieruchomości), ustala się na ostatni dzień miesiąca poprzedzającego miesiąc uzyskania przychodu, o którym mowa w tym przepisie. W przypadku spółek będących emitentami papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym wartość aktywów może być ustalana na podstawie aktywów bilansowych ujętych w raportach okresowych publikowanych na koniec ostatniego kwartału poprzedzającego kwartał roku kalendarzowego, w którym doszło do uzyskania przychodu.

[22] Ustawa z 8.11.2013 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz ustawy o podatku tonażowym (Dz.U. z 2013 r. poz. 1387), zgodnie z art. 11 ZmPDOPrU z 2013 r., zmiana ta weszła w życie 1.1.2014 r.

(v) **Konsekwencją nadania SKA podmiotowości na gruncie PDOPrU jest wprowadzenie dwóch poziomów opodatkowania dochodu wypracowanego przez tę spółkę, tj. na poziomie spółki i na poziomie wspólników spółki;**

(vi) Wspólnicy SKA, czyli zarówno jej akcjonariusz, jak i komplementariusz[23], zostali opodatkowani od faktycznie uzyskanego przez nich dochodu z uczestnictwa w zysku takiej spółki. Żaden ze wspólników nie jest zatem opodatkowany na bieżąco z tytułu prowadzonej przez SKA działalności gospodarczej. Opodatkowanie z tego tytułu następuje bowiem na poziomie samej spółki;

(vii) Przedmiotem opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych jest, zgodnie z art. 7 ust. 1 PDOPrU, dochód stanowiący sumę dochodów pochodzących z tytułu dwóch kategorii źródeł przychodów: (i) zysków kapitałowych oraz (ii) innych źródeł;

(viii) Definicja "*przychodów z zysków kapitałowych*" zawarta jest w art. 7b ust. 1 PDOPrU[24] natomiast definicja przychodów z "*innych źródeł*" zawarta jest w art.

[23] W przypadku jednak wypłaty zysku na rzecz komplementariusza przyznane zostało mu prawo do odliczenia od podatku naliczonego od wypłat z zysku kwoty podatku zapłaconego przez SKA od własnych dochodów w części, w jakiej zapłacony przez SKA podatek ekonomicznie obniżał wypłacony komplementariuszowi zysk tej spółki

[24] Artykuł 7b PDOPrU określa katalog przychodów wchodzących do źródła „zyski kapitałowe". Katalog ten nie jest wyczerpujący i obejmuje różnego rodzaju kategorie przychodów, tj.: (i) przychody stanowiące dochód z udziału w zysku osoby prawnej lub spółki, o której mowa w art. 1 ust. 3 PDOPrU (art. 7b ust. 1 pkt 1 PDOPrU); w katalogu tym mieszczą się przede wszystkim dywidendy, nadwyżki bilansowe w spółdzielniach oraz otrzymane przez uczestników funduszy inwestycyjnych lub instytucji wspólnego inwestowania dochody tego funduszu lub tej instytucji, w przypadku gdy statut przewiduje wypłacanie tych dochodów bez odkupywania jednostek uczestnictwa albo wykupywania certyfikatów inwestycyjnych; (ii) przychody z udziału (akcji) w osobie prawnej lub spółce, o której mowa w art. 1 ust. 3 PDOPrU (art. 7b ust. 1 pkt 3 PDOPrU)– zgodnie z siatką pojęciową używaną w PDOPrU regulacja ta obejmuje również komplementariusza w spółce komandytowo-akcyjnej – oraz ze zbycia ogółu praw i obowiązków w spółce niebędącej osobą prawną (art. 7b ust. 1 pkt 4 PDOPrU); (iii) przychody z tytułu wniesienia do osoby prawnej lub spółki, o której mowa w art. 1 ust. 3 PDOPrU, wkładu niepieniężnego (art. 7b ust. 1 pkt 2 PDOPrU); (iv) przychody ze zbycia wierzytelności uprzednio nabytych przez podatnika oraz wierzytelności wynikających z przychodów zaliczanych do zysków kapitałowych; (v) przychody z praw majątkowych, o których mowa w art. 16b ust. 1 pkt 4–7 PDOPrU z wyłączeniem przychodów z licencji bezpośrednio związanych z uzyskaniem przychodów niezaliczanych do zysków kapitałowych oraz praw wytworzonych przez podatnika, z papierów wartościowych i pochodnych instrumentów finansowych, z wyłączeniem instrumentów służących zabezpieczeniu przepływów lub przychodów albo kosztów niezaliczanych do zysków kapitałowych, oraz z tytułu uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, w tym z ich najmu, dzierżawy lub innej umowy o podobnym charakterze, jak również przychody z ich zbycia oraz przychody z wymiany waluty wirtualnej na środek płatniczy, towar, usługę lub prawo majątkowe inne niż waluta wirtualna lub z regulowania innych zobowiązań walutą wirtualną (art. 7b ust. 1 pkt 5 i 6 PDOPrU). Należy podkreślić, iż przepis art. 7b PDOPrU ma zasadniczo na celu określenie rodzajów przychodów przypisywanych do źródła, jakim są zyski kapitałowe. Funkcją tego przepisu jest przede wszystkim rozdzielenie osiąganych przez podatników przychodów poprzez przypisanie ich do właściwego źródła przychodów. Przepis ten nie przesądza o wysokości danego przychodu. *(P. Małecki, M. Mazurkiewicz, CIT. Komentarz. Podatki i rachunkowość, wyd. X, Opublikowano: WKP 2019/el, Komentarz do art. 7b PDOPrU)*

