

**WZÓR URZĘDOWEGO FORMULARZA ZGŁOSZENIA ZAINTERESOWANIA PRACAMI
NAD PROJEKTEM ZAŁOŻEŃ PROJEKTU USTAWY, PROJEKTEM USTAWY
LUB PROJEKTEM ROZPORZĄDZENIA**

ZGŁOSZENIE ZAINTERESOWANIA PRACAMI NAD PROJEKTEM - ZGŁOSZENIE ZMIANY DANYCH* projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (UDER31) (tytuł projektu założeń projektu ustawy, projektu ustawy lub projektu rozporządzenia - zgodnie z jego treścią udostępnioną w Biuletynie Informacji Publicznej lub informacją zamieszczoną w wykazie prac legislacyjnych Rady Ministrów, Prezesa Rady Ministrów albo ministrów)		
A. OZNACZENIE PODMIOTU ZAINTERESOWANEGO PRACAMI NAD PROJEKTEM Q Securities S.A.		
1. Nazwa/ imię i nazwisko ** Q Securities S.A.		
2. Adres siedziby/ adres miejsca zamieszkania ** ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa		
3. Adres do korespondencji i adres e-mail ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa; jerzy.kasprzak@qsecurities.com; michal.gawronski@qsecurities.com		
B. WSKAZANIE OSÓB UPRAWNIONYCH DO REPREZENTOWANIA PODMIOTU WYMNIENIONEGO W CZĘŚCI A W PRACACH NAD PROJEKTEM		
Lp.	Imię i nazwisko	Adres
1	Agnieszka Sawa	ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa
2	Jerzy Kasprzak	ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa
3	Małgorzata Popielewska	ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa
4	Michał Gawroński	ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa
5		
C. OPIS POSTULOWANEGO ROZWIĄZANIA PRAWNEGO, ZE WSKAZANIEM INTERESU BĄDĄCEGO PRZEDMIOTEM OCHRONY		

Q Securities S.A przedstawiło stanowisko w odniesieniu do projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, datowanego na dzień 9 maja 2025 roku, opublikowanego na stronie internetowej Rządowego Centrum Legislacji dnia 12 maja 2025 roku pod numerem UDER31 w załączonym do formularza dokumencie. W ramach stanowiska wskazano na szereg istotnych zastrzeżeń oraz potencjalnych negatywnych konsekwencji, jakie mogą wynikać z wprowadzenia proponowanych zmian w ramach projektu ustawy.

D. ZAŁĄCZONE DOKUMENTY

1	Stanowisko Q Securities S.A. w sprawie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Projekt z dnia 9 maja 2025 r.; numer z wykazu: UDER31)
2	–
3	–
4	–
5	–
6	–
7	–
8	–

E. Niniejsze zgłoszenie dotyczy ~~uzupełnienia braków formalnych/zmiany danych~~**
zgłoszenia dokonanego dnia
(podać datę z części F poprzedniego zgłoszenia)

F. OSOBA SKŁADAJĄCA ZGŁOSZENIE

Imię i nazwisko	Data	Podpis
Agnieszka Sawa Jerzy Kasprzak	20.05.2025	

G. KLAUZULA ODPOWIEDZIALNOŚCI KARNEJ ZA SKŁADANIE FAŁSZYWYCH ZEZNAŃ

Jestem świadomy odpowiedzialności karnej za złożenie fałszywego oświadczenia
(podpis)

* Jeżeli zgłoszenie nie jest składane w trybie art. 7 ust. 6 ustawy z dnia 7 lipca 2005 r. o działalności lobbingsowej w procesie stanowienia prawa, treść: „— Zgłoszenie zmiany danych” skreśla się.

** Niepotrzebne skreślić (kliknąć dwukrotnie na tekst).

Pouczenie:

1. Jeżeli zgłoszenie ma na celu uwzględnienie zmian zaistniałych po dacie wniesienia urzędowego formularza zgłoszenia (art. 7 ust. 6 ustawy z dnia 7 lipca 2005 r. o działalności lobbingsowej w procesie stanowienia prawa) lub uzupełnienie braków formalnych poprzedniego zgłoszenia (§ 3 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 22 sierpnia 2011 r. w sprawie zgłaszania zainteresowania pracami nad projektami aktów normatywnych oraz projektami założeń projektów ustaw (Dz. U. Nr 181, poz. 1080)), w nowym urzędowym formularzu zgłoszenia należy wypełnić wszystkie rubryki, powtarzając również dane, które zachowały swoją aktualność.
2. Część B formularza wypełnia się w przypadku zgłoszenia dotyczącego jednostki organizacyjnej oraz w sytuacji, gdy osoba fizyczna, która zgłasza zainteresowanie pracami nad projektem założeń projektu ustawy lub projektem aktu normatywnego, nie będzie uczestniczyła osobiście w tych pracach.
3. W części D formularza, stosownie do okoliczności, uwzględnia się dokumenty, o których mowa w art. 7 ust. 5 ustawy z dnia 7 lipca 2005 r. o działalności lobbingsowej w procesie stanowienia prawa, a także pełnomocnictwa do wniesienia zgłoszenia lub do reprezentowania podmiotu w pracach nad projektem aktu normatywnego lub projektu założeń projektu ustawy.
4. Część E formularza wypełnia się w przypadku uzupełnienia braków formalnych lub zmiany danych dotyczących wniesionego zgłoszenia.

Warszawa, dnia 19 maja 2025 r.

Q Securities S.A.

