Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce ®

STANOWISKO KPF

w sprawie
ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku
(ustawa z dnia 9 listopada 2018 r.)

Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce ®

Gdańsk, dnia 15 listopada 2018 roku

Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce – Związek Pracodawców powstała 27 października 1999 roku i obecnie skupia ponad sto kluczowych przedsiębiorstw z rynku finansowego w Polsce, w tym banki, doradców i pośredników finansowych, przedsiębiorstwa pożyczkowe, zarządzające informacją gospodarczą, zarządzających wierzytelnościami, sprzedające produkty tzw. odwróconej hipoteki oraz przedsiębiorstwa z branży ubezpieczeniowej, platformy crowdfundingowe. KPF to Członek Rady Rozwoju Rynku Finansowego, powołanej do życia przez Ministra Finansów Rzeczpospolitej Polskiej oraz Członek prestiżowej europejskiej organizacji samorządu przemysłu finansowego EUROFINAS - European Federation of Finance House Associations, zrzeszającej osiemnaście krajowych organizacji, reprezentujących ponad 1.200 instytucji finansowych. KPF ma w swoim dorobku badawczym kilkadziesiąt raportów, koncentrując się merytorycznie na obszarze kredytu.

member of
eurofinas
SPECIALISED CONSUMER CREDIT PROVIDERS IN EUROPE

KONTAKT W SPRAWIE STANOWISKA:

Marcin Czugan
Radca Prawny
Wiceprezes Zarządu
510-049-177
mczugan@kpf.pl

Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce – Związek Pracodawców
ul. Długie Pobrzeże 30
80 – 888 Gdańsk
info@kpf.pl

STANOWISKO KPF

w sprawie
ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku
(ustawa z dnia 9 listopada 2018 r.)

I. WPROWADZENIE

Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce – Związek Pracodawców (dalej „KPF") to organizacja zrzeszająca ponad sto kluczowych przedsiębiorstw z rynku finansowego, w tym banki, instytucje pożyczkowe, doradców i pośredników finansowych, firmy zarządzające wierzytelnościami, oferujące produkty odwróconej hipoteki w modelu sprzedażowym, biura informacji gospodarczej, firmy ubezpieczeniowe, platformy crowdfundingowe i inne przedsiębiorstwa dostarczające informacji i rozwiązań informatycznych wspierających procesy podejmowania decyzji kredytowych. KPF to Członek prestiżowej organizacji samorządowej europejskiego przemysłu kredytowego EUROFINAS (*European Federation of Finance House Associations*), zrzeszającej osiemnaście krajowych organizacji, reprezentujących ponad 1.200 instytucji finansowych. KPF to także od 1999 roku aktywna merytorycznie strona społeczna procesu legislacyjnego.

Eksperci KPF z uwagą zapoznali się z ustawą o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (ustawa uchwalona przez Sejm w dniu 9 listopada 2018 r.), dalej jako „Ustawa".

Popierając wszelkie inicjatywy zwiększające bezpieczeństwo i transparentność rynku kapitałowego, w tym poprzez czynny udział w pracach Zespołu Roboczego do spraw przeglądu regulacji rynku obligacji korporacyjnych, powołanego przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego Ministerstwa Finansów, chcielibyśmy zwrócić uwagę na istotne konsekwencje dla rynku obligacji korporacyjnych i certyfikatów inwestycyjnych wynikające z przyjęcia zmian w aktualnie proponowanym kształcie. Obawiamy się bowiem, że spowodują one w szczególności istotne zwiększenie kosztów emisji i wydłużenie czasu pozyskiwania pieniądza.

W niniejszym dokumencie pragniemy przedstawić wypracowane w gronie firm członkowskich KPF uwagi do projektu nowych przepisów.

Liczymy na uwzględnienie zaprezentowanych poniżej wniosków i postulatów oraz deklarujemy pełne merytoryczne wsparcie w procesie legislacyjnym tej istotnej regulacji na dalszych etapach.

II. UWAGI SZCZEGÓŁOWE DO USTAWY

1. Obowiązkowa rejestracja obligacji i certyfikatów inwestycyjnych w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

KPF w pełni zgadza się, że odbudowa zaufania inwestorów do rynku obligacji korporacyjnych wymaga zmian regulacyjnych. Sam rynek obligacji i jego uczestnicy, tj. inwestorzy, emitenci, organizatorzy emisji czy kancelarie prawne uczestniczące w emisjach obligacji, zauważają potrzebę zmian regulacyjnych, co znalazło wyraz w dużym zaangażowaniu w prace Zespołu roboczego ds. przeglądu regulacji rynku obligacji przy Ministerstwie Finansów. Wynika to przede wszystkim z bardzo dynamicznego rozwoju rynku obligacji przez ostatnie lata, który z jednej strony stał się istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw, a z drugiej instrumentem alokacji kapitału przez inwestorów (bezpośredniej lub pośredniej poprzez fundusze). Niemniej należy zwrócić uwagę, że ostatnie problemy - w związku z niewykupieniem obligacji przez duży podmiot rynkowy - pomimo dużej skali z punktu widzenia inwestorów indywidualnych, z punktu widzenia wartości całego rynku obligacji korporacyjnych, są stosunkowo niewielkie. W tym kontekście, przy wszelkich zmianach regulacyjnych, należy abstrahować od emocji i pochopnych zmian, a zwiększając bezpieczeństwo inwestorów i transparentność rynku, nie można jednocześnie odciąć emitentów od dostępu do kapitału lub go istotnie ograniczyć np. poprzez istotne podwyższenie kosztów jego pozyskania. Analogiczne uwagi dotyczą certyfikatów inwestycyjnych.