12 ust. 1 PDOPrU[25], poprzez otwarty katalog kategorii, które są w szczególności przychodem;

(ix) Analizując katalog zawarty w art. 7b ust. 1 pkt 1 PDOPrU należy zwrócić uwagę, że odnosi się również do rozliczeń w ramach spółki komandytowo-akcyjnej. Odrębna regulacja wynika z faktu, że spółka komandytowo-akcyjna, pomimo podlegania opodatkowaniu, nie jest osobą prawną. A zatem siatka pojęciowa właściwa dla spółek z o.o. i spółek akcyjnych nie byłaby wystarczająca. Dochodami takimi będą więc dodatkowo: a) przychody z wystąpienia wspólnika z SKA, które następuje w inny sposób niż poprzez umorzenie akcji lub zmniejszanie ich wartości; b) przychody ze zmniejszenia udziału kapitałowego wspólnika w SKA, które następuje w inny sposób niż poprzez umorzenie akcji lub zmniejszanie ich wartości; c) odsetki od udziału kapitałowego, wypłacane na rzecz wspólnika przez SKA oraz od pożyczki partycypacyjnej;

(x) Przy czym opisane powyżej przychody związane z wystąpieniem ze spółki lub zmniejszeniem udziału będą zasadniczo dotyczyły komplementariusza, gdyż w przypadku akcjonariusza będzie on po prostu zbywał posiadane akcje lub je umarzał;

(xi) Oczywiście w przypadku pozostałych przepisów także może być mowa o dochodzie (przychodzie) w rozumieniu art. 7b ust. 1 pkt 1 PDOPrU, np. gdy SKA wypłaca dywidendę, jest likwidowana czy też bierze udział w połączeniu. W takiej sytuacji znajdą zastosowanie regulacje analogiczne, jak w przypadku osób prawnych;

[25] "Na pojęcie "przychodu" zawarte w art. 12 ust. 1 pkt 1 PDOPrU. składają się trwałe i realne zwiększenia majątku podatnika. Pojęcie przychodu, który ma charakter pierwotny warunkuje możliwość powstania dochodu albowiem jest ściśle związane z pojęciem dochodu, który zgodnie z art. 7 PDOPrU, jest – co do zasady – przedmiotem podatku dochodowego od osób prawnych". Z powyższego należy wywieść, że **przychodem są wszelkie definitywne przysporzenia w majątku podatnika, które powiększają ten majątek w sposób trwały**. Katalog przysporzeń wymienionych w art. 12 PDOPrU ma natomiast charakter przykładowy i wskazane w nim kategorie przychodów również muszą charakteryzować się definitywnością i trwałością. Dodatkowo wymienione są w nim również takie okoliczności, które same w sobie przysporzenia majątkowego nie powodują, ale powodują przychód ze względu na to, że stanowiły dla celów podatku dochodowego od osób prawnych koszt uzyskania przychodów na wcześniejszym etapie (np. wartość należności umorzonych, przedawnionych lub odpisanych jako nieściągalne w tej części, od której dokonane odpisy aktualizujące zostały uprzednio zaliczone do kosztów uzyskania przychodów). Jednocześnie art. 12 ust. 4 PDOPrU reguluje zamknięty katalog przysporzeń, które nie stanowią dla podatnika przychodu, pomimo że mogą mieć trwały i definitywny charakter.

(xii) **Stawka podatkowa podatku dochodowego od osób prawnych jest liniowa i wynosi co do zasady 19%.**

(xiii) **Ustawodawca wprowadził także preferencyjną stawkę podatku w wysokości 9%** (art. 19 ust. 1 pkt 2). Obejmuje ona podatników, u których: (i) przychody osiągnięte w roku podatkowym **nie przekroczyły wyrażonej w złotych kwoty odpowiadającej równowartości 1 200 000 euro** przeliczonej według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy roku podatkowego, w zaokrągleniu do 1000 zł; (ii) stawka podatku dochodowego od osób prawnych wynosi 9% podstawy opodatkowania od przychodów (dochodów) **innych niż z zysków kapitałowych,** pod warunkiem, że podatnicy stosujący tę stawkę **posiadają status małego podatnika[26], z wyjątkiem podatników rozpoczynających prowadzenie działalności, w roku rozpoczęcia tej działalności** (art. 19 ust 1d i ust. 1e);

(xiv) Zastosowanie obniżonej 9% stawki podatku dochodowego zostało ograniczone (*vide* art. 19 ust. 1a i ust. 1b i ust. 1c PDOPrU) w celu zapobieżenia działaniom mającym na celu wyłącznie obniżenie wysokości zobowiązania w podatku dochodowym od osób prawnych. Ograniczenie dotyczy między innymi podatników utworzonych przez osoby prawne, osoby fizyczne albo jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej **wnoszące, tytułem wkładów niepieniężnych na poczet kapitału podatnika, składniki majątku uzyskane przez te osoby albo jednostki w wyniku likwidacji innych podatników, jeżeli te osoby albo jednostki posiadały udziały (akcje) tych innych likwidowanych podatników[27];**

[26] Małym podatnikiem jest, zgodnie z art. 4a pkt 10 PDOPrU, podatnik, u którego wartość przychodu ze sprzedaży (wraz z kwotą należnego podatku od towarów i usług) nie przekroczyła w poprzednim roku podatkowym wyrażonej w złotych kwoty odpowiadającej równowartości 2 000 000 euro; przeliczenia kwot wyrażonych w euro dokonuje się według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy października poprzedniego roku podatkowego, w zaokrągleniu do 1000 zł.