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa

Ministerstwo Finansów

Departament Rozwoju Rynku Finansowego
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

Dot. sprawy: Deregulacja – projekt ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (UDER31)

**Stanowisko Q Securities S.A. w sprawie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi
(Projekt z dnia 9 maja 2025 r.; numer z wykazu: UDER31)**

Wprowadzenie

Niniejsze pismo stanowi oficjalne stanowisko Q Securities S.A. (dalej również jako „**Dom Maklerski**” lub „**Q Securities**”) w odniesieniu do projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, datowanego na dzień 9 maja 2025 roku, opublikowanego na stronie internetowej Rządowego Centrum Legislacji dnia 12 maja 2025 roku pod numerem UDER31 (dalej jako „**Projekt Ustawy**” lub „**Projekt**”). Dom Maklerski jako aktywny uczestnik rynku kapitałowego, pełniący również funkcję agenta emisji, pragnie przedstawić analizę projektowanych zmian, ze szczególnym uwzględnieniem potencjalnych konsekwencji dla rynku finansowego, bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony interesów inwestorów.

I. Założenia Projektu Ustawy

Projekt Ustawy wprowadza istotne zmiany dotyczące zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych niebędących publicznymi funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, określanych dalej jako „**niepubliczne FIZ**”. Zasadniczym celem przedłożonego Projektu jest eliminacja obowiązku rejestracji certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez niepubliczne FIZ w depozycie papierów wartościowych, którego operatorem, zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (dalej jako „**KDPW**”). W ślad za tą propozycją, Projekt Ustawy przewiduje również zniesienie pośrednictwa agenta emisji w procesie dematerializacji i rejestracji wspomnianych certyfikatów.

Należy przypomnieć, iż obecny reżim prawny, który został ukształtowany mocą ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 2243, z późn. zm.) (dalej jako „**Ustawa Zmieniająca**”), ustanowił wymóg dematerializacji certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych FIZ oraz ich obligatoryjnej rejestracji w systemie depozytowym KDPW. Proces ten odbywa się przy udziale agenta emisji. Projekt Ustawy w obecnym kształcie stanowi zatem próbę odwrócenia wprowadzonych wówczas regulacji, zmierzając do przywrócenia modelu, w którym wykaz certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych FIZ mógłby być prowadzony w ramach wewnętrznych ewidencji / rejestrów uczestników, obsługiwanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub inne uprawnione podmioty wskazane

Q Securities SA ul. Marszałkowska 142 00-061 Warszawa www.qsecurities.com

w projektowanych przepisach, przy jednoczesnym utrzymaniu zasady braku dokumentowej formy tychże certyfikatów.

II. Podstawy prawne przedstawianej analizy

Sformułowane w niniejszym piśmie stanowisko Q Securities opiera się na analizie następujących aktów prawnych oraz dokumentów:

- Projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Projekt z dnia 9 maja 2025 r.) wraz z jego uzasadnieniem; numer z wykazu: UDER31;
- Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 1034, z późn. zm.), zwanej dalej „**ustawą o funduszach**”;
- Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722, z późn. zm.), zwanej dalej „**ustawą o obrocie**”;
- ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 1124, z późn. zm.), zwanej dalej „**ustawą AML**”;
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zwanym dalej „**Rozporządzeniem CSDR**”.

III. Kierunek argumentacji prezentowanej przez Ustawodawcę

Uzasadnienie Projektu Ustawy wskazuje, iż inicjatywa legislacyjna ma na celu przede wszystkim eliminację zidentyfikowanej przez projektodawcę nadregulacji. W ocenie ustawodawcy, obowiązek rejestracji certyfikatów niepublicznych FIZ w KDPW oraz związany z tym wymóg korzystania z usług agenta emisji stanowią rozwiązania, które w praktyce okazały się nieefektywne i problematyczne.

Głównym argumentem wysuwanym przez projektodawcę jest teza, iż obecnie obowiązujący model rejestracji certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych FIZ w systemie depozytowym KDPW stwarza utrudnienia w skutecznej realizacji celów wynikających z przepisów o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu. Wskazuje się w szczególności na rzekome trudności w zapewnieniu odpowiedniego poziomu przejrzystości transakcji finansowych oraz w identyfikacji beneficjentów rzeczywistych, a także na ograniczenia w efektywnym stosowaniu przez instytucje obowiązane środków bezpieczeństwa finansowego, takich jak badanie tożsamości uczestników funduszy czy źródeł pochodzenia ich środków.

Kolejnym istotnym argumentem jest kwestia dostępu do informacji. Ustawodawca podnosi, iż tajemnica zawodowa, którą z mocy prawa (m.in. art. 147 i nast. ustawy o obrocie) objęci są agenci emisji oraz firmy inwestycyjne prowadzące rachunki papierów wartościowych, uniemożliwia towarzystwom funduszy inwestycyjnych (dalej: „**TFI**”) oraz samym niepublicznym FIZ uzyskanie pełnego wglądu w strukturę aktywów i dane uczestników funduszy. W konsekwencji, zdaniem projektodawcy, jedynie ewidencja uczestników funduszu, prowadzona bezpośrednio przez TFI lub inny wyspecjalizowany podmiot wskazany w Projekcie Ustawy, może zagwarantować TFI kompletną wiedzę na temat osób uprawnionych z certyfikatów.