W związku z powyższym zwracamy uwagę na niekorzystne konsekwencje oraz czynniki ryzyka dla emitentów i inwestorów wynikające z obowiązkowej dematerializacji wszystkich obligacji i certyfikatów inwestycyjnych w KDPW:

1. Zwiększenie kosztów dla emitentów

Wyższe koszty wynikać będą przede wszystkim z nowej funkcji agenta emisji, którą dla każdej emisji obligacji, która nie jest przedmiotem oferty publicznej lub nie będzie wprowadzana na Catalyst, będzie musiała pełnić firma inwestycyjna lub bank w związku z rejestracją obligacji w KDPW (szacujemy ten koszt na ok. 10-20 tys. zł dla każdej serii obligacji).

Dodatkowo dojdą koszty KDPW wynikające z rejestracji obligacji i obsługi wypłaty świadczeń. Dla przykładu zgodnie z obecnym Regulaminem KDPW:

- opłata z tytułu rejestracji obligacji korporacyjnych wynosi 0,01 % wartości rynkowej obligacji, lecz nie mniej niż 4.000 zł i nie więcej niż 50.000 zł dla każdej serii,
- opłata z tytułu obsługi wypłaty pożytków z obligacji albo z tytułu wykupu obligacji wynosi 0,04 % wartości przekazywanych kwot, lecz nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 4.000 zł dla każdej wypłaty od każdej serii.

Konsekwencje wyższych kosztów będą istotne w szczególności dla mniejszych emisji, emisji krótkoterminowych, wewnątrzgrupowych, czy np. kierowanych do udziałowca. W takich sytuacjach, w naszej ocenie, **obsługa obligacji będzie zbyt kosztowna** i instrument ten zostanie zastąpiony przez pożyczki lub weksle.

Należy zwrócić również uwagę na fakt, że zgodnie z Ustawą, KDPW będzie miał monopol na ewidencjonowanie obligacji i certyfikatów, co rodzi ryzyko podwyższeniach tych kosztów w przyszłości poprzez zmianę Regulaminu KDPW.

2. Zmniejszenie bezpieczeństwa inwestorów

W przypadkach, gdy emisje obligacji rejestrowane będą w KDPW po dniu emisji obligacji, inwestorzy do tego czasu nie będą posiadali obligacji tylko roszczenie o ich wydanie, czyli nie będą posiadali wszelkich uprawnień wynikających z warunków emisji obligacji, takich jak np. zabezpieczenia czy kowenanty. Obecnie proces rejestracji obligacji w KDPW trwa od tygodnia (dla nieskomplikowanych emisji obligacji) do kilku tygodni - dla bardziej skomplikowanych emisji. W przypadku upadłości emitenta w tym okresie inwestorzy nie będą traktowani w procesie upadłościowym jako obligatariusze, tylko jako posiadacze nieuregulowanej wierzytelności pieniężnej wobec emitenta.

Co również istotne, w okresie do rejestracji obligacji w KDPW inwestorzy nie będą mogli sprzedać obligacji, bo formalnie nie będzie jeszcze papieru wartościowego, co niewątpliwie nie wpływa korzystnie na prawa i bezpieczeństwo inwestora.

3. Wydłużenie procesu emisji

Fundusze inwestycyjne, ze względu na regulacje je obowiązujące, wymagają żeby w dniu emisji obligacji stawali się oni właścicielami obligacji. W przypadku, gdy KDPW - jako jedyny uprawniony do tego podmiot - będzie decydował o momencie powstania obligacji poprzez ich rejestrację, inwestorzy instytucjonalni, od momentu uzgodnienia warunków transakcji z emitentem, będą zmuszeni czekać z rozliczeniem emisji obligacji do momentu rejestracji obligacji przez KDPW, co jak już wskazano trwa od około tygodnia do nawet kilku tygodni. O ten czas wydłużony zostanie proces emisji obligacji, co niewątpliwie utrudni emitentom sprawne pozyskiwanie kapitału.

Co istotne, ani emitent, ani inwestor nie będzie w stanie przewidzieć kiedy obligacje zostaną zarejestrowane, a więc kiedy emisja zostanie rozliczona i środki trafią do emitenta. Standardem przy tego typu transakcjach jest aktualnie model, w którym w dniu emisji ewidencję obligacji otwiera bank lub firma inwestycyjna, dzięki czemu inwestorzy w dniu emisji stają się posiadaczami obligacji.