[27] Podatnik, który został utworzony: 1) w wyniku przekształcenia, połączenia lub podziału podatników, z wyjątkiem przekształcenia spółki w inną spółkę albo 2) w wyniku przekształcenia przedsiębiorcy będącego osobą fizyczną wykonującą we własnym imieniu działalność gospodarczą lub spółki niebędącej osobą prawną, albo 3)przez osoby prawne, osoby fizyczne albo jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej, które wniosły na poczet kapitału podatnika uprzednio prowadzone przez siebie przedsiębiorstwo, zorganizowaną część przedsiębiorstwa albo składniki majątku tego przedsiębiorstwa o wartości przekraczającej łącznie równowartość w złotych kwoty co najmniej 10 000 euro przeliczonej według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy października roku poprzedzającego rok podatkowy, w którym wniesiono te składniki majątku, w zaokrągleniu do 1000 zł, przy czym wartość tych składników oblicza się, stosując odpowiednio przepisy art. 14, albo 4)przez osoby prawne, osoby fizyczne albo jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej wnoszące, tytułem wkładów niepieniężnych na poczet kapitału podatnika, składniki majątku uzyskane przez te osoby albo jednostki w wyniku likwidacji innych podatników, jeżeli te osoby albo jednostki posiadały udziały (akcje) tych innych likwidowanych podatników, albo 5)przez osoby prawne, osoby fizyczne albo jednostki organizacyjne niemające

(xv) Generalną zasadą dotyczącą podatników podatku dochodowego od osób prawnych jest uiszczanie **zaliczek miesięcznych** w wysokości różnicy pomiędzy podatkiem należnym od dochodu osiągniętego od początku roku podatkowego a sumą zaliczek należnych za miesiące poprzednie w stosunku do miesiąca, za który wpłacana jest zaliczka (art. 25 ust.1 PDOPrU). Zaliczki miesięczne należy wpłacać na rachunek urzędu skarbowego, którym kieruje naczelnik urzędu skarbowego właściwy ze względu na siedzibę podatnika, w terminie do 20 dnia każdego miesiąca za miesiąc poprzedni. Zaliczka za ostatni miesiąc roku podatkowego uiszczana jest w terminie do 20 dnia pierwszego miesiąca następnego roku podatkowego (art. 25 ust.1a PDOPrU);

(xvi) Podatnicy podatku dochodowego od osób prawnych, którzy **rozpoczynają prowadzenie działalności gospodarczej**, mogą w pierwszym roku podatkowym wpłacać zaliczki na podatek kwartalnie. Uprawnienie to przysługuje również **małym podatnikom** w każdym roku podatkowym (a nie tylko w pierwszym roku podatkowym, jak ma to miejsce odnośnie do podatników rozpoczynających działalność). Zaliczki kwartalne wpłacane są w wysokości różnicy pomiędzy podatkiem należnym od dochodu osiągniętego od początku roku podatkowego a sumą zaliczek należnych za poprzednie kwartały. (art. 25 ust. 1b PDOPrU);

(xvii) Zatem rozliczenie podatku w trakcie roku podatkowego następuje w rachunku narastającym. Ostateczne rozliczenie podatku, za rok podatkowy, dokonywane jest w terminie do końca 3. miesiąca od zakończenia roku

---

osobowości prawnej, jeżeli w roku podatkowym, w którym podatnik został utworzony, oraz w roku podatkowym bezpośrednio po nim następującym, zostało do niego wniesione na poczet kapitału uprzednio prowadzone przedsiębiorstwo, zorganizowana część przedsiębiorstwa albo składniki majątku tego przedsiębiorstwa o wartości przekraczającej łącznie równowartość w złotych kwoty 10 000 euro przeliczonej według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy października roku poprzedzającego rok podatkowy, w którym wniesiono te składniki majątku, w zaokrągleniu do 1000 zł, przy czym wartość tych składników oblicza się, stosując odpowiednio przepisy art. 14 **– nie może zastosować 9% stawki podatku dochodowego od osób prawnych w roku podatkowym, w którym rozpoczął działalność, oraz w roku podatkowym bezpośrednio po nim następującym. Ponadto, 9% stawki podatku dochodowego od osób prawnych nie stosuje się w stosunku do następujących podatników:** 1) spółki dzielonej, 2)podatnika, który wniósł tytułem wkładu do innego podmiotu, w tym na poczet kapitału: a) uprzednio prowadzone przez siebie przedsiębiorstwo, zorganizowaną część przedsiębiorstwa albo składniki majątku tego przedsiębiorstwa o wartości przekraczającej łącznie równowartość w złotych kwoty 10 000 euro przeliczonej według średniego kursu euro ogłaszanego przez NBP na pierwszy dzień roboczy października roku poprzedzającego rok podatkowy, w którym wniesiono te składniki majątku, w zaokrągleniu do 1000 zł (wartość tych składników oblicza się, stosując odpowiednio przepisy art. 14 lub b) składniki majątku uzyskane przez tego podatnika w wyniku likwidacji innych podatników, jeżeli ten podatnik posiadał udziały (akcje) tych innych likwidowanych podatników **– w roku podatkowym, w którym dokonano podziału albo wniesiono wkład, oraz w roku podatkowym bezpośrednio po nim następującym.**

podatkowego (art. 27 PDOPrU). W przypadku podatników, których rok podatkowy będzie równy kalendarzowemu, zeznanie składa się najpóźniej do **31 marca** w roku następującym po zakończonym roku podatkowym;