Projektodawca krytycznie odnosi się również do samej roli agenta emisji, sugerując, iż w praktyce weryfikacja dokumentacji emisyjnej przez te podmioty może być powierzchowna ze względu na jej obszerność, a ponadto agenci emisji często stosują w umowach klauzule znacząco ograniczające ich odpowiedzialność. Obecność dodatkowych podmiotów w procesie emisji, takich jak agent emisji i KDPW, ma również, zdaniem ustawodawcy,

generować dodatkowe ryzyka błędów na każdym etapie procesu oraz niepotrzebnie zwiększać koszty operacyjne funkcjonowania niepublicznych FIZ.

W związku z powyższym, Projekt Ustawy postuluje powrót do modelu ewidencjonowania certyfikatów niepublicznych FIZ, który obowiązywał przed nowelizacją z 2018 roku, czyli prowadzenia ewidencji uczestników funduszu, przy jednoczesnym utrzymaniu wymogu braku formy dokumentu dla tych certyfikatów.

IV. Stanowisko Q Securities wobec projektowanych zmian

Po wnikliwej analizie Projektu Ustawy oraz jego uzasadnienia, Q Securities pragnie wyrazić swoje stanowisko, wskazując na szereg istotnych zastrzeżeń oraz potencjalnych negatywnych konsekwencji, jakie mogą wynikać z wprowadzenia proponowanych zmian. Argumentacja przedstawiona przez ustawodawcę w wielu punktach jest dyskusyjna i nie odzwierciedla w pełni złożoności funkcjonowania rynku kapitałowego oraz rolę poszczególnych jego uczestników w zapewnieniu bezpieczeństwa obrotu i ochrony interesów inwestorów.

A. Aspekty związane z regulacjami dot. przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu (AML/CFT)

Odnosząc się do argumentacji dotyczącej przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu należy podkreślić, że zarówno domy maklerskie pełniące funkcję agentów emisji (w tym Q Securities), jak i sam KDPW, są, zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt 4 oraz pkt 10 ustawy AML, instytucjami obowiązany. Nałożone ustawą AML obowiązki w zakresie AML/CFT są realizowane z najwyższą starannością, poprzez wdrożenie i stosowanie kompleksowych środków bezpieczeństwa finansowego, o których mowa w art. 33 i 34 ustawy AML. Obejmują one szczegółową identyfikację klientów, weryfikację ich tożsamości, dogłębną analizę struktury własności w celu identyfikacji beneficjentów rzeczywistych, a także bieżące monitorowanie stosunków gospodarczych i transakcji. Domy maklerskie posiadają w tym zakresie nie tylko odpowiednie procedury, ale również wyspecjalizowane jednostki oraz zaawansowane systemy informatyczne wspierające te procesy. Twierdzenie, że obecny, scentralizowany model, w którym uczestniczą podmioty profesjonalne o ugruntowanym doświadczeniu w obszarze AML, utrudnia realizację tych celów, jest w ocenie Q Securities nieuzasadnione. Należy mieć na uwadze, że w obecnie funkcjonującym modelu TFI działające w imieniu funduszy mają możliwość, a nawet obowiązek, przeprowadzania oceny swoich potencjalnych klientów (tj. inwestorów) zgodnie z zasadami AML/CFT na etapie prowadzenia zapisów na certyfikaty inwestycyjne. Podobna sytuacja ma miejsce na późniejszym etapie funkcjonowania certyfikatów ze względu na fakt, że TFI powinno przeprowadzać stosowną ocenę AML/CFT także na etapie składania żądań wykupu. Likwidacja roli agenta emisji i przeniesienie obowiązku prowadzenia ewidencji na TFI, nie wprowadza przełomu w zakresie obowiązków AML/ CFT, pod kątem zmian sygnalizowanych w uzasadnieniu Projektu Ustawy, a dodatkowo może skutkować niepożądaną zmianą wypracowanego modelu.

Dom Maklerski pragnie zwrócić uwagę na potencjalną kolizję interesów, jaka może powstać w przypadku, gdy TFI, będąc odpowiedzialne za zarządzanie aktywami funduszu i dążenie do maksymalizacji zysków dla poszczególnych uczestników, jednocześnie stanie się podmiotem odpowiedzialnym za rygorystyczne stosowanie procedur AML/CFT przy prowadzeniu ewidencji uczestników. Istnieje ryzyko, iż w pewnych sytuacjach wymogi proceduralne związane z AML/CFT, które mogą np. opóźniać transakcje lub wymagać dodatkowej, czasochłonnej weryfikacji, będą postrzegane jako bariera dla realizowania polityki inwestycyjnej danego funduszu. Taka sytuacja może prowadzić do niepożądanej presji na liberalizację wewnętrznych procedur AML/CFT lub ich mniej rygorystyczne stosowanie, aby nie hamować działalności inwestycyjnej funduszu. Rola niezależnego agenta emisji, którego głównym zadaniem w tym kontekście jest dbałość o prawidłowość procesu emisyjnego i rejestracyjnego, w tym weryfikacja pod kątem AML, minimalizuje to ryzyko, wprowadzając dodatkowy, zewnętrzny poziom kontroli. Utrzymanie tej funkcji sprzyja zatem obiektywizmowi i rygorystycznemu przestrzeganiu przepisów AML, niezależnie od bieżących celów biznesowych samego funduszu.