4. Brak elastyczności w zakresie zmiany warunków emisji, w szczególności w przypadku refinansowania obligacji

W przypadku potrzeby zmiany warunków emisji obligacji, np. w przypadku refinansowania obligacji, proces ten będzie musiał się odbywać z udziałem KDPW. Z różnych względów takie procesy najczęściej realizowane są przed samą zapadalnością obligacji. W konsekwencji podpisanie porozumień pomiędzy obligatariuszami a emitentem w zakresie refinansowania czy zmiany zapadalności obligacji może być w dniu zapadalności nie uwzględnione jeszcze przez KDPW, który będzie zmuszony opublikować komunikat, że dany emitent nie wypłacił świadczenia w terminie, pomimo wcześniejszego porozumienia z obligatariuszami. Z oczywistych względów może to być bardzo niekorzystne dla Emitenta.

5. Brak jakiejkolwiek możliwości sprzedaży obligacji po dniu ustalenia praw do wykupu

Zgodnie z art. 8 ust. 4 ustawy o obligacjach (art. 14 pkt 3 Ustawy): „po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone". Przewiduje się zatem brak jakiejkolwiek możliwości sprzedaży obligacji niewykupionych w terminie.

Obecnie najbardziej ryzykowne obligacje, np. obejmowane przez fundusze mezzanine czy distressed assets, celowo emitowane są w formie dokumentowej, żeby możliwy był handel nimi po dniu ustalenia praw. Nie widzimy jakiegokolwiek uzasadnienia dla braku możliwości sprzedaży takich obligacji, gdyż takie regulację działają wprost na szkodę inwestorów. Na rynkach rozwiniętych standardem jest, że takie obligacje skupowane są przez profesjonalne podmioty, co z jednej strony pozwala inwestorom na podjęcie decyzji inwestycyjnej odnośnie niewykupionych obligacji (często dla inwestorów nieprofesjonalnych korzystniejsza może być sprzedaż z dyskontem niż czekanie kilka lat na zakończenie postępowania upadłościowego), natomiast z drugiej strony tworzy rynek dla inwestorów wyspecjalizowanych w tego typu aktywach.

6. Ryzyko fizycznego zblokowania KDPW

Obecnie KDPW rejestruje miesięcznie średnio ok. kilkunastu emisji obligacji. Zdecydowana większość emisji obligacji rejestrowana jest w ewidencjach firm inwestycyjnych i banków, w szczególności emisji o skomplikowanych strukturach zabezpieczeń. W przypadku, gdy wszystkie obligacje będą obowiązkowo rejestrowane w KDPW, szacujemy, że wniosków o rejestracje obligacji i zmianę warunków emisji obligacji, będzie co najmniej kilkukrotnie więcej niż obecnie (nie uwzględniając dodatkowych wniosków o rejestrację wszystkich certyfikatów inwestycyjnych i listów zastawnych). Weryfikacja takiej ilości wniosków, która wymaga fizycznej pracy specjalistów oraz odbywa się w sposób sformalizowany poprzez biuro podawcze, co niewątpliwie rodzi ryzyko braku możliwości sprawnej rejestracji obligacji przez emitentów i jeszcze bardziej wydłuży proces emisji i utrudni dostęp emitentom do kapitału. Powstaje nawet ryzyko niepozyskania w zakładanym czasie środków na określony przez emitenta cel.

7. Problem z wykreśleniem zabezpieczeń obligacji

Zgodnie z art. 14 pkt 7 lit. b Ustawy, tytułem do wykreślenia hipoteki zabezpieczającej obligacje ma być:

1) oświadczenie emitenta o niedojściu emisji do skutku,
2) oświadczenie administratora hipoteki o zmianie warunków w zakresie zabezpieczenia,
3) oświadczenie KDPW potwierdzające, że za pośrednictwem składającego oświadczenie emitent dokonał wykupu obligacji.

Zwracamy uwagę, że nowa treść art. 31 ust. 6 pkt 3 ustawy o obligacjach ogranicza możliwość wykreślenia zabezpieczeń do wykupu obligacji za pośrednictwem KDPW, natomiast wykup obligacji może być również realizowany chociażby poprzez potrącenie wzajemnych wierzytelności pomiędzy emitentem i obligatariuszem, czyli bez pośrednictwa KDPW. W takiej sytuacji emitent może nie mieć możliwości wykreślenia zabezpieczeń.