Opodatkowanie wspólników SKA

(xviii) W spółce komandytowo-akcyjnej występują dwa rodzaje wspólników – komplementariusz (inwestor aktywny) oraz akcjonariusz (inwestor pasywny);

(xix) Wypłata wspólnikom **dywidendy** opodatkowana jest zasadniczo zryczałtowanym podatkiem dochodowym (PIT, bądź CIT – w zależności od tego, czy wspólnik jest odpowiednio osobą fizyczną lub osobą prawną);

(xx) Zasady opodatkowania dywidendy wypłacanej przez SKA komplementariuszom regulują przepisy art. 22 ust. 1a–1e PDOPrU **Zryczałtowany podatek 19% naliczany od dywidendy** pomniejsza się o kwotę odpowiadającą iloczynowi procentowego udziału komplementariusza w zysku tej spółki i podatku należnego od dochodu tej spółki, obliczonego zgodnie z art. 19 PDOPrU, za rok podatkowy, z którego pochodzi przychód z tytułu udziału w zysku. Jeśli więc SKA nie korzysta ze zwolnienia z podatku dochodowego, to w praktyce komplementariusz nie zapłaci zryczałtowanego podatku od otrzymywanej dywidendy;

(xxi) Zgodnie z art. 22 ust. 1 ustawy o CIT podatek dochodowy od dochodów (przychodów) z dywidend oraz innych przychodów z tytułu udziału w zyskach osób prawnych mających siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej ustała się w wysokości 19% uzyskanego przychodu. Ustawodawca w art. 22 ust. 4 PDOPrU przewidział jednak możliwość zwolnienia dywidend z opodatkowania, jeżeli spełnione zostaną łącznie następujące warunki: (i) wypłacającym dywidendę jest spółka mająca siedzibę lub zarząd na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej; (ii) uzyskującym dochody (przychody) z dywidend jest spółka podlegająca w Rzeczypospolitej Polskiej lub w innym niż Rzeczpospolita Polska państwie członkowskim Unii Europejskiej lub w innym państwie należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, opodatkowaniu podatkiem dochodowym od całości swoich dochodów, bez

względu na miejsce ich osiągania; (iii) spółka uzyskująca takie dochody (przychody) posiada bezpośrednio nie mniej niż 10% udziałów (akcji) w kapitale spółki wypłacającej; (iv) spółka uzyskująca takie dochody (przychody) nie korzysta ze zwolnienia z opodatkowania podatkiem dochodowym od całości swoich dochodów bez względu na źródło ich osiągania;

(xxii) Dodatkowo, prawo do skorzystania z powyższego zwolnienia zostało obwarowane koniecznością spełnienia warunku dotyczącego długości okresu posiadania udziałów (akcji) przez spółkę uzyskującą dochody (przychody) z dywidend oraz innych przychodów z tytułu udziału w zyskach osób prawnych. Zgodnie bowiem z art. 22 ust. 4a PDOPrU ww. zwolnienie ma zastosowanie jeżeli okres nieprzerwanego posiadania udziałów (akcji) w wysokości co najmniej 10% wynosi nie mniej niż 2 lata. Jednak, zgodnie z art. 22 ust. 4b PDOPrU warunek ten uważa się za spełniony również wówczas, gdy okres dwóch lat nieprzerwanego posiadania udziałów (akcji) w kwalifikowanej wysokości upływa po dniu uzyskania omawianych dochodów (przychodów);

(xxiii) W przypadku niedotrzymania warunku posiadania udziałów (akcji), w wysokości określonej w wysokości co najmniej 10%, nieprzerwanie przez okres dwóch lat spółka, o której mowa w ust. 4 pkt 2 PDOPrU, jest obowiązana do zapłaty podatku, wraz z odsetkami za zwłokę, od dochodów (przychodów) określonych w ust. 1 w wysokości 19% dochodów (przychodów) do 20 dnia miesiąca następującego po miesiącu, w którym utraciła prawo do zwolnienia. Odsetki nalicza się od następnego dnia po dniu, w którym po raz pierwszy skorzystała ze zwolnienia;

(xxiv) Zgodnie z dyspozycją art. 22 ust. 4d PDOPrU Zwolnienie, o którym mowa w ust. 4, stosuje się: (i) jeżeli posiadanie nie mniej niż 10% udziałów (akcji), wynika z tytułu własności; (ii) w odniesieniu do dochodów uzyskanych z udziałów (akcji) posiadanych na podstawie tytułu: (a) własności, (b) innego niż własność, pod warunkiem że te dochody (przychody) korzystałyby ze zwolnienia, gdyby posiadanie tych udziałów (akcji) nie zostało przeniesione;

(xxv) A zatem w przypadku spełnienia przez akcjonariusza (podlegającego podatkowi CIT) powyżej określonych warunków w art. 22 ust. 4 - ust. 6 PDOPrU

może on zastosować zwolnienie przychodów z tytułu udziału w zyskach osób prawnych;

