

# Rachunki zbiorcze w Polsce – nowe rozwiązania dla zagranicznych inwestorów i banków powierniczych

W dniu 16 września 2011 r. uchwalona została zmiana ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz innych ustaw ("**Ustawa Zmieniająca**"). Ustawa Zmieniająca wprowadza do polskiego systemu prawnego rachunki zbiorcze (*omnibus accounts*) ("**Rachunki Zbiorcze**"), czyli rachunki ewidencyjne prowadzone w Polsce dla zagranicznych powierników bądź systemów depozytowych działających na rachunek ich klientów, uczestników bądź innych pośredników w ramach wielostopniowych systemów pośredniego przechowywania papierów wartościowych.

Na Rachunkach Zbiorczych będą więc rejestrowane wyłącznie zdematerializowane papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe<sup>1</sup> nie należące do posiadaczy Rachunków Zbiorczych. Takie aktywa będą prawnie wyodrębnione z masy majątkowej posiadaczy Rachunków Zbiorczych.

Ustawa Zmieniająca wchodzi w życie 1 stycznia 2012 r.

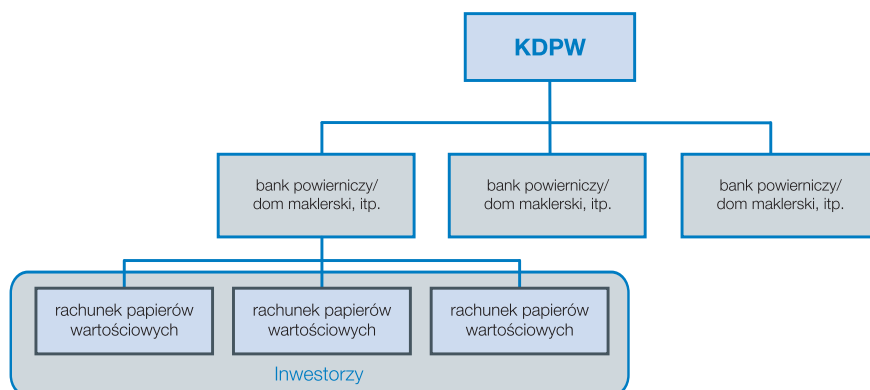
## Zagadnienia

- Obecny stan prawny
- Stan prawny od 1 stycznia 2012 r.
- Egzekucja z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym
- Zabezpieczenia na papierach wartościowych zapisanych na Rachunkach Zbiorczych

<sup>1</sup> Odniesienia do "papierów wartościowych" w niniejszym opracowaniu obejmują również inne instrumenty finansowe, które mogą być zapisywane na rachunkach w ramach systemu depozytowo-rozliczeniowego. "Rachunek papierów wartościowych" należy więc rozumieć jako rachunek, na którym mogą być zapisywane zdematerializowane papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe.

## Obecny stan prawny

Obecnie system depozytowo-rozliczeniowy w Polsce charakteryzuje dwupoziomowa struktura ewidencji zdematerializowanych papierów wartościowych: (i) pierwszy poziom to rejestracja papierów wartościowych na kontach depozytowych w centralnym depozycie (obecnie prowadzonych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. ("**KDPW**")); (ii) drugi poziom to rejestracja papierów wartościowych na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez uczestników KDPW (przede wszystkim krajowe domy maklerskie, krajowe banki powiernicze, krajowe banki prowadzące działalność maklerską oraz krajowe oddziały zagranicznych firm inwestycyjnych) bądź przez sam KDPW. Przedstawia to, w sposób uproszczony, poniższy schemat:



W tym systemie, prawa z papierów wartościowych powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych. Właścicielem papierów jest zaś osoba, na której rachunku są one zapisane. Jako że rachunki papierów wartościowych prowadzone są w Polsce, zawsze można ustalić kto, na gruncie prawa polskiego, jest właścicielem danych papierów wartościowych (uprawnionym z ich tytułu) bez potrzeby "wychodzenia" poza terytorium Polski (analizowania zapisów dokonanych poza granicami kraju w ramach systemu pośredniego rejestrowania papierów wartościowych). Osoba taka jest uprawniona do wykonywania praw z papierów (np. do głosowania na walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej, otrzymania dywidendy, płatności odsetkowych itp.). Jest ona również zobowiązana do wykonania określonych obowiązków wynikających z faktu posiadania papierów wartościowych (np. obowiązku ujawnienia osiągnięcia bądź przekroczenia danego progu głosów w spółce publicznej bądź obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji takiej spółki).

Oznacza to również, że prawo polskie "nie rozpoznaje" ewentualnego rozszczępienia własności nominalnej (*nominal ownership*), która może przysługiwać pośrednikowi (np. zagranicznemu bankowi powierniczemu) i własności ekonomicznej (*beneficial ownership*), która będzie przysługiwać inwestorowi – zagranicznemu klientowi tegoż pośrednika (bądź klientowi dalszego pośrednika w ewentualnym wielopoziomym łańcuchu pośredników). Obecnie na gruncie prawa polskiego właścicielem papierów wartościowych zawsze będzie w takiej sytuacji posiadacz rachunku papierów wartościowych. Może to być dla niego niedogodne, np. w sytuacji, gdy będzie on musiał w wypełnianiu obowiązków informacyjnych dotyczących akcji spółek publicznych uwzględnić nie tylko swoje "własne" papiery wartościowe, ale również papiery wartościowe posiadane przez niego na rzecz właścicieli ekonomicznych. Z kolei z punktu widzenia ewentualnych zagranicznych klientów posiadacza polskiego rachunku taka sytuacja wiąże się ryzykiem związanym z ewentualną upadłością posiadacza rachunku – na gruncie prawa polskiego w przypadku jego upadłości wszystkie papiery wartościowe zapisane na jego rachunkach w Polsce weszłyby do jego masy upadłości i nie będą tworzyły odrębnej masy majątkowej. Oznacza to, że ich ewentualne wydobycie z masy upadłościowej pośrednika i przekazanie rzeczywistym inwestorom mogłoby być utrudnione <sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Będzie to jednak w znacznym stopniu zależeć od prawa właściwego dla postępowania upadłościowego dotyczącego posiadacza rachunku, które może toczyć się poza granicami Polski i którego wynik może być uznany przez sądy w Polsce.

W związku z powyższym, jedynym "bezpiecznym" rozwiązaniem dostępnym obecnie dla zagranicznych inwestorów, dotyczącym przechowywania polskich papierów wartościowych jest otwarcie przez nich własnego rachunku papierów wartościowych w Polsce. Jest to stosunkowo często stosowane rozwiązanie na polskim rynku kapitałowym – zagraniczny inwestor udziela zagranicznemu bankowi powierniczemu pełnomocnictwa i ten zagraniczny bank otwiera w Polsce rachunek papierów wartościowych w imieniu inwestora jako jego pełnomocnik a nie w swoim własnym imieniu. Właścicielem rachunku i zapisanych na nim papierów jest więc zagraniczny inwestor, a nie jego zagraniczny bank powierniczy.

## Stan prawny od 1 stycznia 2012 r.

### Rachunki Zbiorcze

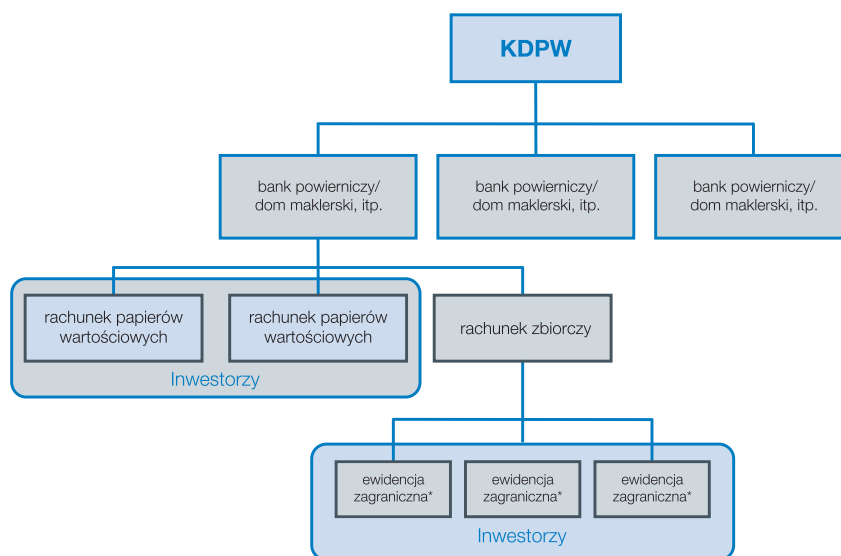
Ustawa Zmieniająca, wprowadzając Rachunki Zbiorcze do polskiego systemu prawa, stanowi fundamentalną zmianę w powyżej opisanym zakresie. W przypadku Rachunku Zbiorczego kto inny będzie bowiem posiadaczem Rachunku Zbiorczego, a kto inny właścicielem zapisanego na nim papieru wartościowego. Co więcej, na jednym Rachunku Zbiorczym będą mogły być zapisywane papiery wartościowe należące do większej liczby inwestorów.

Oznacza to, że podmiot zagraniczny posiadający poza granicami Polski rachunek w zagranicznej powierniczej instytucji finansowej będzie mógł przeprowadzać operacje na polskich papierach wartościowych bez otwierania własnego rachunku papierów wartościowych w Polsce. Wystarczający do tego będzie Rachunek Zbiorczy otwarty w Polsce dla zagranicznej instytucji finansowej. Analogiczne rozwiązanie funkcjonuje już w wielu krajach Unii Europejskiej (m.in. Niemczech i Francji) oraz w innych krajach (m.in. w Szwajcarii oraz w USA).

### Definicja Rachunku Zbiorczego

Te same podmioty, które są uprawnione do prowadzenia "zwykłych" rachunków

papierów wartościowych (przede wszystkim: krajowe domy maklerskie, banki powiernicze, banki prowadzące działalność maklerską oraz oddziały zagranicznych firm inwestycyjnych, a także KDPW) będą również uprawnione do prowadzenia Rachunków Zbiorczych. Rachunki Zbiorcze Ustawa Zmieniająca definiuje jako rachunki, na których będą mogły być zapisane papiery wartościowe nie należące do osoby, dla której Rachunek Zbiorczy jest prowadzony, ale należące do innej osoby lub osób będących właścicielami papierów wartościowych na Rachunku Zbiorczym. Zmiana wynikająca z wprowadzenia w Polsce Rachunków Zbiorczych została przedstawiona na poniższym uproszczonym schemacie<sup>3</sup>.



\* Ewidencja prowadzona przez Posiadacza Rachunku Zbiorczego, poza polskim systemem dewizowo-rozliczeniowym (poza granicami Polski)

<sup>3</sup> Podobne zasady będą mieć zastosowanie do systemu rejestracji prowadzonego przez Narodowy Bank Polski ("System NBP") dla papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. System NBP nie jest jednak przedmiotem niniejszego opracowania.

Ustawa Zmieniająca wprowadza istotne wyłączenie w zakresie rodzaju instrumentów zapisanych na Rachunku Zbiorczym stanowiąc, że na Rachunku Zbiorczym nie mogą być zapisane instrumenty pochodne niebędące papierami wartościowymi<sup>4</sup>.

## Rachunki Zbiorcze tylko dla podmiotów zagranicznych

Rachunki Zbiorcze będą mogły być prowadzone tylko i wyłącznie dla określonej kategorii podmiotów zagranicznych, które mają siedzibę na terytorium kraju Unii Europejskiej albo na terytorium kraju równoważnego w rozumieniu Ustawy o przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy oraz terroryzmowi, tj. w państwie, w którym stosowane są przepisy dotyczące przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, zgodne z prawem Unii Europejskiej. Nie będą one natomiast mogły być prowadzone dla podmiotów z siedzibą w Polsce, ani dla podmiotów z innych krajów<sup>5</sup>.

Do podmiotów zagranicznych, dla których mogą być prowadzone Rachunki Zbiorcze należą: zagraniczne instytucje wykonujące zadania w zakresie centralnej rejestracji papierów wartościowych (np. podmioty "międzynarodowe", takie jak Clearstream czy Euroclear oraz "lokalne" odpowiedniki KDPW w krajach Unii Europejskiej i równoważnych), zagraniczne firmy inwestycyjne nie prowadzące działalności na terytorium Polski, firmy inwestycyjne prowadzące

działalność maklerską na terytorium Polski bez otwierania oddziału ("transgranicznie") oraz banki zagraniczne. Wszystkie wymienione powyżej podmioty muszą być uprawnione do prowadzenia działalności w zakresie rejestrowania instrumentów finansowych w państwie ich siedziby.

## Prawa z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym

Podmiot, dla którego prowadzony jest Rachunek Zbiorczy nie jest uważany za uprawnionego z zapisanych na takim rachunku papierów wartościowych. Dla ustalenia, które osoby są uprawnione, co do zasady, nie stosuje się przepisów prawa polskiego. Dodatkowo, ogłoszenie upadłości w Polsce posiadacza Rachunku Zbiorczego nie będzie wpływać na prawa osób uprawnionych do papierów wartościowych zapisanych na tym Rachunku Zbiorczym.

Za osobę uprawnioną z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym uważa się, na gruncie prawa polskiego (tj. w Polsce), osobę wskazaną podmiotowi prowadzącemu Rachunek Zbiorczy przez posiadacza tego rachunku.

Świadczenie wynikające z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym (np. dywidendy, odsetki) podmiot prowadzący taki rachunek przekazuje posiadaczowi Rachunku Zbiorczego, a osobom uprawnionym

(rzeczywistym właścicielom papierów wartościowych) nie przysługuje wobec podmiotu prowadzącego Rachunek Zbiorczy roszczenie o wydanie tych świadczeń.

Oznacza to, że zasady rozliczeń tych świadczeń powinny zostać uregulowane w umowie pomiędzy posiadaczem Rachunku Zbiorczego, a jego klientami (którzy mogą być rzeczywistymi właścicielami papierów albo pośrednikami oddzielającymi posiadacza Rachunku Zbiorczego od rzeczywistych właścicieli).

- Obecnie prawo polskie nie daje możliwości otwierania Rachunków Zbiorczych (*omnibus accounts*).
- Sytuacja w tym zakresie zmieni się 1 stycznia 2012 r., kiedy wejdą w życie zmiany wprowadzające Rachunki Zbiorcze do polskiego systemu prawa.
- Na Rachunkach Zbiorczych będą zapisywane papiery wartościowe nie należące do posiadaczy takich rachunków. Papiery zapisane na Rachunku Zbiorczym nie będą uwzględniane w obliczaniu np. osiągnięcia określonego progu głosów w spółkach publicznych przez posiadacza Rachunku Zbiorczego. Papiery takie będą również wydzielone z jego masy upadłościowej.

<sup>4</sup> Oznacza to, że instrumenty pochodne mające charakter papierów wartościowych mogą być zapisane na Rachunku Zbiorczym.

<sup>5</sup> Dotyczy to posiadaczy Rachunków Zbiorczych, a nie inwestorów, do których należeć będą zapisane na Rachunku Zbiorczym papiery wartościowe. Co do inwestorów korzystających z pośrednictwa posiadaczy Rachunków Zbiorczych, Ustawa Zmieniająca nie zawiera szczególnych ograniczeń.

Wykonywanie praw z papierów wartościowych zapisanych na Rachunkach Zbiorczych odbywać się będzie na podstawie stosownych dokumentów wystawianych przez posiadaczy Rachunków Zbiorczych osobom uprawnionym z papierów tam zapisanych bądź przedstawicielom osób uprawnionych (np. pośrednikom). Przykładowo, klienci zagranicznego banku powierniczego będą mogli głosować na walnym zgromadzeniu polskiej spółki publicznej z akcji zapisanych na Rachunku Zbiorczym na podstawie dokumentu wystawionego im przez ten ich bank powierniczy. Zagraniczny bank powierniczy będzie mógł sporządzić taki dokument po polsku lub angielsku.

## Obowiązki informacyjne posiadaczy Rachunków Zbiorczych

Na żądanie Komisji Nadzoru Finansowego albo Generalnego Inspektora Informacji Finansowej posiadacz Rachunku Zbiorczego jest obowiązany do niezwłocznego przekazania danych umożliwiających identyfikację osób uprawnionych z papierów wartościowych (oraz liczby i rodzaju papierów posiadanych przez poszczególnych uprawnionych) zapisanych na tym rachunku. W przypadku, gdy posiadacz Rachunku Zbiorczego nie jest w posiadaniu takich informacji, zobowiązany będzie do przekazania informacji na temat znanych sobie pośredników, będących jego klientami, na rachunek których rejestrowane są papiery wartościowe zapisane na Rachunku Zbiorczym.

Jednocześnie, podmiot prowadzący Rachunek Zbiorczy może żądać przekazania danych osób uprawnionych z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym w zakresie niezbędnym do prawidłowego wykonania przez podmiot prowadzący Rachunek Zbiorczy obowiązków związanych ze zobowiązaniami podatkowymi.

## Egzekucja z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym

Ustawa Zmieniająca wprowadza również regulacje w zakresie prowadzenia egzekucji z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym.

Zarówno w przepisach dotyczących egzekucji w postępowaniu cywilnym (egzekucji komorniczej), jak i egzekucji administracyjnej przyjęto zasadę, że egzekucja z papierów wartościowych nie może być prowadzona na poziomie Rachunku Zbiorczego, co jest uzasadnione tym, że Rachunek Zbiorczy ma służyć rejestrowaniu papierów wartościowych należących do wielu, nieznanych podmiotowi prowadzącemu taki rachunek osób.

Wyłączenie możliwości prowadzenia egzekucji na poziomie Rachunku Zbiorczego jest logiczną konsekwencją konstrukcji tego rachunku. Przyjęcie takiego rozwiązania pozwala bowiem na uniknięcie zajęcia papierów wartościowych znajdujących się na Rachunku Zbiorczym należących do innych osób niż do dłużnika.

- Rachunki Zbiorcze będą mogły być prowadzone przez podmioty uprawnione do prowadzenia "zwykłych" rachunków papierów wartościowych w Polsce. Będą one mogły być prowadzone wyłącznie dla zagranicznych podmiotów uprawnionych do rejestrowania papierów wartościowych w swoich krajach. Podmioty te muszą mieć siedzibę na terytorium Unii Europejskiej lub w kraju stosującym standardy dotyczące przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy równoważne standardom obowiązującym w Unii Europejskiej.
- Posiadacz Rachunku Zbiorczego będzie wystawiał swoim klientom zaświadczenia, na podstawie których wykonywane będą prawa z papierów zapisanych na tym rachunku. Posiadacz Rachunku Zbiorczego będzie miał obowiązki informacyjne wobec polskich regulatorów dotyczące zapisanych na Rachunku Zbiorczym papierów wartościowych i ich posiadaczy.

## Zabezpieczenia na papierach wartościowych zapisanych na Rachunkach Zbiorczych

Przepisy Ustawy Zmieniającej nie są niestety całkowicie jasne w odniesieniu do ustanawiania zabezpieczeń na papierach wartościowych zapisanych na Rachunkach Zbiorczych. Wydaje się, że intencją ustawodawcy było wyłączenie możliwości ustanawiania zabezpieczeń na takich papierach na poziomie Rachunku Zbiorczego.

Naszym zdaniem nie budzi większych wątpliwości możliwość ustanawiania zabezpieczeń na poziomie ewidencji prowadzonej przez posiadaczy Rachunków Zbiorczych poza granicami Polski bądź ewentualnie w ewidencji prowadzonej poza granicami Polski przez dalszych pośredników. W takim wypadku, prawem właściwym dla takich zabezpieczeń będzie prawo obce. Nie wydaje się więc konieczne odnotowywanie zabezpieczenia na poziomie Rachunku Zbiorczego (choć takiego odnotowania nie należy z góry wykluczać). Z drugiej strony, Ustawa Zmieniająca wprowadza również pewne zmiany w Ustawie o niektórych zabezpieczeniach finansowych. Wynika z nich, że zabezpieczenia finansowe (np. zastaw finansowy) na papierach wartościowych zapisanych na Rachunkach Zbiorczych należy

odnotować na takich rachunkach, a prawo polskie będzie właściwe do takich zabezpieczeń. Taki zapis zdaje się sugerować, że bezpieczniejszym rozwiązaniem jest uzyskanie zabezpieczenia finansowego nie tylko na poziomie ewidencji prowadzonej przez zagranicznego pośrednika (które to zabezpieczenie będzie podlegać prawu obcemu) ale również na poziomie Rachunku Zbiorczego w Polsce.

Powyższe wątpliwości nie powinny negatywnie wpływać na jakość zabezpieczeń ustanawianych na papierach zapisanych na Rachunku Zbiorczym pod warunkiem, że zabezpieczenia takie zostaną odpowiednio ustrukturyzowane.

## Zakończenie

W naszej ocenie Ustawa Zmieniająca, mimo pewnych mankamentów, stanowi pozytywną modyfikację regulacji polskiego rynku kapitałowego. Realizuje ona zamierzenia polskiego ustawodawcy, zgodnie z którymi Ustawa Zmieniająca ma na celu otworzyć w jeszcze większym stopniu polski rynek instrumentów finansowych na zagranicznych inwestorów. Ze względu na zmniejszenie kosztów związanych z inwestowaniem oraz znaczne uproszczenie systemowe inwestowanie w polskie instrumenty finansowe powinno stać się dla nich bardziej atrakcyjne. Należy jednak zaznaczyć, że regulacja Rachunków Zbiorczych przyjmie pełny kształt dopiero z chwilą wejścia w życie aktów

wykonawczych koniecznych do pełnej implementacji Ustawy Zmieniającej co nastąpi w ciągu kilku miesięcy po wejściu w życie Ustawy Zmieniającej.

- Egzekucja z papierów wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym nie będzie mogła być prowadzona na poziomie Rachunku Zbiorczego.
- Istnieją pewne wątpliwości dotyczące zasad ustanawiania zabezpieczeń na papierach wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym. Wątpliwości te nie wpływają jednakże w naszej ocenie na możliwość ustanowienia ważnego i skutecznego zabezpieczenia na papierach wartościowych zapisanych na Rachunku Zbiorczym.

## Clifford Chance kontakt

W celu omówienia wszelkich zagadnień zawartych w tej publikacji, prosimy o kontakt z jednym z naszych ekspertów rynku poniżej:



**Grzegorz Namiotkiewicz**

Partner

**T:** +48 22 627 11 77

**E:** [grzegorz.namiotkiewicz@cliffordchance.com](mailto:grzegorz.namiotkiewicz@cliffordchance.com)



**Andrzej Stosio**

Counsel

**T:** +48 22 627 11 77

**E:** [andrzej.stosio@cliffordchance.com](mailto:andrzej.stosio@cliffordchance.com)