W świetle powyższego, pragniemy podkreślić, że proponowane w Ustawie rozwiązania w zakresie dematerializacji certyfikatów inwestycyjnych oraz obligacji w KDPW w żaden sposób nie realizują celów wskazanych w uzasadnieniu projektu Ustawy:

1) **dematerializacja w KDPW nie służy zwiększeniu transparentności emisji dłużnych papierów wartościowych** (s. 6 uzasadnienia) – projektowane zmiany powodują skutek odwrotny od zamierzonego. **Proces zostaje skomplikowany poprzez dołożenie do niego dodatkowych dwóch uczestników, tj. agenta emisji i KDPW i związanych z nimi dodatkowych procedur**. Rola agenta emisji sprowadza się głównie do komunikacji z KDPW oraz prowadzenia ewidencji osób uprawnionych do otrzymania obligacji lub certyfikatów inwestycyjnych, która w przypadku certyfikatów inwestycyjnych niczym nie odbiega od obecnie funkcjonującej ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego;

2) **dematerializacja w KDPW nie powoduje w żaden sposób elastyczności dla inwestorów** (s. 6 uzasadnienia), a wręcz przeciwnie – wprowadza nadmierny formalizm skutkujący wydłużeniem terminów związanych z emisją zwłaszcza obligacji w ofercie prywatnej oraz certyfikatów inwestycyjnych kierowanych do inwestorów profesjonalnych. Tytułem przykładu zmniejszenia elastyczności należy wskazać na:
   a) **wydłużenie procesu emisji obligacji oraz emisji certyfikatów inwestycyjnych z uwagi na konieczność przeprowadzenia procedur wewnętrznych u agenta emisji i w KDPW** – w obecnym stanie prawnym możliwe jest bardzo elastyczne wykorzystanie obligacji – w praktyce można je wyemitować w ciągu jednego dnia i są one bardzo elastycznym i szybkim narzędziem finansowania, którego zaletą jest brak limitów związanych z odsetkami maksymalnymi oraz brak opodatkowania podatkiem od czynności cywilnoprawnych. W razie konieczności nagłego pozyskania finansowania po wejściu w życie nowych przepisów inwestor będzie zmuszony rozważyć alternatywne formy pozyskania kapitału znacznie mniej atrakcyjne, takie jak pożyczka (gdzie występuje limit oprocentowania w postaci odsetek maksymalnych oraz opodatkowanie podatkiem od czynności cywilnoprawnych); analogiczne uwagi dotyczą certyfikatów inwestycyjnych;
   b) **brak możliwości odbywania zgromadzeń inwestorów funduszu inwestycyjnego ad hoc (bez formalnego zwołania)** w trybie aktualnie obowiązującego art. 142 ust. 2a ustawy o funduszach inwestycyjnych. Powyższe zdecydowanie utrudni podejmowanie zgromadzeniu inwestorów decyzji inwestycyjnych, a tym samym uniemożliwi sprawne i szybkie zarządzanie przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych funduszami inwestycyjnymi. W przypadku konieczności podjęcia pilnej decyzji inwestycyjnych przez zgromadzenie inwestorów, nie będzie możliwe niezwłoczne jej podjęcie, co w konsekwencji może narazić uczestników na nieodwracalne straty finansowe – albowiem zgodnie z proponowanym brzmieniem art. 143 *„uprawnionymi do udziału w zgromadzeniu inwestorów są uczestniczy funduszu, którzy nie później niż na 7 dni przed dniem odbycia zgromadzenia złożą towarzystwu świadectwo depozytowe wydane zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi."* Mając na uwadze fakt, iż wydanie świadectwa depozytowego zajmuje przeciętnie 1 dzień roboczy, stwierdzić należy, iż od chwili zaistnienia konieczności podjęcia przez zgromadzenie inwestorów decyzji inwestycyjnej do dnia podjęcia takiej decyzji upłynie co najmniej 8 dni.

c) **wydłużenie procesu rejestracji transferu własności obligacji lub certyfikatów inwestycyjnych** – obecnie dokonuje tego towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzające funduszem inwestycyjnym, po proponowanej zmianie rejestracja taka leżeć będzie w gestii agenta emisji oraz KDPW, z których każdy będzie musiał przeprowadzić swoje procedury weryfikacyjne wydłużające cały proces. Może to zablokować pilne transakcje;

3) **instytucja agenta emisji stanowi jedynie sztuczne i nie mające uzasadnienia praktycznego wyjęcie z zakresu obowiązków towarzystw funduszy inwestycyjnych obowiązku prowadzenia ewidencji uczestników funduszy**, z którego wykonywaniem towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie miały problemów; zarówno podmioty, które mogą posiadać status agenta emisji, jak i towarzystwa funduszy inwestycyjnych podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, stawiane im są równie wysokie wymogi; pojawienie się tych pierwszych nie spowoduje, że staranność w prowadzeniu ewidencji uczestników funduszy będzie większa niż w przypadku towarzystw funduszy inwestycyjnych;

4) **wprowadzenie proponowanych zmian skutkować będzie wzrostem kosztów działalności po stronie emitentów** dotyczących w szczególności:
   - obowiązku zawarcia umów z agentem emisji, biurem maklerskim oraz KDPW,
   - konieczności pozyskiwania dokumentów od biur maklerskich,
   - obowiązku posiadania kodu LEI.