(xxvi) Spółka komandytowo-akcyjna nie posiada osobowości prawnej, zatem dywidendy z tytułu udziału w jej zyskach nie stanowią dywidend, o jakich mowa w art. 10 ust. 1 pkt 7 i art. 22 ust. 1 ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dalej: ***„PDOfU"***). Otrzymaną przez akcjonariusza spółki komandytowo-akcyjnej będącego osobą fizyczną dywidendę należy uznać za przychód z innych źródeł przychodów (art. 10 ust. 1 pkt 9 w związku z art. 20 ust. 1 PDOfU), który byłby opodatkowany na zasadach ogólnych, przy zastosowaniu stawek skali podatkowej, określonej w art. 27 ust. 1 PDOfU, jednakże bez obowiązku naliczania i odprowadzania zaliczek na podatek dochodowy od osób fizycznych";

Wpływy z podatku dochodowego do JST

(xxvii) Wysokość udziału jednostek samorządu terytorialnego we wpływach z podatku dochodowego reguluje ustawa *z dnia 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego (dalej: **„UDJST");***

(xxviii) Wysokość udziału poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych kształtuje się następująco: (i) udział **gminy** we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, od podatników tego podatku zamieszkałych na obszarze gminy wynosi **39,34%**[28] (art. 4 ust. 2 UDJST); (ii) udział **powiatu** we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, od podatników tego podatku zamieszkałych na obszarze powiatu wynosi **10,25%**[29] (art. 5 ust. 2 UDJST); (iii)

[28] z zastrzeżeniem art. 89 UDJST *(1. Udział gmin we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, o którym mowa w art. 4 ust. 2, zmniejsza się o liczbę punktów procentowych odpowiadających iloczynowi 3,81 punktu procentowego i wskaźnika obliczonego łącznie dla całego kraju, według zasad określonych w ust. 2.2. Wskaźnik, o którym mowa w ust. 1, ustala się dzieląc liczbę mieszkańców przyjętych przed dniem 1 stycznia 2004 r. do domów pomocy społecznej, według stanu na dzień 30 czerwca roku bazowego, przez liczbę mieszkańców przyjętych przed dniem 1 stycznia 2004 r., według stanu na dzień 31 grudnia 2003 r.3. Dla 2004 r. wskaźnik, o którym mowa w ust. 1, wynosi 0,95)* Udział gminy we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych doprecyzowuje art. 9 UST. 1 UDJST wskazujący, że kwotę udziału gminy we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, stanowiącego dochód budżetu państwa, ustala się mnożąc ogólną kwotę wpływów z tego podatku przez 0,3934, z zastrzeżeniem art. 89, i wskaźnik równy udziałowi należnego w roku poprzedzającym rok bazowy podatku dochodowego od osób fizycznych zamieszkałych na obszarze gminy, w ogólnej kwocie należnego podatku w tym samym roku.

[29] Art. 9 ust. 2 Kwotę udziału powiatu we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, stanowiącego dochód budżetu państwa, ustala się mnożąc ogólną kwotę wpływów z tego podatku przez 0,1025 i wskaźnik równy udziałowi

udział **województwa** we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, od podatników tego podatku zamieszkałych na obszarze województwa wynosi **1,60%**[30] (art. 6 ust. 2 UDJST);

(xxix) Wysokość udziału poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych kształtuje się następująco: (i) Wysokość udziału we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych, od podatników tego podatku, posiadających siedzibę na obszarze **gminy**, wynosi **6,71%** (art. 4 ust.3 UDJST); (ii) Udział **powiatu** we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych, od podatników tego podatku, posiadających siedzibę na obszarze powiatu, wynosi **1,40%** (art. 5 ust. 3 UDJST); (iii) Udział **województwa** we wpływach z podatku dochodowego od osób prawnych, od podatników tego podatku, posiadających siedzibę na obszarze województwa, wynosi **14,75%** (art. 6 ust. 3 UDJST).

VIII. CZYNNIKI RYZYKA:

(i) Nie można wykluczyć, iż KNF dokonałaby innej wykładni prawa, niż przedstawiona została w niniejszym opracowaniu, w szczególności w odniesieniu do możliwość uczestnictwa *klientów detalicznych* w subskrypcji akcji SKA (ASI) nowej emisji w przypadku podwyższenia kapitału zakładowego SKA (w drodze uchwały zgromadzenia akcjonariuszy SKA), przewidującego zaoferowanie nowoutworzonych akcji grupie nie większej niż 149 adresatów (oferta typu *private placement*) – tj. **bez obowiązku prospektowego**;

(ii) Zainteresowanie KNF może także budzić rzeczywisty sposób zaklasyfikowania przez Zarządzającego ASI, na wniosek podmiotu innego niż klient profesjonalny, **jako klienta profesjonalnego**, pod warunkiem że podmiot ten posiada *wiedzę i doświadczenie pozwalające na*

należnego w roku poprzedzającym rok bazowy podatku dochodowego od osób fizycznych zamieszkałych na obszarze powiatu, w ogólnej kwocie należnego podatku w tym samym roku.