Należy również podkreślić, iż założenie Projektu Ustawy, jakoby skupienie ewidencji uczestników niepublicznych FIZ w rękach TFI miało automatycznie rozwiązać problem efektywnego dostępu do informacji dla celów przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (AML/CFT), wydaje się nadmiernie optymistyczne i nie uwzględnia złożoności mechanizmów dystrybucji certyfikatów inwestycyjnych. W praktyce rynkowej, w procesie pozyskiwania inwestorów do niepublicznych FIZ często uczestniczą inne instytucje obowiązane, takie jak firmy inwestycyjne pełniące rolę dystrybutorów. Nawet jeśli TFI przejmie formalne prowadzenie ewidencji uczestników, nadal będzie ono uzależnione od informacji pozyskiwanych od tych zewnętrznych podmiotów, które mają bezpośredni kontakt z inwestorem w momencie składania zapisu. Kluczowe dla skuteczności systemu AML jest zatem nie tyle formalne umiejscowienie ewidencji, co zagwarantowanie efektywnych, ustandaryzowanych i prawnie umocowanych mechanizmów przepływu wszystkich niezbędnych informacji AML pomiędzy wszystkimi instytucjami obowiązkanymi zaangażowanymi w proces emisji i dystrybucji certyfikatów. Projekt Ustawy, w obecnym kształcie, nie wprowadza nowych, szczególnych rozwiązań w tym zakresie, opierając się na nie w pełni uzasadnionym założeniu, że bezpośrednio prowadzenie ewidencji przez TFI samo w sobie rozwiąże zidentyfikowane problemy. Bez jednoczesnego wzmocnienia obowiązków kooperacyjnych innych podmiotów w łańcuchu dystrybucyjnym wobec TFI jako podmiotu prowadzącego ewidencję, oraz bez zapewnienia odpowiednich narzędzi weryfikacyjnych, deklarowany cel poprawy transparentności może nie zostać osiągnięty.

Ponadto, zmiana modelu ewidencjonowania certyfikatów niepublicznych FIZ rodzi fundamentalne pytanie o charakter relacji prawnej pomiędzy TFI (jako podmiotem prowadzącym ewidencję) a poszczególnymi uczestnikami funduszu, w kontekście wymogów ustawy AML. Ustawa ta nakłada na instytucje obowiązane obowiązek stosowania środków bezpieczeństwa finansowego wobec swoich "klientów" oraz w ramach nawiązywanych "stosunków gospodarczych". Nie jest jednak w pełni jasne, czy w nowym modelu każdy uczestnik funduszu, którego dane znajdują się w ewidencji prowadzonej przez TFI, będzie automatycznie traktowany jako bezpośredni "klient" TFI w rozumieniu ustawy AML, z którym TFI nawiązuje odrębne, zindywidualizowane "stosunki gospodarcze" w kontekście samego faktu posiadania certyfikatów. Alternatywnie, czy też TFI będzie realizować obowiązki AML wobec uczestników niejako "w imieniu" zarządzanego przez siebie funduszu, który to fundusz jest jego głównym klientem? Precyzyjne zdefiniowanie tej relacji ma kluczowe znaczenie dla określenia zakresu, intensywności i charakteru stosowanych przez TFI środków bezpieczeństwa finansowego wobec poszczególnych inwestorów. Brak jednoznacznego uregulowania tej kwestii w znowelizowanej ustawie o funduszach inwestycyjnych może prowadzić do niepewności prawnej i ryzyka, że obowiązki AML wobec uczestników niepublicznych FIZ będą interpretowane w sposób zawężony, co osłabiłoby skuteczność całego systemu. Konieczne jest zatem doprecyzowanie tych aspektów, aby zapewnić pełną spójność z celami i wymogami ustawy AML.

Kolejnym istotnym aspektem, budzącym zaniepokojenie, jest potencjalny negatywny wpływ projektowanych zmian na jakość i spójność informacji przekazywanych Generalnemu Inspektorowi Informacji Finansowej (dalej jako „GIIF”). W obecnym systemie, gdzie rejestracja certyfikatów niepublicznych FIZ jest skoncentrowana w KDPW, a proces rejestracyjny obsługiwany jest przez wyspecjalizowanych agentów emisji (domy maklerskie) oraz KDPW, istnieje większa szansa na zachowanie jednolitych standardów gromadzenia danych i raportowania transakcji podejrzanych. Przeniesienie obowiązku prowadzenia ewidencji uczestników na wiele różnych TFI, a potencjalnie także na inne uprawnione podmioty (jak firmy inwestycyjne czy banki, jeśli zdecydują się świadczyć taką usługę), nieuchronnie doprowadzi do decentralizacji i zróżnicowania systemów ewidencyjnych. Istnieje realne ryzyko, że w takim rozproszonym modelu pojawią się trudności w utrzymaniu jednolitych standardów raportowania do GIIF, a jakość przekazywanych danych może być niejednorodna. Centralizacja, jaką zapewniał system oparty o KDPW i wyspecjalizowanych agentów, mogła ułatwiać GIIF agregację i analizę danych dotyczących tego specyficznego segmentu rynku, co jest kluczowe dla efektywnego wykrywania i przeciwdziałania praniu pieniędzy. Projekt Ustawy powinien zatem zawierać mechanizmy gwarantujące, że zmiana modelu ewidencjonowania nie wpłynie negatywnie na zdolność GIIF do efektywnego pozyskiwania spójnych i kompleksowych informacji, na przykład poprzez wprowadzenie obowiązku stosowania przez wszystkich prowadzących ewidencję jednolitych standardów danych lub formatów raportowania do GIIF.