   Należy mieć przy tym na uwadze, że dodatkowe koszty funduszy wpłyną na pogorszenie ich rentowności, co w konsekwencji będzie miało wpływ na zmniejszenie zainteresowania potencjalnych uczestników ofertą funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Reasumując, w ocenie KPF, bez uszczerbku dla rynku obligacji oraz certyfikatów inwestycyjnych i ich transparentności oraz bezpieczeństwa inwestorów, które jest głównym uzasadnieniem projektowanych zmian, wystarczającym rozwiązaniem byłoby zlikwidowanie obligacji i certyfikatów dokumentowych, ale pozostawiając możliwość ich ewidencjonowania również przez firmy inwestycyjne, banki oraz towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

Z tych samych powodów postulujemy wyłączenie z projektowanych zmian emisji papierów wartościowych dokonywanych wewnątrz grup kapitałowych. Objęcie projektowanymi zmianami papierów wartościowych emitowanych przez podmioty z grupy kapitałowej pozostaje bez znaczenia dla wzmocnienia nadzoru oraz ochrony inwestora, a jedynie prowadzi do utrudnienia procesu emisji i pogorszenia elastyczności wykorzystywania wewnętrznych zasobów finansowych podmiotów wchodzących w skład grupy kapitałowej. Możliwość wewnętrznego finansowania dla niewielkich podmiotów grupy kapitałowej może być jedyną możliwością pozyskania kapitału z uwagi na niskie koszty. Wprowadzanie podmiotów trzecich do procesu obsługi **wewnętrznego** finansowania stoi w sprzeczności z rozwojem podmiotu oraz zaburza prowadzenie wspólnej polityki finansowej i gospodarczej grupy kapitałowej.

Jednocześnie należy zwrócić uwagę, iż w uzasadnieniu projektu Ustawy wskazano, że firmy inwestycyjne czy banki są najlepiej przygotowane do rejestracji niepublicznych papierów dłużnych w KDPW - powstaje zatem pytanie, dlaczego jednocześnie, jako podmioty nadzorowane i z odpowiednimi licencjami na prowadzenie rachunku papierów

i przechowywanie na nich aktywów swoich klientów, miałyby nie być odpowiednie do samodzielnego prowadzenia ewidencji. W kontekście argumentu bezpieczeństwa pragniemy również wyraźnie zaznaczyć, że dotyczy ono tylko elementu powstania obligacji i certyfikatu nieposiadającego formy dokumentu, a **na rynku nie zidentyfikowaliśmy żadnego przypadku nieprawidłowego prowadzenia ewidencji obligacji lub ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego, który zagrażałby bezpieczeństwu inwestorów**.

W naszej ocenie pozostawienie możliwości prowadzenia ewidencji obligacji i certyfikatów nieposiadających formy dokumentów przez banki, firmy inwestycyjne i towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest z jednej strony w interesie inwestorów, których bezpieczeństwo w zakresie obrotu nimi będzie odpowiednio uregulowane, natomiast z drugiej nie podwyższy to istotnie kosztów dla emitentów i nie będzie generować ww. ryzyk, przez co nie wpłynie negatywnie na rozwój rynku i dostęp emitentów do kapitału.

W przypadku jednak przyjęcia przez Senat, iż nie jest zasadnym odejście od koncepcji utworzenia agenta emisji i przekazania mu prowadzenia ewidencji uczestników funduszu inwestycyjnego oraz obowiązkowej dematerializacji certyfikatów inwestycyjnych w KDPW, KPF postuluje wprowadzenie do Ustawy następujących zmian:

1) **umożliwienie zgromadzenia informacji o uczestnikach funduszy inwestycyjnych zamkniętych w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji**
   Wskazanie, że zapisy w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji uzyskają znaczenie prawne zapisów na rachunkach papierów wartościowych, umożliwi osobom zapisującym się na certyfikaty inwestycyjne, nieposiadającym indywidualnego rachunku papierów wartościowych, skorzystanie z rozwiązania zbliżonego do sprawdzonej w praktyce rynku kapitałowego instytucji, tj. rejestru sponsora emisji. Dodatkowo przekazywanie informacji przez agenta emisji do towarzystw funduszy inwestycyjnych pozwoli towarzystwom na realizację obowiązków przewidzianych w ustawie o funduszach inwestycyjnych (informowanie uczestników funduszy o wartości aktywów netto na certyfikat inwestycyjny lub o zmianach statutu), co nie będzie możliwe bez modyfikacji zapisów Ustawy;