[30]Art. 9 ust. 3 Kwotę udziału województwa we wpływach z podatku dochodowego od osób fizycznych, stanowiącego dochód budżetu państwa, ustala się mnożąc ogólną kwotę wpływów z tego podatku przez 0,0160 i wskaźnik równy udziałowi należnego w roku poprzedzającym rok bazowy podatku dochodowego od osób fizycznych zamieszkałych na obszarze województwa, w ogólnej kwocie należnego podatku w tym samym roku.

podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych oraz właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami;

(iii) W kontekście analiz dotyczących konieczności albo braku konieczności uzyskania **zezwolenia KNF** na prowadzenie działalności Zarządzającego ASI, należy mieć na uwadze, iż zgodnie z art. 287 FundIU *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*. Tej samej karze podlega także ten, kto dopuszcza się czynu określonego powyżej, działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej;

(iv) Zawarte w niniejszym opracowaniu analizy dotyczące generalnej możliwości obejmowania lub nabywania przez gminy **akcji w SKA** mogą doznać ograniczeń z uwagi na indywidualną politykę lokacyjną gmin;

IX. KOLEJNOŚĆ PODEJMOWANYCH CZYNNOŚCI W RAMACH TWORZENIA LFRG I KONCEPCJA ZAŁOŻEŃ REGULACJI:

(i) W pierwszej kolejności, celem zainicjowania utworzenia struktury LFRG, należałoby ogłosić konkurs na wybór Zespołu Zarządzającego – co może być przeprowadzone przez Marszałka Województwa lub osoby/ podmioty/ instytucje przez niego wskazane;

Załącznik nr 1 – Regulamin konkursu na wybór Zespołu Zarządzającego

Założenia regulacji:

a) *opis ogólny* – Regulamin umożliwiający wyłonienie optymalnego składu Zespołu Zarządzającego, realizującego cele zarządcze w SPV – a tym samym w ASI;

b) *podmioty, na które akt oddziałuje* – Regulamin oddziałuje na organizatora konkursu oraz kandydatów do Zespołu Zarządzającego;

c) *wynik konsultacji* – nie dotyczy;

d) *analiza wpływu (na sektor finansów publicznych, na rynek pracy, na konkurencyjność zewnętrzną i wewnętrzną gospodarki)* – Regulamin jako akt prawny nie wywołuje wpływu na sektor finansów publicznych. Można jednak uznać, iż pośrednio wpływa na kształt rynku pracy i konkurencyjność gospodarki w takim znaczeniu, iż właściwy wybór Zespołu Zarządzającego wpłynie na właściwe decyzje podejmowane przez ASI;

e) *źródła finansowania* – finansowanie konkursu winno opierać się na źródłach własnych urzędu Marszałka Województwa;

f) *źródła danych i wskazanie założeń* – analizy oparte na założeniach wynikających z badań ekonomicznych Projektu;

g) *zgodność z prawem UE* – projekt Regulaminu jest zgodny z prawem unijnym.

(ii) Osoby, które wyłonione byłyby w drodze konkursu, winny zawrzeć z Marszałkiem Województwa umowę inwestycyjną, określającą ich prawa i obowiązki w zakresie utworzenia LFRG;

Załącznik nr 2 – Projekt Umowy Inwestycyjnej

<u>Założenia regulacji:</u>

a) *opis ogólny* – Umowa Inwestycyjna ma normować zobowiązania kontraktowe wyłonionych w drodze konkursu członków Zespołu Zarządzającego, którzy odpowiadaliby za utworzenie architektury korporacyjnej LFRG oraz prowadzenie polityki inwestycyjnej ASI;

b) *podmioty, na które akt oddziałuje* – Umowa bezpośrednio oddziaływuje na prawa i obowiązki jej stron, natomiast pośrednio na wszystkich uczestników LFRG;

c) *wynik konsultacji* – nie dotyczy;

d) *analiza wpływu (na sektor finansów publicznych, na rynek pracy, na konkurencyjność zewnętrzną i wewnętrzną gospodarki)* – Umowa jako akt prawny wywołuje wpływ na sektor finansów publicznych w takim

sensie, iż będzie zawierana przez Marszałka Województwa, a zatem będą to oświadczenia woli formułowane w imieniu jednostki samorządu terytorialnego. Można też uznać, iż pośrednio Umowa wpływa na kształt rynku pracy i konkurencyjność gospodarki w takim znaczeniu, iż jej poprawne wykonywanie wpłynie na właściwe decyzje podejmowane przez ASI;

e) *źródła finansowania* – finansowanie sporządzenie umowy winno opierać się na źródłach własnych urzędu Marszałka Województwa;
f) *źródła danych i wskazanie założeń* – analizy oparte na założeniach wynikających z badań ekonomicznych Projektu;
g) *zgodność z prawem UE* – projekt Umowy jest zgodny z prawem unijnym.

(iii) Zespół Zarządzający winien następnie zawiązać SPV i zarejestrować ją w KRS, NIP i REGON;

Załącznik nr 3 – Projekt Umowy Spółki (SPV)

Założenia regulacji:

a) *opis ogólny* – Umowa Spółki ma normować funkcjonowanie SPV – która następnie prowadzić będzie działalność w charakterze komplementariusza SKA (ASI);
b) *podmioty, na które akt oddziałuje* – Umowa Spółki bezpośrednio oddziaływuje na prawa i obowiązki jej wspólników oraz funkcjonowanie organów, natomiast pośrednio na wszystkich uczestników LFRG;
c) *wynik konsultacji* – nie dotyczy;
d) *analiza wpływu (na sektor finansów publicznych, na rynek pracy, na konkurencyjność zewnętrzną i wewnętrzną gospodarki)* – Umowa spółki jako akt prawny nie wywołuje wpływu na sektor finansów publicznych. Można jednak uznać, iż pośrednio Umowa spółki wpływa na kształt rynku pracy i konkurencyjność gospodarki w takim znaczeniu, iż jej poprawne wykonywanie wpłynie na właściwe decyzje podejmowane przez ASI;

e) *źródła finansowania* – finansowanie sporządzania umowy winno opierać się na źródłach własnych wspólników (założycieli) SPV;
f) *źródła danych i wskazanie założeń* – analizy oparte na założeniach wynikających z badań ekonomicznych Projektu;
g) *zgodność z prawem UE* – projekt Umowy spółki jest zgodny z prawem unijnym.

