UKNF | URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

Aktualizacja

Spis treści

1. Oferowanie instrumentów finansowych, jako usługa świadczona na rzecz emitenta, wystawcy lub oferującego – konsekwencje odnośnie zakresu usługi 4

2. Czynności faktyczne wchodzące w zakres definicji oferowania instrumentów finansowych 5

2.1. Informacje wstępne 5

2.2. Prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów (art. 72 pkt 1 Ustawy) 6

2.2.1. Elementy formy opisanej w art. 72 pkt 1 Ustawy – informacje ogólne 6

2.2.1.1. Krąg adresatów informacji 6

2.2.1.2. Zakres prezentowanych informacji 6

2.2.1.3. Źródło pozyskanych informacji 7

2.2.1.4. Sposób prezentacji informacji 7

2.2.2. Istotne zagadnienia w ramach formy wynikającej z art. 72 pkt 1 Ustawy 7

2.2.2.1. Relacja art. 22 Rozporządzenia 2017/1129 oraz art. 53 Ustawy o ofercie publicznej do art. 72 pkt 1 Ustawy 7

2.2.2.2. Informacje o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiące wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów 8

2.2.2.3. Działania nieobjęte kwalifikacją na gruncie art. 72 pkt 1 Ustawy pomimo możliwości spełniania warunków wskazanych w tym punkcie 9

2.3. Pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji (art. 72 pkt 2 Ustawy) 11

2.3.1. Przyjmowanie zapisów na objęcie papierów wartościowych nowej emisji 11

2.3.2. Usługa oferowania instrumentów finansowych a przyjmowanie i przekazywanie zleceń w przypadku działania na rzecz oferującego 12

2.4. Prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych (art. 72 pkt 3 Ustawy) 14

2.4.1. Relacja art. 22 Rozporządzenia 2017/1129 oraz art. 53 Ustawy o ofercie publicznej do art. 72 pkt 3 Ustawy 15

2.4.2. Prezentowanie informacji przy użyciu Internetu w sposób publiczny albo indywidualny 15

2.4.3. Crowdfunding inwestycyjny 16

2.5. Odniesienie się do stanów faktycznych przekazanych przez uczestników rynku 17
Stan faktyczny nr 1..... 17
A. Prospekt 19
B. KID 20
Stan faktyczny nr 2..... 21
Stan faktyczny nr 3..... 22
Stan faktyczny nr 4..... 22
Stan faktyczny nr 5..... 24
Stan faktyczny nr 6..... 24
Stan faktyczny nr 7..... 25
Stan faktyczny nr 8..... 26
Stan faktyczny nr 9..... 27
Stan faktyczny nr 10..... 27

Stanowisko UKNF dotyczące definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi
(dokument stanowi aktualizację publikacji z 29 marca 2019 r.)

Mając na uwadze interes rynku kapitałowego, którego istotnym elementem jest zapewnienie, aby podmioty będące jego uczestnikami funkcjonowały w środowisku pewności prawnej, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: UKNF) postanowił wydać stanowisko dotyczące usługi oferowania instrumentów finansowych, o której mowa w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. *o obrocie instrumentami finansowymi* (zwana dalej „Ustawą")[1]. Ideą przyświecającą jego sporządzeniu było zapewnienie jego użyteczności zarówno dla firm inwestycyjnych oraz banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, tj. podmiotów nadzorowanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, jak i innych podmiotów, co do działalności których istnieje niepewność w zakresie zgodności ich działania z przepisami prawa (tzw. platform *crowdfunding-owych*). Wszystkie z powyższych rodzajów podmiotów potrzebują klarownych wytycznych pozwalających na zrozumienie, jakie działania możliwe są do podjęcia w ramach swobody działalności gospodarczej, jakie zaś wchodzą w zakres działalności wymagającej uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej.

Brzmienie definicji usługi oferowania instrumentów finansowych uległo diametralnej zmianie wraz z nowelizacją Ustawy, która weszła w życie w dniu 21 kwietnia 2018 r.[2] Kolejna zmiana redakcji przepisu nastąpiła 30 listopada 2019 r. w związku z wejściem w życie ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (zwana dalej „Nowelą")[3]. Zgodnie z obecnym jej brzmieniem, przez oferowanie instrumentów finansowych rozumie się podejmowanie, na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego instrument finansowy, czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych, przez:
1) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub
2) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt 1, lub
3) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu:
   a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub
   b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.

[1] Dz. U. z 2021 r., poz. 328, z późn. zm.
[2] ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2018 r., poz. 685)
[3] Dz. U. z 2019 r., poz. 2217

1. Oferowanie instrumentów finansowych, jako usługa świadczona na rzecz emitenta, wystawcy lub oferującego – konsekwencje odnośnie zakresu usługi

Specyficzną cechą usługi oferowania instrumentów finansowych jest fakt, że jej istotnym elementem definicyjnym jest krąg podmiotów, na rzecz których usługa ta jest świadczona. W zakresie definicji niektórych podmiotów, na rzecz których przedmiotowa usługa jest wykonywana (emitenta oraz oferującego), w art. 3 pkt 11 i 13b, Ustawa odsyła do przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. *w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE* (zwane dalej: „Rozporządzeniem 2017/1129)[4].

Zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129, emitentem jest podmiot prawny, który emituje lub zamierza emitować papiery wartościowe, oferującym zaś – podmiot prawny lub osoba fizyczna, która publicznie oferuje papiery wartościowe (właściciel papierów wartościowych, który sprzedaje te papiery w ofercie publicznej). Oferującym nie jest natomiast firma inwestycyjna, która prowadzi ofertę publiczną na zlecenie oferującego, tj. świadczy usługę omawianą w niniejszym stanowisku pośrednicząc w ofercie publicznej.

Dodatkowo, Ustawa definiuje wystawiającego, jako podmiot wystawiający we własnym imieniu instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi i jest uprawniony lub zobowiązany z tych instrumentów finansowych.