B. Kwestie bezpieczeństwa obrotu i ochrony inwestorów

Niezwyczajnie istotne z perspektywy Q Securities pozostają również kwestie fundamentalne dla prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, a mianowicie bezpieczeństwo obrotu oraz ochrona interesów inwestorów. Rola agenta emisji, szczegółowo zdefiniowana w art. 7a ustawy o obrocie, nie może być postrzegana jedynie jako zbędny wymóg formalny. Przywołany przepis nakłada na podmiot pełniący tę funkcję szereg konkretnych i doniosłych prawnie obowiązków. Do kluczowych zadań agenta emisji należy weryfikacja dokumentacji emisyjnej pod względem jej zgodności z obowiązującymi przepisami prawa, jak również z regulaminami i warunkami rejestracji instrumentów finansowych w KDPW. Co niezwykle istotne z punktu widzenia ochrony uczestników rynku, art. 7a ust. 7 ustawy o obrocie *expressis verbis* stanowi o odpowiedzialności odszkodowawczej agenta emisji za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem nałożonych na niego obowiązków. Stanowi to jeden z kluczowych mechanizmów gwarantujących ochronę praw inwestorów, który w przypadku projektowanej likwidacji roli agenta emisji dla certyfikatów niepublicznych FIZ zostałby bezpowrotnie wyeliminowany. Wyrażamy głęboką obawę, iż rezygnacja z tego etapu weryfikacji, dokonywanej przez wyspecjalizowany i niezależny od emitenta oraz TFI podmiot, jakim jest dom maklerski pełniący funkcję agenta emisji, może w nieunikniony sposób prowadzić do obniżenia jakości przygotowywanej dokumentacji emisyjnej, a w konsekwencji do zwiększenia ryzyka prawnego i finansowego dla nabywców certyfikatów. Co ważne, rola agenta emisji który działa na rzecz emitenta, przekłada się także na zwiększenie jakości dokumentacji emisyjnej przekazywanej inwestorom. Pozwala ona na zmniejszenie ryzyka występowania postanowień, które mogą wprowadzać w błąd lub być niezrozumiałe, co jest szczególnie istotne w przypadku negocjacji spornych zagadnień w dokumentacji emisyjnej. Agent emisji nie jest podmiotem zainteresowanym, czy emisja dojdzie do skutku czy też nie, a jedynie poprawnością i całościową spójnością dokumentacji. Instytucja agenta emisji wprowadza kolejny poziom weryfikacji dokumentacji emisyjnej przekazywanej potencjalnym inwestorom, zapewniając jej lepszą jakość. Za tym poglądem przemawia także fakt, że umowa pomiędzy agentem emisji a emitentem musi być zawarta przed złożeniem pierwszej propozycji nabycia. Istotny jest fakt, że zawarcie przez emitenta umowy o rejestrację papierów wartościowych z KDPW za pośrednictwem agenta emisji może nastąpić wyłącznie po dokonaniu pozytywnej oceny dokumentacji emisyjnej pod kątem spełnienia stawianych przez przepisy prawa wymogów przez agenta emisji. Szczególnie konieczność weryfikacji procesu oferowania papierów wartościowych, tj. sposobu i skali składania propozycji nabycia obligacji, stwarza po stronie agenta emisji konieczność analizy przepisów dotyczących procesu oferowania obligacji, które są przedmiotem publicznej emisji.

Należy przy tym podkreślić, że gwarantem należytego wykonywania zadań przez agenta emisji, w tym rzetelnej weryfikacji dokumentacji i przestrzegania procedur, jest systemowa rola nadzorcza Komisji Nadzoru Finansowego. Zgodnie z ustawą z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, domy maklerskie, w tym w zakresie pełnienia funkcji agenta emisji, podlegają stałemu nadzorowi KNF. Komisja dysponuje szerokim wachlarzem instrumentów nadzorczych, włączając w to uprawnienia kontrolne, możliwość wydawania zaleceń, a także nakładania sankcji administracyjnych w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości. Ten systemowy nadzór KNF nad działalnością agentów emisji stanowi dodatkowe, instytucjonalne zabezpieczenie prawidłowości procesów emisyjnych i ochrony inwestorów. Projektowane zmiany, eliminując rolę agenta emisji, w praktyce ograniczyłyby również zakres bezpośredniego oddziaływania nadzorczego KNF na ten kluczowy etap wprowadzania certyfikatów niepublicznych FIZ do systemu, co w naszej ocenie jest kierunkiem niepożądanym z punktu widzenia bezpieczeństwa całego rynku.

Kolejnym, fundamentalnym argumentem przemawiającym przeciwko projektowanym zmianom jest wysokie prawdopodobieństwo wyłączenia certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych FIZ z obligatoryjnego systemu rekompensat. System ten, prowadzony przez KDPW na mocy Działu V ustawy o obrocie (art. 132 i nast.), stanowi kluczowy element ochrony inwestorów na polskim rynku kapitałowym, implementujący jednocześnie standardy unijne. Jego zasadniczym celem jest budowanie zaufania do rynku poprzez gwarancję zwrotu inwestorom środków

pieniężnych oraz wartości instrumentów finansowych w przypadku niewypłacalności domu maklerskiego. Jest to mechanizm o istotnym znaczeniu systemowym, ograniczający ryzyko i stabilizujący rynek. Proponowane przeniesienie ewidencji certyfikatów niepublicznych FIZ poza scentralizowany system KDPW, np. do rejestrów prowadzonych bezpośrednio przez TFI, rodzi poważne wątpliwości co do utrzymania ochrony tych aktywów w ramach systemu rekompensat. Ustawa o obrocie (art. 133 ust. 2) wiąże ochronę ze środkami i instrumentami *zgromadzonymi przez inwestorów w domach maklerskich*. Co więcej, art. 133 ust. 4 pkt 1 tejże ustawy wprost wskazuje na wyłączenia z systemu rekompensat dla instrumentów ewidencjonowanych poza systemem KDPW w określonych przypadkach. Uzasadnienie Projektu Ustawy nie rozwiewa tych wątpliwości, co wskazuje na ryzyko istotnego pogorszenia sytuacji prawnej inwestorów w niepubliczne FIZ i jest sprzeczne z deklarowanym celem wzmocnienia ich ochrony. Ewentualne osłabienie tego filaru ochrony inwestorów byłoby krokiem wysoce niepożądanym.