(iv) SPV jako komplementariusz powinna zawiązać SKA i zarejestrować ją w KRS, NIP i REGON;

Załącznik nr 4 – Projekt Statutu SKA

Założenia regulacji:

a) *opis ogólny* – Statut ma normować funkcjonowanie SKA – która prowadzić będzie działalność jako ASI;
b) *podmioty, na które akt oddziałuje* – Statut bezpośrednio oddziaływuje na prawa i obowiązki wspólników SKA oraz funkcjonowanie organów, natomiast pośrednio na wszystkich uczestników LFRG;
c) *wynik konsultacji* – nie dotyczy;
d) *analiza wpływu (na sektor finansów publicznych, na rynek pracy, na konkurencyjność zewnętrzną i wewnętrzną gospodarki)* – Statut jako akt prawny nie wywołuje wpływu na sektor finansów publicznych. Można jednak uznać, iż pośrednio Statut wpływa na kształt rynku pracy i konkurencyjność gospodarki w takim znaczeniu, iż poprawne wykonywanie postanowień Statutu wpłynie na właściwe decyzje podejmowane przez ASI;
e) *źródła finansowania* – finansowanie sporządzania Statutu winno opierać się na źródłach własnych wspólników (założycieli) SKA;
f) *źródła danych i wskazanie założeń* – analizy oparte na założeniach wynikających z badań ekonomicznych Projektu;
g) *zgodność z prawem UE* – Statut SKA spółki jest zgodny z prawem unijnym.

(v) Przy założeniach przyjętych w niniejszym opracowaniu, Zarządzający ASI winien wystąpić z wnioskiem do KNF o wpis do rejestru zarządzających ASI;

Załącznik nr 5 – projekt wniosku do KNF ws wpisu do rejestru zarządzających ASI

Założenia regulacji:

a) *opis ogólny* – sporządzenie i wniesienie wniosku do KNF ma umożliwić wpis do rejestru zarządzających ASI;
b) *podmioty, na które akt oddziałuje* – wniosek oddziałuje na strony postępowania administracyjnego, czyli wnioskodawcę (SPV) i organ administracji publicznej (KNF);
c) *wynik konsultacji* – nie dotyczy;
d) a*naliza wpływu (na sektor finansów publicznych, na rynek pracy, na konkurencyjność zewnętrzną i wewnętrzną gospodarki)* – wniosek zasadniczo nie wywołuje wpływu na sektor finansów publicznych, z zastrzeżeniem konieczności jego rozpoznania w ramach zadań organu administracji publicznej (KNF). Można jednak uznać, iż pośrednio wniosek wpływa na kształt rynku pracy i konkurencyjność gospodarki w takim znaczeniu, iż rejestracja wnioskodawcy w rejestrze prowadzonym przez KNF wpłynie na rozpoczęcie działalności ASI;
e) *źródła finansowania* – finansowanie sporządzenia i wniesienia wniosku winno opierać się na źródłach własnych wnioskodawcy (SKA);
f) *źródła danych i wskazanie założeń* – analizy oparte na założeniach wynikających z badań ekonomicznych Projektu;
g) *zgodność z prawem UE* – wniosek do KNF jest zgodny z prawem unijnym.

Po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI, oraz po zarejestrowaniu SPV i SKA możliwym jest rozpoczęcie działalności LFRG na zasadach opisanych powyżej.

X. EXECUTIVE SUMMARY:

(i) Co do zasady, nie jest rekomendowane na tym etapie popularyzacji modelu LFRG dokonywanie **interwencji ustawodawcy** w formule nowych ustaw/ ew. rozporządzeń do ustaw. Tym samym, Model LFRG może być, co do zasady, oparty na istniejących rozwiązaniach prawnych w zakresie prawa powszechnie obowiązującego. Zmiany w prawie powszechnie obowiązującym mogą być dokonywane wraz z rozwojem (w skali całego Kraju) modelu LFRG – jednakże z tym zastrzeżeniem – iż winny one obejmować tylko te obszary, których zmiana wymuszona będzie doświadczeniami z praktycznego wymiaru funkcjonowania modelu LFRG (tj. po rozpoczętych pilotażach);

(ii) W trakcie przeprowadzanych analiz **nie stwierdzono niezgodności** polskich regulacji prawa powszechnie obowiązującego **z prawem UE**;

(iii) Model LFRG winien opierać się na konstrukcji prawnej **alternatywnej spółki inwestycyjnej (ASI)** utworzonej zgodnie z regulacjami ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi – dla której wyłącznym **przedmiotem działalności** ASI, jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną **polityką inwestycyjną**;

(iv) Beneficjenci modelu LFRG (przedsiębiorcy z danego województwa lub powiatu/ powiatów) mogliby zgłaszać do ASI własne projekty (przedsięwzięcia) wymagające wsparcia finansowego, a po ich pozytywnej weryfikacji, ASI finansowałaby te projekty, realizując w ten sposób własną politykę inwestycyjną. Powyższe nie ograniczałoby aktywnej roli zarządzających ASI w poszukiwaniu (inicjowaniu) projektów na obszarze działania LFRG. Finansowanie Projektów przez ASI pozostawałoby zgodne także ze strategią rozwoju danego województwa w obszarze m.in. wspierania przedsiębiorczości, a w szczególności pozostawałoby zgodne z: *pobudzaniem aktywności gospodarczej* oraz *podnoszeniem poziomu konkurencyjności i innowacyjności gospodarki województwa*, jak i

tworzeniem warunków rozwoju gospodarczego, w tym kreowanie rynku pracy;