2) **umożliwienie odbywania zgromadzeń inwestorów funduszu inwestycyjnego bez formalnego zwołania w trybie aktualnie obowiązującego art. 142 ust. 2a ustawy o funduszach inwestycyjnych**
   Jak już wskazano, zrezygnowanie z tej możliwości (wynikające z aktualnego brzmienia Ustawy) zdecydowanie utrudni podejmowanie zgromadzeniu inwestorów decyzji inwestycyjnych, a tym samym uniemożliwi sprawne i szybkie zarządzanie przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych funduszami inwestycyjnymi. W przypadku konieczności podjęcia pilnej decyzji inwestycyjnych przez zgromadzenie inwestorów, nie będzie możliwe niezwłoczne jej podjęcie, co w konsekwencji może narazić uczestników na nieodwracalne straty finansowe;

3) **przyjęcie, że prawa z obligacji emitowanych wewnątrz grupy kapitałowej powstają z chwilą dokonania wpisu w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji**
   Proponowania zmiana ma na celu utrzymanie przez jednostki wchodzące w skład grupy kapitałowej faktycznej możliwości korzystania z tej formy finansowania; jednocześnie

biorąc pod uwagę, że głównym uzasadnieniem projektowanej ustawy jest ochrona inwestorów, należy wskazać, że w przypadku emisji obligacji wewnątrz grupy kapitałowej ryzyka dla potencjalnego inwestora są stosunkowo niskie.

W celu realizacji powyższych postulatów do Ustawy należałoby wprowadzić proponowane poniżej zmiany (zaznaczone w trybie ich rejestracji).

1. Art. 6 pkt 1 Ustawy:

1) w art. 6 w ust. 1:

a) uchyla się pkt 3; ~~pkt 2 otrzymuje brzmienie:~~

~~„2) będące posiadaczami rachunku papierów wartościowych, na którym są zapisane certyfikaty inwestycyjne, albo będące osobami uprawnionymi z certyfikatów inwestycyjnych zapisanych na rachunku zbiorczym.”,~~

b) ~~uchyla się~~ pkt ~~3 i~~ 4~~;~~ otrzymuje brzmienie:

4) uprawnione z certyfikatów inwestycyjnych objętych ewidencją prowadzoną przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.”

2. Art. 6 pkt 3 Ustawy:

3) art. 122 i art. 123 otrzymują brzmienie:

„Art. 122. Certyfikaty inwestycyjne nie mogą mieć formy dokumentu.

Art. 123. 1. Certyfikaty inwestycyjne podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

2. ~~Do powstawania oraz przenoszenia praw z certyfikatów inwestycyjnych stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych.~~ Prawa z certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, powstają z chwilą dokonania wpisu w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

3. Umowa zobowiązująca do przeniesienia praw z certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, przenosi te prawa z chwilą dokonania w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wpisu wskazującego nabywcę oraz liczbę, rodzaj i serię nabytych certyfikatów inwestycyjnych.

4. W przypadku gdy nabycie certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, nastąpiło na podstawie zdarzenia powodującego, z mocy prawa, przeniesienie praw z tych certyfikatów, wpis w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jest dokonywany na żądanie nabywcy.”;

3. Art. 6 pkt 4 Ustawy:

4) w art. 136:

a) ust. 2 otrzymuje brzmienie:

„2. Wydanie, o którym mowa w ust. 1, następuje w chwili zapisania certyfikatu na rachunku papierów wartościowych uczestnika, ~~albo~~ na właściwym rachunku zbiorczym, ~~.~~ albo w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.”,

b) uchyla się ust. 3;

4. Art. 6 pkt 6 Ustawy:

6) w art. 143:

a) ust. 1 otrzymuje brzmienie:

„1. Uprawnionymi do udziału w zgromadzeniu inwestorów są uczestnicy funduszu, którzy nie później niż na 7 dni przed dniem odbycia zgromadzenia, a w przypadku, o którym mowa w art. 142 ust. 2a najpóźniej w dniu jego odbycia, złożą towarzystwu świadectwo depozytowe wydane zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.”,

b) uchyla się ust. 1a,

c) uchyla się ust. 3 i 4;

5. Art. 9 pkt 3 Ustawy:

3) po art. 7 dodaje się art. 7a i art. 7b w brzmieniu:

„Art. 7a. 1. W przypadku obligacji emitowanych na podstawie ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2018 r. poz. 483 i …) oraz listów zastawnych emitowanych na podstawie ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z 2016 r. poz. 1771 i …), które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO, a także w przypadku certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, emitent, a w przypadku certyfikatów inwestycyjnych pierwszej emisji funduszu inwestycyjnego zamkniętego, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzące ten fundusz, zawiera umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych papierów wartościowych z podmiotem uprawnionym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. ~~firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym.~~

2. Umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji jest zawierana przed rozpoczęciem proponowania nabycia papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1.