W art. 19 Ustawy, Ustawodawca przewidział:

1) obligatoryjne pośrednictwo firm inwestycyjnych w dokonaniu oferty publicznej, subskrypcji lub sprzedaży na podstawie takiej oferty, z wyjątkiem oferty publicznej, o której mowa art. 1 ust. 3 i ust. 4 lit. a, b, e oraz h-j Rozporządzenia 2017/1129 oraz oferty publicznej bankowych papierów wartościowych, o których mowa w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe (art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy);
2) możliwość proponowania, jeżeli propozycja jest skierowana co najmniej do 150 osób lub do nieoznaczonego adresata, instrumentów pochodnych inkorporujących uprawnienie do nabycia papierów wartościowych określonych w art. 3 pkt 1 lit. a Ustawy, pod warunkiem, że:
   a) jest ono dokonywane na rynku regulowanym, w ASO lub na OTF oraz
   b) papiery wartościowe, do których odnoszą się przedmiotowe instrumenty pochodne, są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ASO lub OTF (art. 19 ust. 1 pkt 3 i 4 Ustawy).

Przepisy art. 19 ust. 1 pkt 3 i 4 Ustawy należy rozumieć w taki sposób, że w sytuacji gdy propozycja nabycia instrumentów pochodnych inkorporujących uprawnienie do nabycia papierów wartościowych określonych w art. 3 pkt 1 lit. a Ustawy byłaby kierowana co najmniej

[4] Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, str. 12

do 150 osób lub do nieoznaczonego adresata – obowiązuje zakaz proponowania w sposób, który nie spełnia warunków wskazanych w pkt 2) lit. a) i b) powyżej.

2. Czynności faktyczne wchodzące w zakres definicji oferowania instrumentów finansowych

2.1. Informacje wstępne

Każda z form omawianej działalności, opisana w punktach ustępu pierwszego art. 72 Ustawy, powinna być odczytywana z uwzględnieniem wstępnej części przepisu: „przez oferowanie instrumentów finansowych rozumie się podejmowanie na rzecz (…) czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych". Zacytowany fragment przepisu wyraża cel działania podmiotu podejmującego się świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz emitenta, wystawiającego lub oferującego (w dalszej części pisma używany jest termin „emitenta" dla łącznego określenia wszystkich trzech podmiotów).

Ustawodawca, czyniąc z usługi oferowania instrumentów finansowych jedną z podstawowych usług maklerskich, tj. takich, których wykonywanie jest zastrzeżone dla podmiotów posiadających zezwolenie na jej wykonywanie oraz podlegających nadzorowi, wprowadził do procesu oferowania tzw. zaufaną stronę trzecią. Jest to rozwiązanie systemowe, oparte na ustawowym powierzeniu pośrednictwa w ofercie podmiotowi profesjonalnemu. Udział tejże zaufanej strony trzeciej (firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy), w zależności od określonych cech oferty, jest obligatoryjny – na podstawie art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy, lub fakultatywny. Zaznaczyć należy, że dokonywana w tym miejscu wykładnia przepisów nie jest możliwa wyłącznie na podstawie literalnego brzmienia art. 72 Ustawy, ale jest wykładnią systemową, uwzględniającą ideę reglamentacji określonych usług w ramach obrotu instrumentami finansowymi, a w odniesieniu do zakresu uwzględnionych aktów prawnych, obejmującą zarówno przepisy Ustawy, jak i przepisy ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (zwana dalej „Ustawą o ofercie publicznej")[5]. Należy zauważyć, że niezależnie od faktu, że w ramach usługi oferowania instrumentów finansowych, klientem firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, jest emitent, podmiot ten powinien działać nie tylko w najlepiej pojętym interesie klienta, ale jednocześnie z zachowaniem zasad uczciwego obrotu. Co więcej, wraz ze zmianą Ustawy, która weszła w życie 21 kwietnia 2018 r., w przypadku przyjmowania przez podmiot świadczący omawianą usługę zapisów na nabycie instrumentów finansowych, staje się on jednocześnie usługodawcą inwestora, w ramach działalności przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, zdefiniowanej w art.

[5] Dz. U. z 2020 r., poz. 2080, z późn. zm., zwana dalej „Ustawą o ofercie publicznej"

74b Ustawy. Takie regulacyjne ujęcie wzmocniło charakter podmiotu pośredniczącego w ofercie publicznej jako zaufanej strony trzeciej.

Ustawa przewiduje trzy zasadnicze formy działania, które wchodzą w zakres usługi oferowania instrumentów finansowych, opisane w art. 72 Ustawy, w ramach odrębnych jednostek redakcyjnych. Poniżej opisane zostały czynności, które kwalifikują się lub też nie kwalifikują się jako czynności wchodzące w zakres usługi oferowania instrumentów finansowych. Uwzględniono również funkcjonowanie przedmiotowej usługi w „towarzystwie" innych usług maklerskich oraz instytucji prawnych mających na celu ochronę inwestorów, do stosowania których zobowiązane są firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, a których funkcjonowanie należy wyróżnić na tle wykonywania czynności mających usługowy charakter.

W pierwszej kolejności należy zaznaczyć, że jako świadczenie usługi oferowania instrumentów finansowych uznaje się podejmowanie czynności wchodzących w zakres któregokolwiek z punktów wyróżnionych w ramach art. 72 Ustawy. Nie jest zatem konieczne wykonywanie przedmiotowej działalności we wszystkich wskazanych tam formach.

2.2. Prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów (art. 72 pkt 1 Ustawy)

2.2.1. Elementy formy opisanej w art. 72 pkt 1 Ustawy – informacje ogólne

2.2.1.1. Krąg adresatów informacji

Forma działalności opisana w art. 72 pkt 1 Ustawy, podobnie jak forma opisana w pkt 3 tego przepisu, odnosi się do aspektów informacyjnych. Jest to forma najszerzej określająca ramy omawianej działalności, z punktu widzenia kanałów dotarcia do inwestora oraz rodzaju podejmowanej z nim komunikacji. O ile bowiem, na gruncie pkt 3 występuje zawężenie do prezentowania „indywidualnie oznaczonym adresatom", w ramach punktu 1 brak jest takiego ograniczenia. W związku z powyższym, czynności podejmowane w obszarze przedmiotowej formy oferowania instrumentów finansowych, mogą być skierowane zarówno do indywidualnie oznaczonych adresatów, jak i do nieoznaczonego adresata.

2.2.1.2. Zakres prezentowanych informacji

W odróżnieniu od kwestii adresatów podejmowanych czynności, których krąg został pośrednio określony bardzo szeroko, omawiana forma zawiera element zawężający (w porównaniu z formą opisaną w pkt 3), odnosi się bowiem do informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia

decyzji o nabyciu tych instrumentów. W związku z powyższym, prezentowanie informacji, które nie zawierają łącznie informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów, nie zostanie zakwalifikowane jako działalność oferowania instrumentów finansowych na podstawie art. 72 pkt 1 Ustawy, choć nie wyklucza to takiej kwalifikacji na gruncie art. 72 pkt 3 Ustawy.