Centralizacja rejestracji w KDPW (art. 5, art. 48 ustawy o obrocie) zapewnia jednolitość standardów, wysoki poziom bezpieczeństwa technologicznego i proceduralnego, transparentność oraz ułatwiony nadzór nad rynkiem, w tym nad zgodnością wielkości poszczególnych emisji z liczbą instrumentów finansowych pozostających w obrocie (art. 48 ust. 1 pkt 3 ustawy o obrocie). Odstąpienie od tego modelu dla certyfikatów niepublicznych FIZ jest systemowym krokiem w tył w kierunku rozwoju systemu bezpieczeństwa rynku kapitałowego. Powyższe może skutkować dodatkowym ryzykiem operacyjnym i systemowym, a także utrudniać organom nadzoru skuteczne monitorowanie tego segmentu rynku. Rozwiązania takie stoją również w sprzeczności z obserwowanymi w Unii Europejskiej tendencjami do wzmacniania roli centralnych depozytów papierów wartościowych (CSD) jako kluczowych elementów infrastruktury rynku finansowego, co podkreśla m.in. Rozporządzenie CSDR. Istnieje ryzyko, że nie wszystkie TFI będą w stanie od razu zapewnić równie wysoki i wyspecjalizowany poziom właściwego ewidencjonowania certyfikatów, co może prowadzić do powstania luk w systemie lub niejednorodnych standardów. Należy również pamiętać, że TFI będą musiały ponieść znaczące koszty związane z budową lub adaptacją własnych systemów do prowadzenia takich ewidencji, co w skali całego rynku może okazać się rozwiązaniem droższym i mniej efektywnym niż utrzymanie obecnych, sprawdzonych struktur.

Dom Maklerski pragnie również wyrazić zaniepokojenie potencjalnymi implikacjami Projektu Ustawy dla standardów technologicznych i operacyjnych związanych z obsługą praw uczestników niepublicznych FIZ, w szczególności w odniesieniu do procesu wykupu certyfikatów inwestycyjnych. Przeniesienie odpowiedzialności za prowadzenie ewidencji uczestników bezpośrednio na TFI lub inne wskazane w Projekcie podmioty rodzi pytanie o ich gotowość do zapewnienia infrastruktury oraz procedur operacyjnych odpowiadających standardom rynkowym, które dotychczas były gwarantowane przez wyspecjalizowane podmioty, takie jak agenci emisji w ramach powiązanej usługi agenta kalkulacyjnego (zwanego również agentem płatniczym) oraz przez udział KDPW w procesie ewidencjonowania.

Obsługa procesu wykupu certyfikatów inwestycyjnych, zwłaszcza w przypadku funduszy o rozproszonej strukturze uczestników lub o znacznej liczbie certyfikatów, wymaga zaawansowanych rozwiązań technologicznych oraz dobrze zdefiniowanych i przetestowanych procedur operacyjnych. Systemy te muszą zapewniać nie tylko precyzyjne i terminowe przetwarzanie zleceń wykupu, ale również bezpieczeństwo danych, identyfikację osób uprawnionych oraz zgodność z wymogami regulacyjnymi. Istnieje uzasadniona obawa, czy wszystkie TFI, zwłaszcza te o mniejszej skali działalności lub mniejszym doświadczeniu w samodzielnym prowadzeniu kompleksowych ewidencji instrumentów finansowych, będą dysponowały odpowiednim zapleczem technologicznym i operacyjnym, aby utrzymać dotychczasowy, wysoki standard rynkowy w zakresie obsługi wykupów. Ewentualne niedostatki w tym obszarze mogą prowadzić do opóźnień, błędów lub innych nieprawidłowości, które negatywnie wpłyną na prawa i interesy inwestorów w szczególności na terminową obsługę zobowiązań finansowych.

Co więcej, istotnym aspektem obecnego systemu, w którym certyfikaty niepublicznych FIZ są rejestrowane w KDPW, jest fakt, iż procesy związane z obsługą tych instrumentów, w tym potencjalnie aspekty związane z realizacją praw z certyfikatów (jak wykup), podlegają pośrednio lub bezpośrednio standardom i mechanizmom nadzorczym KDPW.

KDPW jako centralny depozyt, odgrywa kluczową rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa i efektywności rozrachunku oraz ewidencji papierów wartościowych. Proponowane zmiany, eliminujące obowiązek rejestracji certyfikatów niepublicznych FIZ w KDPW, oznaczają również, że procedura wykupu tych certyfikatów nie będzie już przebiegać pod auspicjami i z wykorzystaniem infrastruktury nadzorowanej przez KDPW w takim samym zakresie jak dotychczas. Brak tego elementu nadzoru i standaryzacji może prowadzić do zwiększenia ryzyka operacyjnego oraz potencjalnego obniżenia poziomu ochrony inwestorów w procesie realizacji ich praw do wykupu certyfikatów. Projekt Ustawy nie wydaje się wprowadzać alternatywnych, równie skutecznych mechanizmów centralnego nadzoru nad procesem wykupu w nowym, zdecentralizowanym modelu.

C. Kwestie stabilności prawa, kosztów i otoczenia regulacyjnego

Projekt Ustawy proponuje odwrócenie regulacji wprowadzonych w latach 2018–2019. Taka zmienność otoczenia prawnego narusza zasadę zaufania uczestników rynku do Państwa oraz stanowionego przez nie prawa. Domy maklerskie, podobnie jak KDPW, poniosły już koszty związane z dostosowaniem się do poprzednich zmian, jak również będą narażone na wysokie koszty operacyjne związane z przekazywaniem informacji o certyfikatach inwestycyjnych zapisanych dotychczas w rejestrze prowadzonym przez podmiot prowadzący depozyt papierów wartościowych oraz ewidencjach osób uprawnionych prowadzonym przez agentów emisji.

Uzasadnienie Projektu nie przedstawia przy tym rzetelnej analizy rzekomego wzrostu kosztów dla niepublicznych FIZ, wynikającego z obecnego systemu. Należy pamiętać, że wdrożenie nowego, zdecentralizowanego systemu ewidencjonowania certyfikatów przez TFI lub inne podmioty również będzie generowało znaczące koszty technologiczne i operacyjno-kadrowe, a także zapewnienia odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa danych.

D. Kwestie operacyjne oraz implementacyjne w okresie przejściowym

Dom Maklerski pragnie również zwrócić szczególną uwagę na przepisy przejściowe zawarte w art. 3, 4 i 5 Projektu Ustawy, które mają kluczowe znaczenie dla zapewnienia uporządkowanego przejścia z dotychczasowego na nowy model ewidencjonowania certyfikatów inwestycyjnych niepublicznych FIZ. Jakkolwiek intencją ustawodawcy jest stworzenie spójnego mechanizmu transformacji, wzajemne relacje tych przepisów oraz ich szczegółowe postanowienia mogą w praktyce rodzić pewne pytania i wskazywać na potencjalne obszary wymagające szczególnej uwagi w celu zapewnienia płynności procesu i uniknięcia niejasności.

Zgodnie z art. 3 Projektu Ustawy, fundusze inwestycyjne zamknięte, których certyfikaty w dniu wejścia w życie projektowanej ustawy są zarejestrowane w KDPW, są obowiązane do dostosowania swoich statutów w terminie 3 miesięcy, wskazując nowy podmiot prowadzący ewidencję uczestników. Co istotne, art. 4 ust. 1 Projektu utrzymuje stosowanie dotychczasowych przepisów ustawy o obrocie dotyczących obowiązku rejestracji certyfikatów w KDPW (art. 5a ust. 1 oraz art. 7a ust. 1 i 8b tej ustawy) jedynie do dnia wejścia w życie zmiany statutu funduszu. Rodzi to istotne pytanie o konsekwencje ewentualnego niedostosowania statutu przez fundusz w wyznaczonym trzymiesięcznym terminie. Projekt Ustawy nie precyzuje jednoznacznie, jaki reżim sankcyjny przewidywany jest w sytuacji, gdy w określonym terminie statut nie zostanie zmieniony.

Kolejna kwestia wymagająca uwagi dotyczy koordynacji czasowej obowiązków agenta emisji z momentem wygaśnięcia umowy o pełnienie tej funkcji. Art. 4 ust. 2 Projektu Ustawy stanowi, że umowy z agentami emisji wygasają z dniem wejścia w życie zmiany statutu funduszu. Jednocześnie, art. 5 ust. 4 nakłada na agenta emisji obowiązek przekazania funduszowi określonych informacji według stanu na dzień wejścia w życie zmiany statutu. Choć obowiązki wynikające z mocy samego prawa (ex lege) po ustaniu umowy są dopuszczalne, kluczowe jest, aby zakres tych obowiązków oraz podstawa ich realizacji były absolutnie jednoznaczne i nie budziły wątpliwości

interpretacyjnych, szczególnie w kontekście odpowiedzialności agenta emisji za ich prawidłowe wykonanie już po formalnym zakończeniu stosunku umownego.

Wreszcie, istotnym aspektem jest zapewnienie ciągłości i aktualności ewidencji w samym okresie przejściowym. Zmiana statutu FIZ jest momentem, od którego dotychczasowe podmioty (tj. KDPW, agenci emisji) przestają formalnie odpowiadać za prowadzenie ewidencji w dotychczasowym kształcie, a nowy podmiot wskazany w statucie przejmuje te obowiązki. Dane przekazywane są "według stanu na dzień wejścia w życie zmiany statutu". Należy jednak rozważyć, jak w praktyce zarządzane będą zdarzenia dotyczące certyfikatów (np. przeniesienia, obciążenia) mogące zaistnieć w krótkim interwale między dniem zmiany statutu a faktycznym, technicznym uruchomieniem nowej ewidencji przez nowy podmiot i przetworzeniem przez niego danych historycznych. Brak szczegółowych uregulowań w tym zakresie w Projekcie Ustawy może prowadzić do ryzyka powstania luki informacyjnej lub niepewności co do aktualnego stanu prawnego certyfikatów, co z kolei może prowadzić do naruszenia ochrony praw nabytych uczestników funduszy, którzy nie mają bezpośredniego wpływu na kluczowe decyzje transformacyjne podejmowane na mocy art. 3 Projektu Ustawy.