3. Jeżeli podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych ~~firma inwestycyjna lub bank powierniczy są~~jest jednostk~~ami~~ą powiązan~~ymi~~ą z emitentem w rozumieniu ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości albo są związane z emitentem jakimkolwiek innym stosunkiem prawnym lub faktycznym, który mógłby

prowadzić do konfliktu interesów lub wywoływać wątpliwości co do możliwości prawidłowego wywiązywania się z obowiązków agenta emisji, podmiot uprawniony do prowadzenia rachunków papierów wartościowych ~~firma inwestycyjna oraz bank powierniczy mogą~~może zawrzeć z emitentem umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji, jeżeli:

1) wydzielą pod względem organizacyjnym wykonywanie tej funkcji od osób lub czynności, które mogą wywoływać powstanie konfliktu interesów, oraz
2) zapewnią identyfikację i monitorowanie konfliktów interesów oraz właściwe zarządzanie nimi.

4. Obowiązki agenta emisji obejmują:

1) weryfikację spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych, wynikających z przepisów prawa;
2) weryfikację zgodności działań emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa;
3) weryfikację spełniania przez papiery wartościowe oraz przez ich emitenta warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych określonych w regulaminie, o którym mowa w art. 50 ust. 1, a także tego, czy przyjęte przez Krajowy Depozyt lub przez spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 1 pkt 1 i 4, zasady obsługi realizacji zobowiązań emitentów zapewniają możliwość prawidłowego wykonania zobowiązań wynikających z papierów wartościowych;
4) utworzenie i prowadzenie ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych, zawierającej w szczególności:~~;~~
   a) dane identyfikujące osobę uprawnioną z papieru wartościowego, w tym adres zamieszkania, numer PESEL lub numer KRS;
   b) liczbę, rodzaj i serię papierów wartościowych poszczególnych emisji;
   c) liczbę głosów przypadających na imienny papier wartościowy, który jest uprzywilejowany w zakresie prawa głosu;
   d) wskazanie ograniczeń zbywalności papieru wartościowego;
   e) datę i czas zawarcia transakcji;
   f) informacje o złożeniu żądania wykupu i jego zakresie.
5) pośredniczenie w zawieraniu przez emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, w szczególności udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy;~~.~~
6) przekazywanie towarzystwu funduszy inwestycyjnych zarządzającemu funduszem inwestycyjnym zamkniętym danych objętych ewidencją prowadzoną przez agenta emisji w celu umożliwienia towarzystwu funduszy inwestycyjnych wykonywania obowiązków określonych przepisami prawa.

5. Umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji nie może wyłączyć ani ograniczyć obowiązków agenta emisji, o których mowa w ust. 4.

6. Agent emisji jest obowiązany wykonywać obowiązki określone w ust. 4 w sposób rzetelny i niezależny, z zachowaniem należytej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej przez niego działalności.

7. Agent emisji odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków, o których mowa w ust. 4.

8. Agent emisji podejmuje czynności zmierzające do zawarcia umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, w przypadku gdy:

1) zostały spełnione wymogi będące przedmiotem weryfikacji dokonanej w zakresie określonym w ust. 4 pkt 1–3 albo
2) ujawnione w toku weryfikacji nieprawidłowości lub niezgodności zostały usunięte przez emitenta albo nie zagrażają bezpieczeństwu obrotu ani interesom inwestorów.

9. Od chwili zarejestrowania w depozycie papierów wartościowych obligacji, za wyjątkiem obligacji, o których mowa w art. 8 ust. 4 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach lub~~,~~ listów zastawnych ~~lub certyfikatów inwestycyjnych, o których mowa w ust. 1,~~ zapisy w ewidencji osób uprawnionych z tych papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji wywołują skutki prawne związane z zapisem na rachunkach papierów wartościowych.

10. Emitent obligacji, listów zastawnych lub certyfikatów inwestycyjnych innych niż określone w ust. 1 może zawrzeć z firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych papierów wartościowych. Przepisy ust. 2–9 stosuje się odpowiednio.

Art. 7b. 1. Emitent papierów wartościowych, o których mowa w art. 7a ust. 1, korzystający z uprawnienia, o którym mowa w art. 5 ust. 1a, jest obowiązany przekazać Krajowemu Depozytowi, w terminie 15 dni od dnia dokonania ich emisji, następujące informacje o tych papierach wartościowych:

1) w przypadku obligacji:
   a) oznaczenie ich emisji,
   b) liczbę obligacji wyemitowanych w ramach tej emisji,
   c) jednostkową wartość nominalną obligacji i walutę, w której wartość ta została wyrażona,
   d) wysokość oprocentowania obligacji w stosunku rocznym,
   e) łączną wartość i walutę świadczenia, które powinno zostać spełnione przez emitenta z tytułu wykupu obligacji,
   f) terminy, w których emitent powinien wykonywać świadczenia z tych obligacji;
2) w przypadku listów zastawnych:
   a) oznaczenie ich emisji,
   b) liczbę listów zastawnych wyemitowanych w ramach tej emisji,
   c) jednostkową wartość nominalną listów zastawnych i walutę, w której wartość ta została wyrażona,
   d) wysokość oprocentowania listów zastawnych w stosunku rocznym,
   e) łączną wartość i walutę świadczenia, które powinno zostać spełnione przez emitenta z tytułu wykupu tych listów zastawnych,
   f) terminy, w których emitent powinien wykonywać świadczenia z tych listów zastawnych;
3) w przypadku certyfikatów inwestycyjnych:
   a) oznaczenie ich emisji, a w przypadku gdy są związane z subfunduszem – oznaczenie tego subfunduszu,
   b) liczbę wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych w ramach tej emisji,
   c) wskazanie świadczeń wynikających z certyfikatów inwestycyjnych oraz terminów, w których emitent powinien wykonywać te świadczenia.