2.2.1.3. Źródło pozyskanych informacji

Użyte przez Ustawę sformułowanie „udostępnianych przez emitenta" – odnoszące się do informacji – oznacza, że informacje te powinny pochodzić od emitenta, nie jest natomiast konieczne, aby podmiot świadczący usługę oferowania otrzymał je bezpośrednio od emitenta.

2.2.1.4. Sposób prezentacji informacji

Omawiana forma działalności ujmuje możliwie szeroko sposób „dotarcia" do adresata (potencjalnego inwestora). Użyte w tym celu kanały oraz sposób działania mogą mieć zatem taką postać, że - z punktu widzenia odbiorcy informacji - w jednym przypadku mogą być odczytane zarówno jako adresowane wyłącznie do niego, podczas gdy w innym przypadku będzie dla niego oczywiste, że jest on jednym z wielu adresatów, czy też ich liczba nie jest w żaden sposób ograniczona.

2.2.2. Istotne zagadnienia w ramach formy wynikającej z art. 72 pkt 1 Ustawy

2.2.2.1. Relacja art. 22 Rozporządzenia 2017/1129 oraz art. 53 Ustawy o ofercie publicznej do art. 72 pkt 1 Ustawy

Na wstępie należy zaznaczyć, że relacja art. 53 Ustawy o ofercie publicznej z art. 72 Ustawy, o której mowa w nagłówku jednostki redakcyjnej, rozważana jest w obszarze instrumentów finansowych, w którym zakres obu ww. przepisów pokrywa się – tj. papierów wartościowych.

W art. 2 lit. k Rozporządzenia 2017/1129 zdefiniowane zostało pojęcie reklamy. Reklama oznacza komunikat o obu następujących cechach: (i) odnoszący się do konkretnej oferty publicznej papierów wartościowych lub do dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym; (ii) mający na celu promowanie w sposób szczególny potencjalnej subskrypcji lub potencjalnego nabycia papierów wartościowych. Szczegółowe wymogi dotyczące reklam zawarte zostały w art. 22 Rozporządzenia 2017/1129. Przepis ten ma zastosowanie do każdej oferty publicznej, również tej zwolnionej z obowiązku prospektowego. Przy czym, do reklamy oferty publicznej nieobjętej obowiązkiem prospektowym, odnosi się jedynie wymóg mówiący, że w przypadku gdy emitent lub oferujący ujawniają istotne informacje, kierując je do jednego

lub większej liczby inwestorów kwalifikowanych w formie ustnej lub pisemnej, informacje takie muszą zostać ujawnione wszystkim pozostałym inwestorom, do których skierowana jest oferta.

Zgodnie z przepisem art. 53 ust. 1 Ustawy o ofercie publicznej, reklama oferty publicznej skierowanej do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani, może być rozpowszechniana jedynie do mniej niż 150 osób na terytorium jednego państwa członkowskiego oraz nie może być udostępniana nieoznaczonemu adresatowi. Ustawa o ofercie publicznej reguluje ponadto kwestię reklamy przy ofertach objętych, w miejsce obowiązku prospektowego, obowiązkiem udostępnienia memorandum informacyjnego lub innego dokumentu wymaganego przepisami tejże ustawy lub ww. rozporządzenia.

Przepisy o reklamie nie wyróżniają kategorii informacji stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych, tak jak ma to miejsce na gruncie art. 72 pkt 1 Ustawy. Zakres informacji, jakie mogą być ujęte w materiałach reklamowych odnoszących się do papierów wartościowych, może podlegać ograniczeniom. Treści reklamowe powinny być zgodne odpowiednio z prospektem, memorandum informacyjnym lub innym wymaganym dokumentem. Jednakże, w przypadku, gdy emitent prowadzi kampanię reklamową za pośrednictwem innego podmiotu, dodatkowe ograniczenie – z punktu widzenia tego podmiotu – wynika z art. 72 Ustawy. W związku z tym przepisem, informacje udostępniane przez podmiot trzeci nie mogą zawierać informacji stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych objętych ofertą, chyba że podmiot ten posiada status firmy inwestycyjnej lub inne ustawowe upoważnienie (art. 70 ust. 2 Ustawy w zakresie instrumentów niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego).

2.2.2.2. Informacje o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiące wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów

Abstrakcyjne zdefiniowanie zakresu informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów, jest zadaniem trudnym, z uwagi na fakt, że informacje te należy oceniać w zbiorze, nie sposób bowiem zakwalifikować jako takiej, informacji pojedynczej.

Należy zauważyć, że zawarta w Ustawie przesłanka w brzmieniu „stanowiące wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów" jest przesłanką, która w swoim literalnym brzmieniu ma bardzo subiektywny charakter. Nie jest to jednakże odosobniony przypadek na gruncie przepisów prawa i wykładnia tego rodzaju przesłanki powinna odbyć się w drodze jej obiektywizacji. W konsekwencji, nie jest rozstrzygające, co w konkretnym przypadku spowodowało, że dany inwestor podjął decyzję o nabyciu określonych instrumentów finansowych. Może przecież wystąpić sytuacja, w której dany inwestor, nie posiadając żadnych informacji, które z racjonalnego punku widzenia stanowiłyby podstawę do

chociażby rozważenia danej inwestycji, zdecyduje się nabyć konkretny instrument kierując się osobistą motywacją, zupełnie nieoczywistą dla otoczenia. W związku z powyższym, należy przyjąć, że omawiana przesłanka musi mieć obiektywne znaczenie. Tym bardziej, że przesłanka ta jest zawarta w ramach formy świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, która obejmuje prezentowanie informacji do nieoznaczonego adresata. Ponadto zaś z tego względu, że choć omawiana przesłanka wydaje się być w swej istocie związana z osobą inwestora, należy pamiętać, że osadzona jest w przepisie odnoszącym się do działalności pośrednika (podmiotu oferującego), który udostępnia informacje w określonej intencji. Celem jego działania jest bowiem doprowadzenie do nabycia instrumentów finansowych przez inne podmioty. Zatem, przez pryzmat potencjału udostępnianych informacji, to działanie podmiotu dokonującego oferty publicznej podlega ocenie. Potencjał ten można ocenić jedynie poprzez analizę udostępnianych przez oferującego informacji w ich odbiorze po stronie inwestorskiej. Wskazane wyżej założenia zostały przyjęte na potrzeby przedstawionej poniżej analizy rozważanego przepisu.