(v) ASI prowadziłaby działalność w formie **spółki komandytowo-akcyjnej (SKA)**, w których jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością **(SPV)**. SPV zawiązywałyby osoby (wysoko wykwalifikowani i doświadczeni menadżerowie), którzy zostaliby wybrani w drodze konkursu zainicjonowanego przez Marszałka województwa samorządowego (**Zespół Zarządzający**). Członkowie Zespołu Zarządzającego byliby jedynymi udziałowcami SPV, a także członkami zarządu SPV;

(vi) SPV realizowaliby funkcje **Zarządzającego ASI**, który zarządza alternatywną spółką inwestycyjną, w tym co najmniej portfelem inwestycyjnym tej spółki oraz ryzykiem. To oznacza, iż przedmiotem działalności Zarządzającego ASI może być wyłącznie zarządzanie alternatywną spółką inwestycyjną, w tym wprowadzanie tej spółki do obrotu. Zarządzającym ASI (w przypadku formy prawnej SKA) jest spółka kapitałowa będąca komplementariuszem alternatywnej spółki inwestycyjnej – czyli w przedstawianych realiach byłaby to SPV (**zewnętrznie zarządzający ASI**);

(vii) W rekomendowanym modelu Zarządzający ASI prowadzi działalność po uzyskaniu wpisu do rejestru zarządzających ASI prowadzonego przez KNF, to zaś w konsekwencji powodowałoby **zmniejszenie wymogów regulacyjnych** przewidzianych (co do zasady) dla ASI;

(viii) Gromadzenie przez ASI (SKA) środków pieniężnych („*zbieranie aktywów od wielu inwestorów w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów*") opierałoby się albo na **zaangażowaniu kapitałowym** inwestorów (obejmowanie lub nabywanie akcji SKA) albo na **zaangażowaniu finansowym** inwestorów (obejmowanie obligacji emitowanych przez SKA lub zawieraniu umów pożyczki z SKA). Środki pieniężne uzyskane przez SKA stanowiłyby podstawę do działalności Zespołu Zarządzającego (występującego w imieniu komplementariusza SKA) w zakresie finansowania Projektów, zgodnie z polityką inwestycyjną

ASI, strategiami inwestycyjnymi Zespołu Zarządzającego i strategiami rozwoju województwa;

(ix) Rekomendowanym rozwiązaniem byłoby oferowanie akcji SKA potencjalnym Inwestorom w formule ***private placement***, co pozwoliłoby uniknąć konieczności wypełnienia szeregu obowiązków regulacyjnych.

XI. BIBLIOGRAFIA:

W trakcie przygotowania niniejszego opracowania skorzystano z następujących pozycji literatury prawniczej:

- M. Bieniak, Praktyczne aspekty funkcjonowania spółki komandytowo – akcyjnej, PPH 2009/2/15-17,
- T. Bieniek, Utworzenie spółki komandytowo-akcyjnej, Pr.Spółek 2001/12/14,
- J. Głowacz, M. Sobczuk, Odpowiedzialność członków zarządu sp. z o.o. będącej komplementariuszem S.K.A. za zobowiązania spółki z o.o. S.K.A w świetle art. 299 Kodeksu spółek handlowych, PUG 2014/8/18-25,
- Ł. Franczak, Praktyczne aspekty funkcjonowania spółki komandytowo-akcyjnej – polemika, PPH 2009/11/54-58,
- E. Gniewek, [red.] Kodek cywilny. Komentarz, wyd. 2, Warszawa 2006,
- A. Kidyba [red.], Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz. Tom I, Warszawa 2018,
- R. Lewandowski, Wkłady komplementariusza na inne fundusze własne spółki komandytowo-akcyjnej, Pr.Spółek 2006/4/12,
- P. Małecki, M. Mazurkiewicz, CIT. Komentarz. Podatki i rachunkowość, wyd. X, Opublikowano: WKP 2019/el, Komentarz do art. 7b PDOPrU,
- R. Mroczkowski, [red.] Ustawa o funduszach inwestycyjnych, Komentarz, Warszawa 2014.
- U. Promińska, (R)ewolucja koncepcji osobowej spółki handlowej (od kodeksu handlowego do kodeksu spółek handlowych), PPH 2015/4/33-37.
- M. Rodzynkiewicz, Kodeks spółek handlowych, Komentarz, Warszawa 2014,

- S. Rybak, Spółka komandytowa i komandytowo-akcyjna na tle obecnych regulacji podatkowych, PPH 2014/7/32-35,
- H. Urbańczyk, Prowadzenie spraw spółki w spółce komandytowo-akcyjnej. Uwagi prawnoporównawcze, Pr.Spółek 2000/12/4.

Warszawa, dnia 19 czerwca 2020 r.

_____

dr hab. Piotr Zapadka, prof. UKSW

Załączniki:

1. Regulamin konkursu na wybór Zespołu Zarządzającego;
2. Projekt Umowy Inwestycyjnej;
3. Projekt Umowy Spółki (SPV);
4. Projekt Statutu SKA;
5. Projekt wniosku do KNF ws. wpisu do rejestru zarządzających ASI

Projekt finansowany przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju w ramach Programu Strategicznego Gospostrateg

Narodowe Centrum Badań i Rozwoju