2. Emitent, o którym mowa w ust. 1, jest obowiązany przekazywać Krajowemu Depozytowi, w terminie 15 dni po zakończeniu każdego kolejnego miesiąca, informacje o wartości świadczeń wynikających z papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, które w okresie tego miesiąca stały się wymagalne, ze wskazaniem, czy i w jakim zakresie świadczenia te zostały spełnione, a także aktualizować informacje, o których mowa w ust. 1, w przypadku gdy przestały one odpowiadać stanowi rzeczywistemu. Obowiązek ten wygasa wraz z przekazaniem Krajowemu Depozytowi informacji, z której będzie wynikać, że emitent nie posiada żadnych zobowiązań z tytułu tych papierów wartościowych.

3. W informacjach, o których mowa w ust. 1 i 2, emitent wskazuje identyfikujący go niepowtarzalny identyfikator podmiotu prawnego zgodny z normą ISO 174420 (kod LEI) nadany przez podmiot uprawniony do rejestrowania takich identyfikatorów.";

6. Art. 14 pkt 3 Ustawy:

3) art. 8 otrzymuje brzmienie:

„Art. 8. 1. Obligacje nie mogą mieć formy dokumentu.

2. Obligacje podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2017 r. poz. 1768, z późn. zm.), zwanej dalej „ustawą o obrocie instrumentami finansowymi".

3. Do powstawania oraz przenoszenia praw z obligacji stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych, z zastrzeżeniem ust. 4 - 6.~~.~~

4. Prawa z emitowanych przez jednostki powiązane w rozumieniu ustawy o rachunkowości obligacji, których propozycje nabycia udostępniane są jednostkom powiązanym wchodzącym w skład tej samej grupy kapitałowej w rozumieniu ustawy o rachunkowości powstają z chwilą dokonania wpisu w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

5. Umowa zobowiązująca do przeniesienia praw z obligacji, o których mowa w ust. 4, przenosi te prawa z chwilą dokonania w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wpisu wskazującego obejmującego oraz liczbę objętych obligacji.

6. W przypadku, gdy nabycie obligacji, o których mowa w ust. 4, nastąpiło na podstawie zdarzenia powodującego, z mocy prawa, przeniesienie praw z tych obligacji, wpis w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, o którym mowa w art. 7a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jest dokonywany na żądanie obejmującego."

~~7~~4. Po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone.";

7. Art. 14 pkt 7 Ustawy:

7) w art. 31:

a) w ust. 2 uchyla się pkt 3,

b) w ust. 6 pkt 3 otrzymuje brzmienie:

„3) oświadczenie prowadzącego ewidencję agenta emisji albo podmiotu prowadzącego depozyt papierów wartościowych zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi potwierdzające, że za pośrednictwem składającego oświadczenie emitent dokonał wykupu obligacji.".

2. Centralne repozytorium nt. wyemitowanego długu

W ocenie KPF, idea stworzenia centralnego repozytorium informacji na temat wielkości długu wyemitowanego przez poszczególnych emitentów oraz terminowości jego spłacania, o którym mowa w uzasadnieniu projektu Ustawy, nie pomoże inwestorom w ocenie sytuacji finansowej emitentów, gdyż istnieją inne formy długu, z których emitenci korzystają, a które nie będą ujawnione w tworzonym repozytorium.

3. Wydłużenie czasu kontroli

Negatywnie oceniamy zmiany proponowane w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (art. 8 pkt 5 i 6 Ustawy) w postaci wydłużenia dopuszczalnej kontroli z 6 do 12 miesięcy (29 ust. 1) oraz możliwości blokady rachunku papierów wartościowych przez 96h w miejsce 48h (39 ust. 1).
Obie zmiany powodują znaczne uciążliwości dla podmiotów nadzorowanych i mogą skutkować realną szkodą po ich stronie.

4. Finansowanie Funduszu Edukacji Finansowej

Zdaniem KPF, Fundusz Edukacji Finansowej nie powinien być finansowany wyłącznie z kar, gdyż może to stanowić zachętę do nakładania takich kar nawet w sytuacjach wątpliwych, a ponadto bazuje na założeniu, że naruszeń będzie wystarczająco dużo, aby utrzymać funkcjonowanie Funduszu.
Również mając na uwadze, że nadwyżkę środków Fundusz może inwestować, m.in. w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, mechanizm ten może zostać wykorzystany do zbierania środków na objęcie takich papierów wartościowych.

Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce ®