

Prewencyjny nadzór nad koncentracjami przedsiębiorców a wybrane operacje gospodarcze związane z funduszami inwestycyjnymi

Spis treści

- I. Wstęp
- II. Nadzór administracyjny nad funduszami inwestycyjnymi i towarzystwami funduszy inwestycyjnych
- III. Fundusz inwestycyjny – osoba prawna o szczególnym charakterze jako przedsiębiorca w rozumieniu przepisów uokik
- IV. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako przedsiębiorca posiadający kontrolę w rozumieniu uokik nad funduszem inwestycyjnym
- V. Wspólna kontrola w rozumieniu uokik nad funduszem inwestycyjnym
- VI. Wybrane operacje gospodarcze dotyczące funduszy inwestycyjnych a prewencyjny nadzór państwa nad koncentracjami przedsiębiorców
- VII. Podsumowanie

Streszczenie

Artykuł porusza kwestię nadzoru nad koncentracjami przedsiębiorców na rynku funduszy inwestycyjnych, w świetle polskiego prawa ochrony konkurencji. Autor koncentruje się na podstawach zgłoszenia zamiarów koncentracji, wskazując za jakie formy koncentracji należy uznać przykładowe operacje gospodarcze, których uczestnikami są fundusze inwestycyjne.

Słowa kluczowe: nadzór nad koncentracjami; kontrola koncentracji; fundusz inwestycyjny; towarzystwo funduszy inwestycyjnych; przejęcie kontroli; utworzenie wspólnego przedsiębiorcy.

JEL: K21

I. Wstęp

Przyczynkiem do napisania niniejszego artykułu jest opublikowane w kwietniu 2018 roku badanie Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (dalej: Prezes UOKiK), dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych ze szczególnym uwzględnieniem produktów dla klientów indywidualnych (Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, 2018). W podsumowaniu badania organ antymonopolowy określił m.in. strukturę i stopień koncentracji na wydzielonych rynkach funduszy

* Doktor nauk prawnych; radca prawny; absolwent studiów LL.M. na University of Florida; prawnik specjalizujący się w prawie ochrony konkurencji w kancelarii Kieszkowska Rutkowska Kolasiński kancelaria prawna sp.j.; e-mail: dariusz.aziewicz@krklegal.pl.

inwestycyjnych. W badanym okresie (lata 2012–2015) rynek funduszy inwestycyjnych podlegał dynamicznemu rozwojowi z jednoczesną zmianą struktury podmiotowej i produktowej. Według raportu z rzeczonego badania wartość wskaźnika koncentracji HHI dla szeroko rozumianego rynku funduszy inwestycyjnych w badanym okresie wzrosła z poziomu 586 do 715. Jednocześnie Prezes UOKiK wskazał na znaczny wzrost wskaźnika HHI z 1124 do 1658 na najdynamiczniej rozwijającym się spośród badanych rynków – rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych – co zdaniem organu sprawia, że powinien on podlegać dalszemu monitoringowi. Wobec zwiększonej aktywności organu antymonopolowego w tym obszarze gospodarki, w niniejszym artykule podaję analizie zakres zastosowania przepisów dotyczących prewencyjnego nadzoru państwa nad koncentracjami przedsiębiorców – do wybranych transakcji dotyczących funduszy inwestycyjnych.

II. Nadzór administracyjny nad funduszami inwestycyjnymi i towarzystwami funduszy inwestycyjnych

Zgodnie z art. 1 pkt 4 w związku z art. 3 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym¹ (dalej: uonnrf), organem właściwym w sprawach nadzoru nad rynkiem finansowym, który obejmuje m.in. nadzór nad funduszami inwestycyjnymi i towarzystwami funduszy inwestycyjnych jest Komisja Nadzoru Finansowego (dalej: KNF). Zgodnie z art. 2 wspomianej ustawy, celem nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania tego rynku, jego stabilności, bezpieczeństwa oraz przejrzystości, zaufania do rynku finansowego, a także zapewnienie ochrony interesów uczestników tego rynku, również poprzez rzetelną informację dotyczącą funkcjonowania rynku, przez realizację celów określonych w poszczególnych aktach prawnych. Są to podstawowe wartości, do ochrony których powinna zmierzać KNF przy podejmowaniu przez siebie działań (Wajda, 2014). Niezależnie od powyższego, w polskim porządku prawnym nadzór nad przedsiębiorcami na każdym rynku – z punktu widzenia publicznoprawnej ochrony konkurencji i konsumentów – którego celem jest co do zasady ochrona dobrobytu konsumentów (Skoczny, 2014), sprawuje Prezes UOKiK. Oznacza to, że przepisy ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów² (dalej: uokik) znajdują zastosowanie do działalności rynkowej przedsiębiorców będących funduszami inwestycyjnymi czy towarzystwami funduszy inwestycyjnych. Jednym z trzech filarów publicznoprawnej ochrony konkurencji jest prewencyjny nadzór nad koncentracjami przedsiębiorców³. Przepisy dotyczące nadzoru nad koncentracjami zakładają m.in., że w przypadku spełnienia przesłanek zgłoszenia zamiaru koncentracji przedsiębiorców – konkretna operacja gospodarcza nie może być dokonana bez zgody Prezesa UOKiK⁴.

Przeprowadzenie koncentracji bez zgody Prezesa UOKiK wiąże się m.in. z możliwością nałożenia kar pieniężnych na przedsiębiorców, jak i na osoby fizyczne wchodzące w skład organów zarządzających⁵.

¹ Ustawa z 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz.U. 2018, poz. 621).

² Ustawa z 16.02.2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (t.j. Dz.U. 2018, poz. 798).