Dom Maklerski podnosi również istotne zastrzeżenia co do brzmienia i wzajemnej spójności przepisów przejściowych zawartych w art. 3, 4 i 5 Projektu Ustawy, które mają regulować proces transferu ewidencji certyfikatów niepublicznych FIZ. W naszej ocenie, obecna forma tych regulacji cechuje się znaczną lakonicznością, która nie przystaje do skali i złożoności operacyjnej procesu migracji danych dla całego segmentu rynku. Takie ujęcie przepisów pozostawia kluczowe aspekty techniczne i proceduralne transferu otwarte na mnogość interpretacji, co może prowadzić do istotnych trudności i ryzyka w krytycznym dla uczestników funduszy momencie zmiany systemu ewidencjonowania ich praw majątkowych.

Przepisy te, choć nakładają obowiązki dostosowania statutów przez fundusze (art. 3), utrzymują tymczasowo dotychczasowy reżim (art. 4 ust. 1) oraz regulują przekazanie informacji i danych (art. 5), czynią to w sposób niewystarczająco szczegółowy. Brakuje jasnych wytycznych dotyczących m.in. formatu przekazywanych danych, procedur uzgadniania stanów, odpowiedzialności za ewentualne błędy lub opóźnienia w procesie migracji, a także sposobu zarządzania zdarzeniami dotyczącymi certyfikatów (np. przeniesienia, obciążenia) w interwale czasowym pomiędzy formalną zmianą statutu funduszu a pełnym operacyjnym przejęciem ewidencji przez nowy podmiot.

Taka ogólnikowość przepisów przejściowych, regulujących tak fundamentalną operację jak zmiana systemu ewidencjonowania praw uczestników funduszy, jest rozwiązaniem wysoce ryzykownym i może prowadzić do niepewności prawnej, sporów interpretacyjnych oraz potencjalnych zakłóceń w obsłudze uczestników. Wątpliwości budzi również celowość wprowadzania tak istotnej zmiany systemowej przy jednoczesnym braku precyzyjnego i kompleksowego uregulowania jej aspektów implementacyjnych, co może podważać deklarowaną przez ustawodawcę dbałość o bezpieczeństwo i ochronę inwestorów. Należy podkreślić, że proces zmiany statutu, inicjujący te przekształcenia, zgodnie z art. 3 Projektu Ustawy, nie wymaga zgody zgromadzenia inwestorów lub rady inwestorów, co dodatkowo uwypukla konieczność zapewnienia przez ustawodawcę maksymalnie precyzyjnych i bezpiecznych ram dla całego procesu transformacji, chroniących prawa nabyte uczestników, którzy nie mają bezpośredniego wpływu na tę kluczową decyzję.

IV. Wnioski końcowe

Mając na uwadze powyższe argumenty, Q Securities jednoznacznie stwierdza, iż Projekt Ustawy w obecnym kształcie niesie za sobą poważne ryzyko destabilizacji rynku niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ) oraz może prowadzić do szeregu negatywnych konsekwencji dla jego uczestników, znacząco przewyższających ewentualne, deklarowane korzyści. W naszej ocenie proponowane zmiany mają charakter nieproporcjonalny, nieuzasadniony i nieoparty rzetelną analizą skutków regulacyjnych, a ich wdrożenie w obecnej

formie stanowiłoby krok wstecz w zakresie zapewnienia bezpieczeństwa, przejrzystości oraz sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego.

Z całą stanowczością sprzeciwiamy się koncepcji całkowitej rezygnacji z udziału agenta emisji oraz eliminacji centralnej rejestracji certyfikatów niepublicznych FIZ w KDPW. Proponowane rozwiązania obniżają standardy nadzoru i bezpieczeństwa, a jednocześnie stwarzają ryzyko nadużyć oraz konfliktów interesów – zwłaszcza w przypadku przeniesienia obowiązków weryfikacyjnych i rejestracyjnych na podmioty, które nie są w stanie zagwarantować porównywalnego poziomu staranności i niezależności. Tym samym oznaczałoby to faktyczne podważenie dotychczas wypracowanych, skutecznie funkcjonujących standardów rynkowych.

Podkreślamy, że rola podmiotów pośredniczących w procesie rejestracji oraz przechowywania papierów wartościowych jako niezależnych, wyspecjalizowanych podmiotów, weryfikujących fundusze zgodnie z właściwymi procedurami AML/CFT, stanowi fundament funkcjonującego dziś modelu zapewniającego transparentność i obiektywizm w rejestracji instrumentów finansowych. Odejście od niniejszego modelu, bez braku skutecznych alternatyw, nie znajduje naszego poparcia i nie powinien być przedmiotem dalszych rozważań legislacyjnych.

Q Securities popiera wszelkie zmiany legislacyjne usprawniające funkcjonowanie rynku kapitałowego, przy założeniu faktycznego zwiększenia jego efektywności oraz bezpieczeństwa. Jednakże obecnie proponowane rozwiązania nie zasługują na takową aprobatę, godząc w integralność, przejrzystość oraz bezpieczeństwo rynku kapitałowego. W interesie wszystkich jego uczestników apelujemy o odrzucenie dalszych prac nad Projektem w obecnym kształcie i podjęcie rzeczywistego dialogu z podmiotami posiadającymi praktyczne doświadczenie w funkcjonowaniu rynku.