³ Art. 13–23 uokik.

⁴ Art. 97 ust. 1 uokik.

⁵ Art. 106 ust. 1 pkt 3 uokik: Prezes Urzędu może nałożyć na przedsiębiorcę, w drodze decyzji, karę pieniężną w wysokości nie większej niż 10% obrotu osiągniętego w roku obrotowym poprzedzającym rok nałożenia kary, jeżeli przedsiębiorca ten, choćby nieumyślnie, dokonał koncentracji bez uzyskania zgody Prezesa Urzędu; Art. 108. 1. pkt 2: Prezes Urzędu może, w drodze decyzji, nałożyć na osobę pełniącą funkcję kierowniczą lub wchodzącą w skład organu zarządzającego przedsiębiorcy karę pieniężną w wysokości do pięćdziesięciokrotności przeciętnego wynagrodzenia, jeżeli osoba ta umyślnie albo nieumyślnie nie zgłosiła zamiaru koncentracji, o którym mowa w art. 13.

III. Fundusz inwestycyjny – osoba prawna o szczególnym charakterze jako przedsiębiorca w rozumieniu przepisów uokik

Zgodnie z art. 4 pkt 1 uokik, pojęcie „przedsiębiorcy” na potrzeby ustawy antymonopolowej pokrywa się z definicją przedsiębiorcy w rozumieniu ustawy – Prawo przedsiębiorców⁶. Natomiast zgodnie z definicją zawartą w art. 4 prawa przedsiębiorców przedsiębiorcą jest m.in. osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną – wykonująca działalność gospodarczą. Definicja legalna funduszu inwestycyjnego, zawarta w art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi⁷ (dalej: uofizafi) stanowi z kolei, że fundusz jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego, a w przypadkach określonych w uofizafi również niepublicznego, proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe⁸. Jednocześnie fundusz inwestycyjny jest osobą prawną szczególnego rodzaju. Jest to bowiem wyodrębniona masa majątkowa tworzona przez wpłaty uczestników zebrane wskutek publicznego lub niepublicznego proponowania nabycia tytułów uczestnictwa (Mroczkowski, 2014). Model funduszu inwestycyjnego oparty jest na separacji trzech mas majątkowych: funduszu inwestycyjnego, towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz uczestników funduszu inwestycyjnego (Kropiwnicki, 2013). Osobowość prawną przyznana funduszom inwestycyjnym wprost przez przepisy uofizafi, jak również wskazana w ustawowej definicji funduszu inwestycyjnego działalność gospodarcza powodują, że są one przez Prezesa UOKiK uznawane za przedsiębiorców w rozumieniu przepisu art. 4 pkt 1 uokik. Innymi słowy, fundusze inwestycyjne są adresatami norm publicznego prawa antymonopolowego.

Dodatkowo, fundusz inwestycyjny jest szczególnym i wyjątkowym w polskim porządku prawnym typem osoby prawnej, także z powodu treści art. 4 ust. 1 uofizafi. W oparciu o wyżej wskazany przepis, towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzy bowiem fundusz inwestycyjny, zarządza nim i reprezentuje w stosunkach z osobami trzecimi⁹. Natomiast zgodnie z art. 38 ust. 1 uofizafi towarzystwem funduszy inwestycyjnych może być wyłącznie spółka akcyjna z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, która uzyskała właściwe zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego. Organem funduszu inwestycyjnego nie jest zatem wewnętrzny organ bytu prawnego – jak np. zarząd w spółce prawa handlowego, a niezależna od niego osoba prawna. Zakres działalności gospodarczej towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest co do zasady ograniczony. Obejmuje tworzenie funduszy inwestycyjnych lub funduszy zagranicznych i zarządzanie nimi, reprezentowanie ich wobec osób trzecich oraz zarządzanie zbiorczym portfelem papierów wartościowych (Mroczkowski, 2014). Jak podkreśla się w doktrynie, rozwiązaniem to ma na celu uzyskanie odrębności majątkowej towarzystwa funduszy i samego funduszu inwestycyjnego, a tym samym oddzielenie majątku uczestników od majątku podmiotu zarządzającego funduszem (Mroczkowski, 2014). Szczególny charakter zastosowanego modelu zarządzania wynika m.in. z tego, że polski

⁶ Ustawa z 6.03.2018 r. – Prawo przedsiębiorców (Dz.U. poz. 646).

⁷ Ustawa z 27.05.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (t.j. Dz.U. 2018, poz. 56).

⁸ Art. 3 ust. 1 uofizafi.

⁹ Art. 4 ust. 1 uofizafi.

ustawodawca nie zdecydował się na wiele analogicznych rozwiązań¹⁰. Wprowadzenie takiej rozdzielnosci osobowościowej powoduje również specyficzne zastosowanie przepisów prawa antymonopolowego – co jest przedmiotem analizy przeprowadzonej w niniejszym artykule.

IV. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jako przedsiębiorca posiadający kontrolę w rozumieniu uokik nad funduszem inwestycyjnym

Zgodnie z art. 4 pkt 3 uokik przedsiębiorcą dominującym jest przedsiębiorca, który posiada kontrolę, w rozumieniu pkt 4 tego przepisu, nad innym przedsiębiorcą. Jak wielokrotnie wskazywano, ustawodawca nie zdecydował się na przedstawienie w treści uokik definicji „posiadania kontroli” (Skoczny, 2014). Niemniej jednak art. 4 pkt 4 uokik stanowi o przejęciu kontroli, przez które rozumie się wszelkie formy bezpośredniego lub pośredniego uzyskania przez przedsiębiorcę uprawnień, które osobno albo łącznie, przy uwzględnieniu wszystkich okoliczności prawnych lub faktycznych, **umożliwiają wywieranie decydującego wpływu** na innego przedsiębiorcę lub przedsiębiorców. Uprawnienia takie tworzą w szczególności: a) dysponowanie bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na zgromadzeniu wspólników albo na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik albo użytkownik bądź w zarządzie innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego), także na podstawie porozumień z innymi osobami; b) uprawnienie do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu lub rady nadzorczej innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego), także na podstawie porozumień z innymi osobami; c) członkowie zarządu lub rady nadzorczej stanowią więcej niż połowę członków zarządu innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego); d) dysponowanie bezpośrednio lub pośrednio większością głosów w spółce osobowej zależnej albo na walnym zgromadzeniu spółdzielni zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami; e) prawo do całego albo do części mienia innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego); f) umowa przewidująca zarządzanie innym przedsiębiorcą (przedsiębiorcą zależnym) lub przekazywanie zysku przez takiego przedsiębiorcę. Kluczowym aspektem definicji kontroli w rozumieniu prawa ochrony konkurencji jest „wywieranie decydującego wpływu” na funkcjonowanie i rozwój innego przedsiębiorcy (Stawicki, 2016). W świetle treści powyższego przepisu oraz art. 4 ust. 1 uofizafi trzeba zwrócić uwagę na dwa aspekty działalności towarzystwa funduszy inwestycyjnych w stosunku do funduszu inwestycyjnego, tj. **zarządzanie nim oraz jego reprezentowanie**. Jak wskazuje się w doktrynie zarządzanie funduszem inwestycyjnym oznacza wykonywanie wszystkich czynności związanych z prowadzeniem działalności przez fundusz, w szczególności obejmujących zbywanie i nabywanie aktywów funduszu, a także zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa albo przeprowadzenie emisji certyfikatów inwestycyjnych i ich wykupywanie lub umarzanie (Kropiwnicki, 2013). Reprezentowaniem podmiotu jest natomiast dokonywanie czynności prawnych, a w szczególności zawieranie umów, składanie i przyjmowanie oświadczeń woli, prowadzenie procesów oraz występowanie przed sądami, organami administracji rządowej czy samorządowej (Kropiwnicki, 2013). W zakresie reprezentowania

¹⁰ R. Mroczkowski wskazuje, że „na gruncie prawa polskiego możliwość tworzenia osoby prawnej przez inną osobę, która następnie zostaje jedynym z jej organów, została także przewidziana przy utworzeniu jednoosobowej spółki z o.o., w której osoba fizyczna tworząca tę spółkę, działając jako zgromadzenie wspólników, powołuje siebie w skład jednoosobowego zarządu (w tym przypadku założyciel spółki staje się nie tylko jednym, ale dwoma organami tej spółki, będącej osobą prawną, tj. zgromadzeniem wspólników i zarządem), a także w sytuacji, gdy osoba prawna tworzy fundację jako fundator, a następnie zostaje organem zarządzającym tej fundacji”.

funduszu, towarzystwo jest władne do dokonywania czynności prawnych w taki sposób, że są one uważane za czynności dokonane przez sam fundusz. Uznaje się, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie jest przedstawicielem funduszu oraz nie działa w jego imieniu. Jest to bowiem organ funduszu będącego osobą prawną (Kropiwnicki, 2013). Co do zasady decyzje dotyczące zarządzania środkami powierzonymi funduszowi inwestycyjnemu (w tym decyzje ekonomiczne) podejmuje w praktyce zarząd towarzystwa funduszy inwestycyjnych, wspierając się wiedzą zatrudnionych w nim wykwalifikowanych doradców inwestycyjnych.

Wątpliwość co do kwalifikacji stosunku dominacji według definicji sformułowanej w uokik może wprowadzać art. 4 ust. 4 uofizafi, zgodnie z którym fundusz nie jest podmiotem zależnym od towarzystwa, spółki zarządzającej ani od osoby posiadającej bezpośrednio lub pośrednio większość głosów w radzie inwestorów, zgromadzeniu inwestorów lub zgromadzeniu uczestników. W doktrynie pojawia się stanowisko, że przepis ten stanowi *lex specialis* w stosunku do unormowań art. 4 pkt 4 uokik zawierającego definicję legalną pojęcia „przejęcia kontroli nad przedsiębiorcą” (Kropiwnicki, 2013). Nie ma jednak w mojej ocenie podstaw uznania takiego podejścia za prawidłowe, co potwierdza chociażby obszerna praktyka decyzyjna Prezesa UOKiK¹¹. Także oficjalna strona internetowa organu ochrony konkurencji wskazuje, że „na podstawie art. 4 pkt 4 lit. f) ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów, TFI należy traktować jako przedsiębiorcę dominującego wobec FI (przedsiębiorca zależny)”¹². Zdaniem organu „więzi o charakterze organizacyjnym, prawnym i gospodarczym pomiędzy TFI a FI są bowiem na tyle silne, że pozwalają TFI na wywieranie decydującego wpływu na działalność FI”¹³. Niezależnie od oceny czy relacja pomiędzy towarzystwem funduszy inwestycyjnych a funduszem może zostać uznana za „umowę przewidująca zarządzanie innym przedsiębiorcą (przedsiębiorcą zależnym) lub przekazywanie zysku przez takiego przedsiębiorcę”, należy uznać, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych posiada w świetle przepisów uokik decydujący wpływ na działalność funduszu inwestycyjnego. Jest to zatem – w rozumieniu przepisów prawa określających ramy publiczno-prawnej ochrony konkurencji przedsiębiorca dominujący nad i kontrolujący fundusz inwestycyjny.

V. Wspólna kontrola w rozumieniu uokik nad funduszem inwestycyjnym

Fundusze inwestycyjne dzielą się na fundusze inwestycyjne zamknięte oraz fundusze inwestycyjne otwarte. Każdy z nich zarządzany jest przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, jednakże pozostałe organy poszczególnych funduszy mogą się od siebie różnić. Różnica w uprawnieniach, jak i różnica w strukturze czy składzie tych organów może wpływać na ocenę charakteru kontroli sprawowanej nad funduszem inwestycyjnym oraz na to, które podmioty takową kontrolę sprawują.

Fundusz inwestycyjny otwarty zbywa jednostki uczestnictwa i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu¹⁴. Zgodnie z art. 87a ust. 1 uofizafi w funduszu inwestycyjnym otwartym zwołuje się **zgromadzenie uczestników**, w celu wyrażenia zgody na: (i) rozpoczęcie

¹¹ Zob. przykładowo decyzje Prezesa UOKiK: z 19.05.2015 DKK-74/2015; z 05.11.2015 DKK-193/2015; z 13.08.2010 DKK-82/2010; z 19.09.2012 DKK-97/2012; z 29.07.2014 DKK-102/2014; z 26.01.2015 DKK-12/2015; z 05.04.2018 DKK-58/2018; z 07.02.2018 DKK-29/2018; z 29.11.2017 DKK-188/2017; z 10.02.2017 DKK-30/2017; z 22.12.2016 DKK-189/2016; z 21.10.2016 DKK-145/2016.

¹² https://www.uokik.gov.pl/interpretacja_przepisow.php#faq2522.

¹³ Ibidem.

¹⁴ Art. 82 uofizafi.

IKAR

prowadzenia przez fundusz działalności jako fundusz powiązany lub rozpoczęcie prowadzenia przez subfundusz w funduszu z wydziałonymi subfunduszami działalności jako subfundusz powiązany; (ii) zmianę funduszu podstawowego; (iii) zaprzestanie prowadzenia działalności jako fundusz powiązany; (iv) połączenie krajowe i transgraniczne funduszy; (v) **przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo**; (vi) przejęcie zarządzania funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzenia jego spraw przez spółkę zarządzającą. Powyższy katalog jest katalogiem zamkniętym, a zatem kompetencje zgromadzenia uczestników dotyczą wyłącznie wpływu na wymienione w nim enumeratywnie czynności funduszu inwestycyjnego otwartego. W przypadku tzw. **specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego**, możliwe jest ustanowienie w jego ramach statutowych **rady inwestorów** jako organu kontrolnego. Rada kontroluje realizację celu inwestycyjnego funduszu i polityki inwestycyjnej oraz stosowania ograniczeń inwestycyjnych. W tym celu może przeglądać księgi i dokumenty oraz żądać wyjaśnień od towarzystwa. Rada inwestorów specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego może też postanowić o jego rozwiązaniu (liczbą reprezentującą łącznie co najmniej 2/3 ogólnej liczby jednostek uczestnictwa funduszu)¹⁵. Dodatkowo w tego typu funduszu działa **zgromadzenie uczestników**, którego zgoda jest niezbędna do (i) przejęcia zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym przez inne towarzystwo oraz przejęcia zarządzania specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym i prowadzenia jego spraw przez zarządzającego z UE¹⁶. Natomiast w przypadku **funduszu inwestycyjnego zamkniętego** – tj. funduszu emitującego certyfikaty inwestycyjne – ustawodawca przewiduje obligatoryjne powołanie **rady inwestorów lub zgromadzenia inwestorów**¹⁷. Również w przypadku tego typu funduszu inwestycyjnego rada inwestorów kontroluje realizację celu inwestycyjnego funduszu i jego polityki inwestycyjnej oraz przestrzeganie ograniczeń inwestycyjnych. Dodatkowo ustawodawca przewidział **możliwość rozszerzenia uprawnień rady inwestorów – w tym możliwości przyznania jej wpływu na politykę inwestycyjną funduszu, jak i przyznanie prawa złożenia wiążącego dla towarzystwa sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjny**¹⁸. Zgodnie z art. 144 ust. 3 uofizafi, zgoda zgromadzenia inwestorów w funduszu inwestycyjnym zamkniętym jest niezbędna do: (i) zmiany depozytariusza; (ii) przejęcia zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym przez inne towarzystwo; (iii) przejęcia zarządzania funduszem inwestycyjnym zamkniętym i prowadzenia jego spraw przez zarządzającego z UE; (iv) **emisji nowych certyfikatów inwestycyjnych**; (v) zmiany statutu funduszu w zakresie wyłączenia prawa pierwszeństwa do nabycia nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych; (vi) **emisji obligacji**; (vii) przekształcenia certyfikatów inwestycyjnych imiennych w certyfikaty na okaziciela; (viii) zmiany statutu funduszu. W końcu, **jeżeli statut funduszu nie stanowi inaczej, decyzja inwestycyjna dotycząca aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% wartości jego aktywów, wymaga dla swojej ważności zgody zgromadzenia inwestorów**¹⁹. Ustawodawca przewidział również, że statut funduszu inwestycyjnego zamkniętego może rozszerzyć wskazane ustawowo uprawnienia zgromadzenia inwestorów²⁰.

¹⁵ Zob. art. 114 uofizafi.

¹⁶ Art. 113a uofizafi.

¹⁷ Art. 140 ust. 1 uofizafi.

¹⁸ Art. 140 ust. 4 uofizafi.

¹⁹ Art. 144 ust. 5 uofizafi.

²⁰ Ibidem.

Wspólną kontrolą w rozumieniu prawa ochrony konkurencji jest sytuacja, w której istnieje możliwość powstania tzw. sytuacji impasu (*deadlock*), która będzie spowodowana brakiem porozumienia dwóch lub większej liczby przedsiębiorców, a prowadzić będzie do niemożności podjęcia przez kontrolowanego przez nich przedsiębiorcę ważnych decyzji strategicznych. Jako takie najczęściej wymienia się decyzje dotyczące: budżetu, planu gospodarczego, znaczących inwestycji, powoływania członków organów, jak i inne decyzje specyficzne dla danego rynku (Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, 2015). Biorąc pod uwagę powyższe, wystąpienie wspólnej kontroli towarzystwa oraz innego podmiotu nad funduszem inwestycyjnym jest jak najbardziej możliwe. Będzie tak zwłaszcza w przypadku braku wyłączenia w statucie funduszu inwestycyjnego zamkniętego obowiązku uzyskania zgody zgromadzenia inwestorów na wdrożenie decyzji inwestycyjnej dotyczącej aktywów funduszu, których wartość przekracza 15% całości tych aktywów, w sytuacji gdy uczestnicy takiego zgromadzenia, których głos jest niezbędny do wyrażenia zgody – są przedsiębiorcami w rozumieniu uokik. Na analogicznej zasadzie wspólna kontrola wystąpi w przypadku przyznania radzie inwestorów prawa do zgłoszenia wiążącego sprzeciwu wobec przedstawianych projektów inwestycyjnych²¹. Niewątpliwie każde uprawnienie dotyczące wpływu na decyzje strategiczne funduszu inwestycyjnego przyznane zgromadzeniu inwestorów lub radzie inwestorów musi być zatem analizowane indywidualnie z punktu widzenia definicji wspólnej kontroli określonej przez prawo antymonopolowe. Istotna jest w szczególności analiza uprawnień, struktury i składu podmiotowego zgromadzenia/rady inwestorów, w tym możliwości przyznania poszczególnym inwestorom statusu przedsiębiorcy w rozumieniu uokik.

VI. Wybrane operacje gospodarcze dotyczące funduszy inwestycyjnych a prewencyjny nadzór państwa nad koncentracjami przedsiębiorców

Polski ustawodawca ustalił, że za koncentrację uznawane są cztery formy procesów gospodarczych: (i) połączenie dwóch lub więcej samodzielnych przedsiębiorców (połączenie); (ii) przejęcie, przez nabycie lub objęcie akcji, innych papierów wartościowych, udziałów lub w jakikolwiek inny sposób bezpośredniej lub pośredniej kontroli nad jednym lub więcej przedsiębiorcami przez jednego lub więcej przedsiębiorców (przejęcie kontroli); (iii) utworzenie przez przedsiębiorców wspólnego przedsiębiorcy (utworzenie joint venture); (iv) nabycie przez przedsiębiorcę części mienia innego przedsiębiorcy (całości lub części przedsiębiorstwa), jeśli obrót realizowany przez to mienie w którymkolwiek z dwóch lat obrotowych poprzedzających zgłoszenie przekroczył na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej równowartość 10 000 000 euro. Tego typu procesy gospodarcze podlegają prewencyjnemu nadzorowi państwa w przypadku, gdy odpowiednie podmioty w nich uczestniczące osiągną (przekroczą) w roku poprzedzającym zgłoszenie zamiaru koncentracji obrót (progi obrotowe) w wysokości 50 mln euro na terenie Rzeczypospolitej Polskiej lub 1 mld euro na świecie, a zastosowania nie znajdują przepisy uokik przewidujące wyłączenie od obowiązku zgłoszenia²². Trzeba też wskazać, że prawodawca w treści rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 23 grudnia 2014 r. w sprawie sposobu obliczania obrotu przedsiębiorców uczestniczących

²¹ Art. 140 ust. 4 uofizafi.

²² Zob. art. 13–14 uokik.

w koncentracji, określił szczególny sposób liczenia obrotów dla funduszy inwestycyjnych²³. Obrotem funduszu inwestycyjnego jest kwota równa wartości aktywów netto funduszu ustalona na koniec roku obrotowego, zgodnie z przepisami o rachunkowości dotyczącymi funduszy inwestycyjnych²⁴. W przypadku, gdy operacja gospodarcza spełnia wskazane przesłanki, przedsiębiorcy ją dokonujący mają obowiązek zgłoszenia koncentracji do oceny Prezesowi UOKiK oraz wstrzymania się od dokonania koncentracji do czasu wydania przez Prezesa UOKiK decyzji lub upływu terminu, w jakim decyzja powinna zostać wydana²⁵.

Analizując operacje gospodarcze, które dotyczą funduszy inwestycyjnych, a które mogą być poddane prewencyjnemu nadzorowi Prezesa UOKiK **w pierwszej kolejności** trzeba wskazać, że z obowiązkiem zgłoszenia zamiaru koncentracji przedsiębiorców będziemy mieli do czynienia w sytuacji, w której towarzystwo funduszy inwestycyjnych będzie przejmować zarządzanie funduszem inwestycyjnym²⁶. Zgodnie z regułami prawa ochrony konkurencji do **przejęcia wyłącznej kontroli** dochodzi, jeśli jeden przedsiębiorca po dokonaniu zamierzonej koncentracji będzie mógł samodzielnie wywierać decydujący wpływ na innego przedsiębiorcę. Obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji zaistnieje w tym przypadku pod warunkiem, że spełnione zostaną tzw. progi obrotowe – wskazane w art. 13 ust. 1 uokik, a aktywa netto funduszu ustalone na koniec jednego z dwóch ostatnich lat obrotowych będą wyższe niż 10 000 000 euro. Przejęcie wyłącznej kontroli nad funduszem inwestycyjnym przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych może dotyczyć np. przejęcia zarządzania nad funduszem inwestycyjnym zamkniętym (w przypadku, gdy statut takiego funduszu wyłącza wspomniany wyżej przepis art. 144 ust. 5 uofizafi), czy też przejęcia zarządzania nad funduszem inwestycyjnym otwartym. W praktyce tego typu koncentracje w 2017 roku dotyczyły czterech decyzji Prezesa UOKiK. W opisywanych sytuacjach zgodnie z treścią art. 94 ust. 2 pkt 2 do zgłoszenia zamiaru koncentracji obowiązane jest przejmujące wyłączną kontrolę towarzystwo.

Po drugie trzeba wskazać, że przy spełnieniu progów zgłoszeniowych obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji zaistnieje w sytuacji **zmiany jednego z podmiotów dotychczas sprawujących wspólną kontrolę** nad funduszem inwestycyjnym. Będzie tak np. w przypadku zmiany współkontrolującego fundusz zamknięty towarzystwa, tj. gdy przepis art. 144 ust. 5 uofizafi nie został wyłączony przez postanowienia statutowe, a w skład zgromadzenia inwestorów wchodzi podmiot lub podmioty posiadające status przedsiębiorcy w świetle przepisu art. 4 pkt 1 uokik oraz do decyzji zgromadzenia inwestorów wymagany jest głos owego podmiotu/podmiotów. Na analogicznych zasadach ocenić należy sytuację, w której rada inwestorów funduszu inwestycyjnego zamkniętego posiadać będzie uprawnienie do zgłoszenia wiążącego towarzystwo sprzeciwu co do projektów inwestycyjnych. Podobna sytuacja będzie miała miejsce, jeśli zastępowany będzie przedsiębiorca, którego głosy są niezbędne do wydania decyzji, o której mowa w art. 144 ust. 5 uofizafi przez zgromadzenie inwestorów (czy odpowiednio rady inwestorów). Trzeba tu podkreślić, że uokik przewiduje rozszerzony katalog osób fizycznych, które są uznawane za przedsiębiorców (w niektórych sytuacjach definicja dotyczy wyłącznie publicznoprawnego nadzoru nad

²³ Rozporządzenie Rady Ministrów z 23.12.2014 r. w sprawie sposobu obliczania obrotu przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji, określił szczególny sposób liczenia obrotów dla funduszy inwestycyjnych (Dz.U. 2015, poz. 79).

²⁴ Ibidem, § 5.

²⁵ Art. 97 ust. 1 uokik.

²⁶ Art. 238a uofizafi.

koncentracjami)²⁷. W obydwu przypadkach zgodnie z interpretacją art. 94 ust. 2 pkt 2 do zgłoszenia zamiaru koncentracji obowiązany jest podmiot „zastępujący” podmiot współkontrolujący.

W ramach przejścia kontroli nad przedsiębiorcą, obowiązkiem notyfikacyjnym objęte jest nie tylko przejście wspólnej lub wyłącznej kontroli nad przedsiębiorcą, lecz także **zmiana stanu kontroli** (zmiana jakości sprawowanej kontroli), np. z kontroli wspólnej na kontrolę wyłączną albo odwrotnie. Wobec tego, przykładowo w przypadku istnienia nad danym funduszem inwestycyjnym zamkniętym wspólnej kontroli towarzystwa oraz określonych uczestników zgromadzenia inwestorów – dojść może do dwojakiej sytuacji. Po pierwsze, podmioty uczestniczące w zgromadzeniu inwestorów posiadające statut przedsiębiorcy, których głosy są konieczne do podjęcia przez to zgromadzenie uchwały, utracą status przedsiębiorcy w rozumieniu uokik, z innej przyczyny przestaną uczestniczyć w zgromadzeniu lub ich głos przestanie być niezbędny dla podjęcia decyzji przez zgromadzenie. Po drugie może dojść do zmiany statutu funduszu, który przyzna wyłączną kontrolę danemu towarzystwu. W takim stanie faktycznym do obowiązkowego zgłoszenia zamiaru przejścia wyłącznej kontroli nad funduszem będzie zobligowane towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Analogicznie, przez zmiany statutowe lub uzyskanie statusu przedsiębiorcy przez odpowiednich członków zgromadzenia inwestorów, może dojść do zmiany kontroli sprawowanej wyłącznie przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych na kontrolę sprawowaną wspólnie przez towarzystwo wraz z konkretnymi uczestnikami zgromadzenia inwestorów. W tym ostatnim przypadku zamiar koncentracji będą obowiązani zgłosić uczestnicy zgromadzenia posiadający status przedsiębiorcy.

Mając powyższe na uwadze, nie należy zapominać o sytuacji tzw. **pasywnego przejścia kontroli** nad przedsiębiorcą. W rozumieniu reguł postępowania w sprawach koncentracji aktywnym uczestnikiem całego procesu przejścia kontroli nie musi być bowiem podmiot, który przejmie ją w końcowym rozrachunku. Z taką sytuacją będziemy mieli do czynienia przykładowo, jeśli dotychczas współkontrolujący fundusz uczestnicy zgromadzenia inwestorów utracą status przedsiębiorcy w rozumieniu przepisów uokik lub pozbędą się certyfikatów, pozostawiając jako uczestników zgromadzenia wyłącznie podmioty niebędące przedsiębiorcami. Przyjmuje się wtedy, że przedsiębiorca biernie przejmujący kontrolę jest zobowiązany do notyfikowania transakcji i powstrzymania się od wykonywania konkretnych uprawnień przyznających wyłączną kontrolę do czasu wydania decyzji przez Prezesa UOKiK, co, biorąc pod uwagę obowiązki towarzystwa wobec funduszu inwestycyjnego, może okazać się wyjątkowo problematyczne.

Kolejną formą koncentracji jest wskazane w art. 13 ust. 2 uokik **połączenie dwóch lub więcej samodzielnych przedsiębiorców**. Jak wskazuje w swoich wyjaśnieniach Prezes UOKiK, samodzielność łączących się przedsiębiorców należy rozumieć w ten sposób, że przedsiębiorcy nie należą do tej samej grupy kapitałowej w rozumieniu uokik (Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, 2015). Artykuł 201 uofizafi reguluje tzw. połączenie wewnętrzne funduszy, które obejmuje m.in. połączenie funduszy krajowych, których organem jest to samo towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Z całą pewnością tego typu operacja gospodarcza nie będzie spełniać

²⁷ Są nimi: osoba fizyczna, osoba prawna, a także jednostka organizacyjna niemająca osobowości prawnej, której ustawa przyznaje zdolność prawną, organizującą lub świadczącą usługi o charakterze użyteczności publicznej, które nie są działalnością gospodarczą w rozumieniu przepisów o swobodzie działalności gospodarczej; b) osoba fizyczna wykonującą zawód we własnym imieniu i na własny rachunek lub prowadzącą działalność w ramach wykonywania takiego zawodu; c) osobę fizyczną, która posiada kontrolę, w rozumieniu pkt 4, nad co najmniej jednym przedsiębiorcą, choćby nie prowadziła działalności gospodarczej w rozumieniu przepisów o swobodzie działalności gospodarczej, jeżeli podejmuje dalsze działania podlegające kontroli koncentracji, o której mowa w art. 13 uokik.

przesłanki samodzielności, o której mowa w art. 13 ust. 2 pkt 1 uokik. Z kolei art. 202 uofizafi reguluje tzw. połączenie krajowe, które ma miejsce w przypadku połączenia funduszy krajowych, których organami są różne towarzystwa. Tego typu operacja może zostać uznana za koncentrację podlegającą obowiązkowemu zgłoszeniu Prezesowi UOKiK, jeśli spełnione zostaną progi zgłoszeniowe, a zastosowania nie znajdzie wyłączenie ustanowione w art. 14 pkt 1a uokik.

Utworzenie przez dwóch lub więcej przedsiębiorców wspólnego przedsiębiorcy jest kolejną formą koncentracji, która została przewidziana w art. 13 ust. 2 uokik. W praktyce, ze względu na szeroki sposób interpretacji pojęcia „wspólny przedsiębiorca” przez Prezesa UOKiK, jest to jedna z najczęściej występujących form koncentracji. Rzeczona forma polega na tym, że co najmniej dwa podmioty mające status przedsiębiorcy w rozumieniu uokik podejmują współpracę poprzez łączne uczestnictwo w utworzeniu nowego gracza rynkowego (przedsiębiorcy w rozumieniu uokik). Warto podkreślić, że w świetle prawa polskiego dla utworzenia wspólnego przedsiębiorcy (inaczej niż chociażby w przypadku prawa unijnego) bez znaczenia jest przyszła struktura kontroli nad nowotworzonym przedsiębiorcą. Prezes UOKiK wskazuje, że przy ocenie czy mamy do czynienia z utworzeniem wspólnego przedsiębiorcy nie ma znaczenia chociażby ilość udziałów w spółce prawa handlowego obejmowana przez tworzących ją przedsiębiorców (Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, 2015). Dodatkowo, w świetle prawa unijnego koncentracją w formie joint venture jest wyłącznie utworzenie wspólnego przedsiębiorstwa o pełnym zakresie funkcji (tzw. *full-function joint venture*). Oznacza to, że wspólne przedsiębiorstwo musi być podmiotem gospodarczym samodzielnym z operacyjnego punktu widzenia. Wspólne przedsiębiorstwo w świetle prawa unijnego powinno m.in. dysponować własnym kierownictwem oraz wystarczającymi zasobami do samodzielnego działania na rynku. Dotyczy to m.in. środków finansowych, kadr i aktywów umożliwiających prowadzenie działalności gospodarczej w określonym obszarze. Tego typu przesłanki (*full function*) – co zostało wielokrotnie skrytykowane w doktrynie – nie przewiduje jednak polski ustawodawca. Decydującą przesłanką w prawie polskim jest utworzenie nowego podmiotu (gracza rynkowego), będącego przedsiębiorcą w rozumieniu uokik, przez dwóch innych przedsiębiorców. Treść uokik nie przewiduje też wyłączenia od obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji przedsiębiorców, polegającego na tworzeniu funduszy inwestycyjnych, pomimo że art. 14 uokik określa siedem konkretnych przypadków, w których obowiązek zgłoszenia traci zastosowanie. Wobec takiej wykładni pojęcia „wspólny przedsiębiorca” uwagę zwraca fakt, że zarówno towarzystwo (tworzące fundusz inwestycyjny), jak i fundusz inwestycyjny (tworzony podmiot) są uznawane za przedsiębiorców w rozumieniu przepisów uokik. Trzeba zatem wskazać, że sytuacja obligatoryjnego zgłoszenia zamiaru koncentracji będzie miała miejsce np. w przypadku utworzenia funduszu inwestycyjnego zamkniętego – gdy w powstaniu funduszu inwestycyjnego po stronie inwestorów (np. w zgromadzeniu inwestorów) występuje podmiot posiadający status przedsiębiorcy w rozumieniu uokik. Analogiczna sytuacja może wystąpić w przypadku innych funduszy inwestycyjnych. W wielu przypadkach zastosowanie znajdzie jednak wyłączenie eliminujące obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji (tj. gdy obrót żadnego z przedsiębiorców, tworzących wspólnego przedsiębiorcę, nie przekroczył na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w żadnym z dwóch lat obrotowych poprzedzających zgłoszenie równowartości 10 000 000 euro²⁸).

²⁸ Art. 14 pkt 1a uokik.

VII. Podsumowanie

Wskazane wyżej przykłady oraz przeprowadzone badanie przepisów prawa pokazują złożoność analizy, jaka jest konieczna dla dokonania oceny czy dana operacja gospodarcza dotycząca funduszu inwestycyjnego będzie musiała zostać zakwalifikowana jako koncentracja podlegająca obowiązkowemu zgłoszeniu do Prezesa UOKiK. W przypadku przejęcia kontroli nad przedsiębiorcą niezbędną jest każdorazowa indywidualna analiza stanu faktycznego, w tym w szczególności uprawnień przyznanych poszczególnym organom funduszu, struktury organów funduszu, jak i statusu podmiotów, które wchodzi w skład tych organów – czy i jaki rodzaj kontroli sprawowany jest nad danym funduszem inwestycyjnym. Ma to znaczenie nie tylko przy aktywnym przejmowaniu zarządzania funduszem, lecz także w ramach fluktuacji udziału poszczególnych podmiotów w zgromadzeniu inwestorów. Obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji ciąży bowiem na przejmującym kontrolę przedsiębiorcy niezależnie od jego aktywności w procesie przejęcia. W świetle wskazanego przez Prezesa UOKiK „ryzyka wystąpienia bardzo wysokiej koncentracji” rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, przy wskaźniku HHI wynoszącym 1658, dokładna analiza powyższych aspektów może mieć coraz większe znaczenie. Nie jest bowiem wykluczone także nieświadome zwiększanie stopnia koncentracji rynku, prowadzące w konsekwencji do istotnego ograniczenia odbywającej się na nim konkurencji. Skutkiem takiego stanu faktycznego musiałaby być interwencja organu antymonopolowego, która w najgorszym wypadku może prowadzić nie tylko do nałożenia wspomnianych już kar pieniężnych, ale także nakazania podziału przedsiębiorcy, zbycia jego majątku czy też zbycia udziałów lub akcji (odpowiednio certyfikatów/jednostek) zapewniających kontrolę lub nawet rozwiązania spółki (odpowiednio funduszu)²⁹. Niemniej jednak trzeba mieć na uwadze, że zgodnie z wytycznymi Komisji Europejskiej potencjał takiego ryzyka identyfikuje się, co do zasady, dopiero przy przekroczeniu wartości wskaźnika HHI na poziomie 2000 (Komisja Europejska, 2004).

Ponadto, zwrócić należy szczególną uwagę na możliwość powstania obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji w przypadku utworzenia nowego funduszu inwestycyjnego – jako wspólnego przedsiębiorcy – w świetle szerokiej interpretacji tego pojęcia przez Prezesa UOKiK. Trzeba jednocześnie podkreślić, że istnieje minimalne ryzyko istotnego ograniczenia konkurencji na rynku poprzez utworzenie funduszu inwestycyjnego. W praktyce Prezes UOKiK stwierdza najczęściej brak istotnego ograniczenia konkurencji w przypadku koncentracji polegających na utworzeniu wspólnych przedsiębiorców (Skoczny i Aziewicz, 2014). Dodatkowo, dla oceny skutków badanych koncentracji nie bez znaczenia jest fakt, że w przeważającej większości przedsiębiorcy tworzący fundusz inwestycyjny nie są konkurentami. To również znacząco ogranicza możliwość wystąpienia antykonkurencyjnych skutków koncentracji. Wobec powyższego, w mojej ocenie, w świetle braku implementacji przesłanki pełnego zakresu funkcji (*full-function*) wspólnego przedsiębiorcy w prawie polskim, *de lege ferenda* – w treści art. 14 uokik należy ukształtować dodatkowe wyłączenie, jako pkt 6 tego przepisu – stanowiące, że nie podlegają zgłoszeniu zamiary koncentracji „polegające na utworzeniu funduszu inwestycyjnego”.

²⁹ Art. 21 ust. 2 uokik.

Bibliografia

- Komisja Europejska. (2004). Wytoczne w sprawie oceny horyzontalnego połączenia przedsiębiorstw na mocy rozporządzenia Rady w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw (2004/C 31/03). Bruksela: Komisja Europejska.
- Kropiwnicki, J. (red.). (2013). *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*. Warszawa: LexisNexis.
- Mroczkowski, R. (red.). (2014). *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*. LEX/el.
- Skoczny, T. i Aziewicz, D. (2014). W: T. Skoczny (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*. Warszawa: C.H. Beck.
- Stawicki, E. (2016). W: A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów, Komentarz*. Warszawa: WoltersKluwer.
- Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów. (2018). *Podsumowanie badania rynku funduszy inwestycyjnych ze szczególnym uwzględnieniem produktów dla klientów indywidualnych*. Warszawa: Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.
- Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów. (2015). Wyjaśnienia w sprawie kryteriów i procedury zgłaszania zamiaru koncentracji Prezesowi UOKiK. Warszawa: Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.
- Wajda, P. (2014). W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski i P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*. Warszawa: C.H. Beck.