Rozważając jaką informację – z kategorii wszystkich informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia – można uznać za dostateczną dla dokonania kwalifikacji, czy dana informacja jest wystarczająca dla podjęcia decyzji inwestycyjnej, należy stwierdzić, że co do zasady wystarczające jest przekazanie łącznie informacji wskazujących na:

- rodzaj instrumentu finansowego, którego dotyczy oferta;
- cenę instrumentu finansowego: w sposób bezpośredni poprzez podanie jej wysokości, przedziałów cenowych, wartości minimalnych lub maksymalnych lub informacji pozwalających na jej ustalenie, a także w sposób pośredni poprzez podanie informacji pozwalających potencjalnemu inwestorowi na jej szacowanie;
- osobę emitenta poprzez podanie nazwy lub scharakteryzowanie emitenta w sposób pozwalający na ustalenie branży, w której działa.

Należy jednak podkreślić, że w konkretnych stanach faktycznych, dostateczne dla uznania, że podane informacje są wystarczające dla podjęcia decyzji inwestycyjnej, może okazać się podanie mniejszego zakresu informacji niż wskazany powyżej. Może to nastąpić w szczególności w przypadku, w którym w przestrzeni publicznej znajdują się informacje, które wraz z prezentowanymi przez oferującego informacjami stworzą zbiór informacji wystarczający dla podjęcia decyzji inwestycyjnej. Przykładowo należy zwrócić uwagę, że w przypadku spółek publicznych, których akcje posiadają powszechnie znaną bieżącą cenę rynkową, kwalifikacji na gruncie omawianego przepisu może podlegać przykładowo upublicznienie informacji o zamiarze zbycia akcji tejże spółki, bez wskazania ceny.

2.2.2.3. Działania nieobjęte kwalifikacją na gruncie art. 72 pkt 1 Ustawy pomimo możliwości spełniania warunków wskazanych w tym punkcie

Jak wskazano we wstępnej części stanowiska, przesłanki zawarte w art. 72 Ustawy, należy zawsze odczytywać łącznie z treścią zawartą w początkowej części przepisu. Oferowanie

instrumentów finansowych jest usługą świadczoną na rzecz emitenta (wystawcy lub oferującego). Należy więc podkreślić, że jest to działalność wymagająca zlecenia dokonanego przez emitenta, przy czym odpłatność nie jest elementem koniecznym dla uznania, że dany podmiot działa na rzecz emitenta.

Nie będzie podlegała kwalifikacji na gruncie art. 72 Ustawy działalność polegająca na upowszechnianiu informacji lub działalność edukacyjna, która nie jest podejmowana w oparciu o zlecenie przez emitenta wykonywania czynności mających prowadzić do nabycia emitowanych przez niego instrumentów finansowych lub też jest podejmowana w ramach odrębnego ustawowego upoważnienia. Przykładowo, tego rodzaju działalnością jest upowszechnianie przez spółkę prowadzącą rynek regulowany[6] informacji o instrumentach finansowych[7]. UKNF rekomenduje ostrożnościowe podejście do upubliczniania – w ramach działalności edukacyjnej – informacji mogących spełniać przesłanki z art. 72 pkt 1 Ustawy. W szczególności poprzez wyraźne informowanie o edukacyjnym charakterze informacji, braku intencji promowania oferty, jak również o fakcie niedziałania na rzecz emitenta.

W tym miejscu zasadne jest ponadto wyjaśnienie dodatkowej kwestii, która może zrodzić wątpliwości, w związku z zakresem oraz rodzajem informacji zamieszczanych na publicznej platformie[8]. Odnosi się to do działalności analitycznej mającej za przedmiot instrumenty finansowe.

W art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy wymieniona została działalność opisana jako sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Jest to tzw. względna działalność maklerska. Oznacza to, że jej wykonywanie wymaga zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej jedynie w przypadku, gdy podmiot posiada już status firmy inwestycyjnej, w związku z prowadzeniem którejkolwiek z działalności wymienionych w art. 69 ust. 2 Ustawy. Może być ona jednak wykonywana w ramach swobody działalności gospodarczej przez inne podmioty. Przy czym należy pamiętać, że jej prowadzenie podlega specyficznym regulacjom prawnym, choć nieprzewidującym ograniczenia w postaci konieczności uzyskania zezwolenia, o którym mowa w art. 69 ust. 1 Ustawy. Mianowicie, są to przepisy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku (tzw. rozporządzenie MAR) oraz aktów delegowanych oraz wykonawczych do powyższego rozporządzenia przyjętych przez Komisję Europejską.

W przypadku gdy przedmiotem działalności danego podmiotu jest sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych (dalej zwana „działalnością w zakresie analiz"), naturalnym jej elementem jest ich udostępnienie zainteresowanym osobom, w tym udostępnienie odpłatne. Sposób udostępnienia, z technicznego punktu widzenia, może wyglądać bardzo podobnie jak w przypadku działalności platform

[6] w rozumieniu art. 14 Ustawy
[7] do czego spółka ta została ustawowo uprawniona na mocy art. 21 ust. 2 i 2a Ustawy
[8] platformie lub serwisie internetowym lub w innym publicznie dostępnym środku przekazu

crowdfundingowych. W przypadku gdy określony materiał analityczny dotyczyłby instrumentów finansowych nowej emisji, może powstać podobne – jak w przypadku platform *crowdfundingowych* – pytanie o relację do działalności z art. 72 Ustawy. Należy jednakże zwrócić uwagę na inny cel i charakter tego rodzaju działalności. Po pierwsze, w odróżnieniu od usługi oferowania instrumentów finansowych świadczonej na rzecz emitenta, działalność w zakresie analiz nie jest wykonywana na zlecenie emitenta. Nie wyklucza to oczywiście, żeby emitent był zleceniodawcą takiej usługi, jednak nie jest to elementem konstrukcyjnym jej definicji. Występuje również podstawowa różnica w zakresie celu obu ww. czynności. O ile bowiem usługa oferowania instrumentów finansowych, która może obejmować prezentowanie potencjalnym inwestorom materiałów analitycznych dotyczących oferowanego instrumentu finansowego, zmierza do zachęcenia do nabycia tychże instrumentów, o tyle działalność w zakresie analiz może mieć na celu zarówno zachęcenie do nabycia, jak i do powstrzymania się przed nabyciem określonego instrumentu finansowego, jak i zachęcenie do jego zbycia. Konkludując, działalność w zakresie analiz nie jest prowadzona w interesie emitenta. Jako taka, nie podlega kwalifikacji na gruncie art. 72 Ustawy.

2.3. Pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji (art. 72 pkt 2 Ustawy)

W odróżnieniu od dwóch pozostałych form oferowania instrumentów finansowych, których celem jest skłonienie potencjalnego inwestora do podjęcia decyzji inwestycyjnej o nabyciu danych instrumentów finansowych, pośrednictwo w zbywaniu instrumentów finansowych jest formą usługi, która służyć ma realizacji decyzji inwestycyjnej przez inwestora. Do czynności tych należy zaliczyć przyjęcie zapisu na objęcie instrumentów finansowych, przyjęcie środków pieniężnych tytułem opłacenia zapisu oraz wszelkie czynności następcze z tym związane. Szczegółowe zasady dotyczące oferowania instrumentów finansowych uregulowane w Rozdziale 3 Oddziale 6 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. *w sprawie trybu i warunków postępowania firmy inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych* (Dz. U. z 2018 r., poz. 1112, dalej zwane: Rozporządzeniem MF 1112) odnoszą się do omawianej w niniejszym punkcie formy świadczenia przedmiotowej usługi, podobnie jak regulacje szczególne, odnoszące się do publicznej oferty akcji nowej emisji, zawarte w art. 5a Ustawy o ofercie.

2.3.1. Przyjmowanie zapisów na objęcie papierów wartościowych nowej emisji

W związku z treścią definicji przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, zawartą w art. 74b Ustawy, może powstać wątpliwość odnośnie relacji powyższej usługi względem usługi oferowania instrumentów finansowych. Zgodnie z wyżej powołanym przepisem, przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych przez:

1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument, w celu ich wykonania lub
2) kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

W związku z brzmieniem art. 74b ust. 1 Ustawy, przyjęcie zapisu wymaga zawarcia przez firmę inwestycyjną z inwestorem umowy o świadczenie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Wobec powyższego, firma inwestycyjna chcąca świadczyć na rzecz emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych w formie, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy, musi posiadać – poza zezwoleniem, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy – również zezwolenie, o którym mowa w art. 69 ust. 1 w związku z art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy.

Z punktu widzenia regulacji publicznoprawnych nie jest odosobnioną sytuacja, w której świadczenie danej usługi maklerskiej w określonej formie, wymaga jednoczesnego posiadania zezwolenia na innego rodzaju działalność maklerską. Sytuacja taka ma miejsce w przypadku świadczenia usługi wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w formie, o której mowa w art. 73 ust. 2 Ustawy, co wymaga posiadania zezwolenia zarówno na działalność wskazaną w art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy, jak i na działalność wskazaną w art. 69 ust. 2 pkt 3 Ustawy.

Z punktu widzenia relacji umownych łączących klienta (inwestora lub emitenta) z firmą inwestycyjną lub bankiem, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, wskazane wyżej usługi nie nakładają się. Należy bowiem wskazać, że w przypadku świadczenia usługi oferowania na rzecz emitenta w analizowanej formie, usługa przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jest świadczona jedynie na rzecz inwestora, ponieważ definicja zawarta w art. 74b ust. 1 Ustawy obejmuje jedynie przekazanie zlecenia do emitenta. Wykonanie tej ostatniej czynności, z punktu widzenia relacji podmiotu oferującego (firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy) z emitentem jest w całości objęte usługą oferowania instrumentów finansowych.

2.3.2. Usługa oferowania instrumentów finansowych a przyjmowanie i przekazywanie zleceń w przypadku działania na rzecz oferującego

W związku ze zmianami regulacyjnymi wynikającymi z wejścia w życie Rozporządzenia 2017/1129 oraz Noweli, te same czynności faktyczne mogą jednocześnie odpowiadać czynnościom maklerskim polegającym na:
1) przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy);
2) wykonywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy);

3) oferowaniu instrumentów finansowych (art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy).

Pojawia się zatem pytanie, którą z wymienionych powyżej usług świadczy firma inwestycyjna na rzecz właściciela papierów wartościowych, który chce zaoferować innym inwestorom kupno posiadanych przez niego papierów wartościowych.

Zgodnie z art. 74b pkt 2 Ustawy, usługa przyjmowania lub przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może polegać na kojarzeniu dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami.

W przypadku działania na rzecz oferującego, który jest właścicielem papierów wartościowych mającym zamiar ich zbycia, tożsame czynności faktyczne mogą odpowiadać jednocześnie dwóm rodzajom działalności maklerskiej – wskazanym w art. 69 ust. 2 pkt 1 oraz pkt 6 Ustawy. Sytuacja taka będzie miała miejsce, gdy firma inwestycyjna otrzyma od potencjalnego zbywcy (właściciela) papierów wartościowych zlecenie znalezienia potencjalnego nabywcy i w tym celu firma inwestycyjna zwróci się do więcej niż jednego potencjalnego inwestora.

Jeżeli firma inwestycyjna nie pośredniczy w zbyciu papieru wartościowego, ale przedstawi potencjalnym inwestorom warunki transakcji lub poinformuje o możliwości nabycia określonych papierów wartościowych od określonego podmiotu, to takie czynności mogą zostać zakwalifikowane zarówno na gruncie art. 74b pkt 2 Ustawy, jak i na gruncie art. 72 pkt 1 lub pkt 3 Ustawy (w zależności od zakresu przedstawionych informacji).

W opisanym powyżej przypadku nie ma podstaw do wymagania zezwoleń na dwie czynności maklerskie. Mamy tu bowiem do czynienia z sytuacją odmienną w stosunku do tej opisanej w pkt 2.3.1., gdzie połączenie dwóch różnych czynności maklerskich związane jest z działaniem na rzecz dwóch stron transakcji – inwestora z jednej oraz emitenta z drugiej strony.

W związku z brzmieniem art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy, czynności firmy inwestycyjnej na rzecz emitenta lub oferującego, który chce zaoferować innym inwestorom kupno papierów wartościowych, w przypadkach ofert publicznych, dla których zgodnie z art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy obowiązkowe jest pośrednictwo firmy inwestycyjnej, mogą być wykonywane wyłącznie w ramach usługi oferowania instrumentów finansowych.

W przypadkach, w których oferty publiczne papierów wartościowych są wyłączone z obowiązku pośrednictwa firm inwestycyjnych (art. 1 ust. 3 i ust. 4 lit. a, b, e oraz h-j Rozporządzenia 2017/1129 oraz oferta publiczna bankowych papierów wartościowych, o których mowa w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe), firma inwestycyjna działająca na rzecz oferującego (właściciela papierów wartościowych), w zależności od zakresu czynności, które zamierza wykonywać, może zdecydować, czy działania podejmowane na rzecz zbywcy będą wykonywane w ramach usługi oferowania papierów wartościowych, czy przyjmowania i przekazywania zleceń. Wynika to z faktu, że definicje obu usług zawarte w przepisach Ustawy mają częściowo pokrywające się zakresy, a jednocześnie brak jest innych

przepisów prawa, na podstawie których można by postawić jednoznaczną granicę pomiędzy tymi usługami, biorąc pod uwagę np. cel transakcji.

Jednocześnie, należy wskazać, że jeśli firma inwestycyjna, działając na rzecz klienta wystawia zlecenie brokerskie, o którym mowa w § 2 pkt 18 Rozporządzenia 1112 wówczas działa w ramach działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy.

2.4. Prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub oferującego informacji w celu promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych (art. 72 pkt 3 Ustawy)

W odróżnieniu od formy świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych wskazanej w art. 72 pkt 1 Ustawy, omawiana forma nie odnosi się do zakresu informacji, które stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych. Istotny jest tutaj cel, którym jest promowanie lub zachęcanie do nabycia instrumentów finansowych. Ujęcie czynności jest możliwie szerokie, gdyż obejmuje działania, które zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio mają prowadzić do realizacji wskazanego wyżej celu. Przesłanką, która ogranicza kwalifikację na gruncie art. 72 pkt 3 Ustawy, jest prezentowanie informacji indywidualnie oznaczonym adresatom.

Celem omawianego przepisu Ustawy jest przede wszystkim eliminacja negatywnych zjawisk w obrocie instrumentami finansowymi, polegających na nakłanianiu potencjalnych inwestorów do nabycia instrumentów finansowych w sposób w praktyce niepodlegający żadnej weryfikacji. Przykładowo, poprzez odbywanie spotkań z potencjalnymi inwestorami, zapraszaniem ich na darmowe szkolenia, których faktycznym celem jest promowanie nabycia określonych instrumentów finansowych, czy też kontaktowanie się z nimi w tym celu drogą telefoniczną lub za pośrednictwem poczty elektronicznej. Podmioty profesjonalne, tj. firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, zobowiązane są stosować regulacje dotyczące ochrony inwestorów, w tym przepisy o zarządzaniu produktowym, których celem jest zapobieganie zjawisku tzw. *missellingu*. W przypadku tego rodzaju podmiotów, wskazane wyżej stany faktyczne, podlegałyby powyższym regulacjom. Ochrony tej brakowałoby, gdyby działalność, której przykłady wyżej wskazano, była wykonywana przez podmioty nieposiadające statusu firmy inwestycyjnej lub banku, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy. Wszystkie z wymienionych wyżej form promocji należy uznać za oferowanie instrumentów finansowych w sposób, o którym mowa w art. 72 pkt 3 Ustawy.

2.4.1. Relacja art. 22 Rozporządzenia 2017/1129 oraz art. 53 Ustawy o ofercie publicznej do art. 72 pkt 3 Ustawy

Przesłanka „indywidualnie oznaczonego adresata", ujęta w art. 72 pkt 3 Ustawy, nie wykazuje bezpośredniego związku z ograniczeniem do 150 osób, które ma znaczenie dla kwalifikacji na gruncie przepisów o ofercie publicznej. Powyższy obszar objęty jest regulacją art. 72 pkt 3 Ustawy w przypadku zaangażowania przez emitenta podmiotu trzeciego. Należy bowiem zauważyć, że zadbanie o dotarcie informacji promocyjnych do mniej niż 150 osób zawsze wymagało będzie indywidualnego wskazania adresatów przekazu. W konsekwencji, prowadzenie reklamy oferty publicznej na rzecz emitenta, z zachowaniem ograniczenia liczby odbiorców przekazu poniżej 150 osób, stanowi działalność oferowania instrumentów finansowych w formie określonej w art. 72 pkt 3 Ustawy.

Niezależnie jednak od powyższego, w kontekście brzmienia art. 72 pkt 3 Ustawy, należy podkreślić, że każde skierowanie reklamy do indywidualnie oznaczonego adresata, będzie podlegało kwalifikacji jako usługa oferowania instrumentów finansowych. Kwalifikacja ta nie jest uzależniona od liczby odbiorców do których kierowany jest reklama. Usługą oferowania będzie zatem prowadzenie reklamy oferty publicznej na rzecz emitenta, z zachowaniem ograniczenia liczby odbiorców przekazu poniżej 150 osób, jak i powyżej 150 indywidualnie oznaczonych adresatów.

2.4.2. Prezentowanie informacji przy użyciu Internetu w sposób publiczny albo indywidualny

Spośród sposobów kontaktowania się z potencjalnymi inwestorami szczególną uwagę należy poświęcić tym, które następują z wykorzystaniem Internetu. Internet jest miejscem publicznym[9], zatem umieszczenie informacji promocyjnych, o których mowa w analizowanym przepisie na ogólnodostępnej stronie internetowej, nie podlega kwalifikacji na gruncie art. 72 pkt 3 (nie stanowi prezentowania informacji indywidualnie oznaczonym adresatom). Inaczej postrzegana będzie spersonalizowana korespondencja mailowa zawierająca materiały promocyjne, zachęcające bezpośrednio lub pośrednio do nabycia instrumentów finansowych. Przy czym, personalizacja korespondencji elektronicznej nie wymaga użycia zwrotów osobowych skierowanych do adresata e-maila. Personalizacja ta następuje już na etapie kierowania (nawet szablonowej) korespondencji elektronicznej na konkretny adres e-mail danej osoby.

Walor publicznego dostępu może zostać przypisany wszystkim tym mediom społecznościowym, do których dostęp nie jest ograniczony poprzez konieczność spełnienia specyficznych wymogów powodujących, że tylko wybrane osoby mają możliwość korzystania z nich. Przy czym należy sprecyzować, że obwarowanie dostępu do pełnej treści informacyjnej, poprzez wymóg w postaci utworzenia profilu użytkownika, nie należy poczytywać za

[9] por. Postanowienie Sądu Najwyższego z dnia 17 kwietnia 2018 r. w sprawie IV KK 296/17

ograniczenie, które usuwa walor publicznego dostępu. Jako miejsce publiczne nie powinny być postrzegane przykładowo: narzędzie typu Extranet służące do komunikowania się przez korporację zawodową z członkami tej korporacji posiadającymi określone uprawnienia zawodowe, czy grupa utworzona na komunikatorze, do której przynależność można uzyskać jedynie na zaproszenie członka grupy.

Dodatkowo podkreślić należy, że celem przepisu art. 72 pkt 3 Ustawy jest zapobieganie sytuacji, w której podmioty nieposiadające odpowiednich zezwoleń, a co za tym idzie odpowiednich obowiązków prawnych chroniących inwestorów, prowadzą wobec zindywidualizowanych osób aktywne działania, od których to działań *de facto* zależny jest sukces danej emisji. Przepisy rynku kapitałowego nie ograniczają inwestorów w poszukiwaniu korzystnych możliwości inwestycyjnych. Jednak inicjatywa „dotarcia" do danego emitenta w celach inwestycyjnych powinna leżeć po stronie inwestora, chyba że w charakterze promotora występuje podmiot profesjonalny, tj. firma inwestycyjna lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy (w odpowiednim zakresie instrumentów finansowych).

Powyższego celu nie niweczy sytuacja, w której dany podmiot (np. prowadzący tzw. platformę *crowdfundingową*) kieruje spersonalizowaną korespondencję do osób, wobec których promuje jedynie samą platformę, o ile sama korespondencja mailowa nie zawiera żadnych odniesień do warunków konkretnej oferty instrumentów finansowych, poza informacją o pojawieniu się na platformie nowej spółki. W praktyce oznacza to, że korespondencja mailowa nie powinna zawierać również linków do strony emitenta zawierającej informacje o prowadzonej ofercie nabycia instrumentów finansowych.

2.4.3. Crowdfunding inwestycyjny

W dniu 9 listopada 2020 r. weszło w życie Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. *w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937*[10]. Przepisy ww. rozporządzenia są stosowane od dnia 10 listopada 2021 r.

Rozporządzenie 2020/1503 reguluje świadczenie usług finansowania społecznościowego rozumianego jako kojarzenie inwestorów zainteresowanych finansowaniem przedsięwzięć gospodarczych z właścicielami projektów z wykorzystaniem platformy finansowania społecznościowego, poprzez ułatwianie udzielania pożyczek albo pośrednictwo w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych (art. 2 ust. 1 lit a Rozporządzenia 2020/1503).

Powyższe regulacje, w odniesieniu do zbywalnych papierów wartościowych, stwarzają alternatywny reżim dla świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych,

[10] Dz. Urz. UE L 347 z 20.10.2020, str. 1, dalej zwane Rozporządzeniem 2020/1503

w przypadku gdy wartość ofert danego emitenta w okresie 12 miesięcy nie przekracza progu łącznej wartości, powyżej którego należy publikować prospekt[11]. W takiej sytuacji, emitent będzie mógł skorzystać z usług firmy inwestycyjnej lub dostawcy usług finansowania społecznościowego.

2.5. Odniesienie się do stanów faktycznych przekazanych przez uczestników rynku

Stan faktyczny nr 1

Czy jest możliwość uczestnictwa w konsorcjum w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń w ofercie pierwotnej podmiotu nieposiadającego zezwolenia na oferowanie. W jaki sposób i w jakim zakresie taki podmiot może informować klienta o danej emisji, aby przekazane informacje nie stanowiły wystarczającej podstawy do podjęcia przez Klienta decyzji o nabyciu instrumentów finansowych? Jak prezentować informacje o cenie, terminach subskrypcji oraz dokumenty związane z emisją np. prospekt czy KID, aby nie pośredniczyć w zbywaniu w wyniku prezentowania informacji?

W obecnym stanie prawnym w dalszym ciągu istnieje możliwość uczestnictwa w konsorcjum oferującym podmiotu, który realizuje czynności przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, nieposiadającego zezwolenia na oferowanie instrumentów finansowych. Jednakże, zakres działania takiego podmiotu będzie węższy w porównaniu do analogicznej działalności w poprzednim stanie prawnym, w związku m.in. z rozszerzeniem definicji oferowania instrumentów finansowych. Co najprawdopodobniej spowoduje mniejszą popularność tego modelu w praktyce.

Należy wskazać, że wykonanie w obrębie danej usługi przez firmę inwestycyjną lub bank, o którym mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, określonych czynności, które realizuje ona na podstawie przepisów zobowiązujących do ich przeprowadzenia w związku z tą usługą - nie może być kwalifikowane jako świadczenie innego typu usługi. Przykładowo, realizowanie wobec klienta **przepisów o zarządzaniu produktowym[12]** w związku ze świadczeniem na jego rzecz usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, nie powinno być odczytywane jako wykonywanie innego rodzaju usługi maklerskiej. Należy jednakże podkreślić, że sposób realizacji czynności w ramach zarządzania produktowego, lub też stosowanie przepisów regulujących obowiązki informacyjne wobec klienta, powinno odbywać się w odpowiedni sposób, dostosowany do rodzaju świadczonej usługi. Niedozwolone jest natomiast bezpodstawne świadczenie dodatkowych usług na rzecz

[11] zgodnie z art. 49 Rozporządzenia 2020/1503 w przypadku gdy w danym państwie członkowskim próg łącznej wartości, powyżej którego należy publikować prospekt, jest niższy niż równowartość 5 000 000 EURO, Rozporządzenie 2020/1503 może być stosowane do wysokości tego niższego progu w okresie 24 miesięcy liczonych od 10 listopada 2021 r., po tym okresie zastosowanie znajdzie próg równowartości 5 000 000 EURO zgodnie z art. 1 ust. 2 lit. c Rozporządzenia 2020/1503

[12] art. 83b ust. 8 - ust. 17 Ustawy, § 30 - § 49 Rozporządzenia MF 1112

klienta, z powołaniem się na realizowanie wobec klienta przepisów o charakterze ochronnym. System prawny rozróżnia bowiem czynności faktyczne zmierzające do realizacji na rzecz klienta określonej usługi (czynności o charakterze komercyjnym), od realizacji norm wynikających z przepisów prawa skierowanych do określonej grupy podmiotów trudniących się świadczeniem danego rodzaju usług.

Przykład:
Firma Inwestycyjna (podmiot uczestniczący w konsorcjum w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń i posiadający zezwolenie w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń ale nieposiadający zezwolenia w zakresie oferowania) informuje swoich Klientów (różnymi kanałami: podczas bezpośredniej obsługi, elektronicznie poprzez email lub telefon) o trwającej subskrypcji i przekazuje informacje takie jak: nazwa papieru, termin subskrypcji, cena. Informacje te umieszcza również na swojej stronie internetowej wraz z dokumentami związanymi z emisją np. Prospekt, KID. Konsekwentnie w swoim systemie transakcyjnym, w formularzu zapisu, umieszcza wszystkie niezbędne informacje do przyjęcia zapisu (nazwa instrumentu, cena, terminy, minimalna i maksymalna wielkość zapisu) oraz linki do KID i prospektu emisyjnego (i innych dokumentów emisyjnych).
Czy w tym przypadku Firma Inwestycyjna świadczy, bez licencji, usługę oferowania? Jeśli tak, to w jakim zakresie taka Firma Inwestycyjna może przekazywać informacje o trwającej subskrypcji? Zwracamy się do Komisji z prośbą o wykreślenie z opisanego przykładu tych form i sposobów przekazywania informacji oraz zakresów informacji, które naraziłyby Firmę Inwestycyjną na świadczenie usługi oferowania bez posiadania odpowiedniej licencji.

Odnosząc się do powyższego stanu faktycznego, UKNF wskazuje, że wyrażenie poniższej opinii zostało poprzedzone analizą przepisów:

1) w kwestii prospektu emisyjnego:
- motyw 73 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. *uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy,* do których odsyła wskazany przepis Ustawy (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 1, z późn. zm., zwane dalej „Rozporządzeniem 2017/565”),
- art. 48 ust. 3 Rozporządzenia 2017/565

2) w kwestii dokumentu zawierającego kluczowe informacje (KID), o którym mowa w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (Rozporządzenie PRIIP):
- art. 6 ust. 2, art. 9, art. 14 ust. 2 lit. c oraz ust. 5 Rozporządzenia PRIIP.

A. Prospekt

W odniesieniu do prospektu, na podstawie art. 48 ust. 3 Rozporządzenia 2017/565, na firmie inwestycyjnej, która przekazuje klientowi detalicznemu lub potencjalnemu klientowi detalicznemu informacje na temat instrumentu finansowego, który jest przedmiotem bieżącej oferty publicznej, i w związku z tą ofertą opublikowano prospekt, ciąży obowiązek przekazania takiemu klientowi lub potencjalnemu klientowi informacji gdzie może on znaleźć taki prospekt. Motyw 73 ww. rozporządzenia stanowi natomiast, że faktu dostarczenia klientowi przez firmę inwestycyjną kopii prospektu sporządzonego i opublikowanego zgodnie z dyrektywą 2003/71/WE (obecnie zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129) nie należy traktować jako dostarczenia klientowi przez firmę inwestycyjną informacji dla celów warunków działalności na mocy dyrektywy MiFID II[13] – które to warunki dotyczą jakości i treści takich informacji – jeżeli firma zgodnie z dyrektywą 2003/71/WE (a obecnie od 21 lipca 2019 r. zgodnie z Rozporządzeniem 2017/1129) nie ponosi odpowiedzialności za treść informacji podawanych w prospekcie.

W związku z powyższym, należy zauważyć, że w ramach obowiązków informacyjnych firmy inwestycyjnej, brak jest takiej normy, która nakazywałaby zamieszczenie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej, która świadczy usługi maklerskie w odniesieniu do określonych instrumentów finansowych będących przedmiotem oferty publicznej, prospektu dotyczącego tychże instrumentów finansowych. W konsekwencji, podjęcie przez firmę inwestycyjną tego rodzaju działań mogłoby być odczytywane jako wykonywanie czynności z art. 72 pkt 1 Ustawy, o ile jednakże firma ta podejmuje tego rodzaju działania na rzecz emitenta. Udział wskazanej wyżej firmy inwestycyjnej w konsorcjum podmiotów pośredniczących w ofercie, nawet w przypadku gdy firma ta nie jest stroną umowy z emitentem, a działa w oparciu o umowę z podmiotem pośredniczącym w ofercie i działającym na rzecz emitenta, uzasadnia traktowanie podjęcia wskazanych wyżej działań jako działań dokonywanych na rzecz emitenta. Podsumowując, firma inwestycyjna biorąca udział w konsorcjum oferującym, może upubliczniać na swojej stronie internetowej prospekt - jedynie w przypadku gdy posiada zezwolenie na świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych. Powyższe ograniczenia nie mają zastosowania tylko do sytuacji opisanej w art. 21 ust. 11 Rozporządzenia 2017/1129. Zgodnie z tym przepisem emitent, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub pośrednicy finansowi dokonujący plasowania lub sprzedaży papierów wartościowych nieodpłatnie dostarczają egzemplarz prospektu na trwałym nośniku każdemu potencjalnemu inwestorowi, na żądanie. W przypadku gdy potencjalny inwestor zwróci się z wyraźnym wnioskiem o egzemplarz papierowy, emitent, oferujący, osoba wnioskująca o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub pośrednicy finansowi dokonujący plasowania lub sprzedaży papierów wartościowych dostarczają papierową wersję prospektu. Zacytowany wyżej przepis odnosi się do pośrednika finansowego sprzedającego papier wartościowy. Tego rodzaju pośrednikiem

[13] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. *w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE*

jest firma inwestycyjna przyjmująca i przekazująca zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych, w stosunku do których prowadzona jest oferta publiczna.

Podsumowując, firma inwestycyjna biorąca udział w konsorcjum oferującym, która nie posiada zezwolenia na oferowanie instrumentów finansowych, posiada natomiast zezwolenie na przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, nie jest uprawniona do podejmowania działań na rzecz emitenta, ani w zakresie prezentowania informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, ani w zakresie pośredniczenia w zbywaniu instrumentów finansowych. Oznacza to m.in., że po przyjęciu zlecenia od swojego klienta, firma ta powinna przekazać je do firmy inwestycyjnej, która podpisała z emitentem umowę o świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych. Jednakże, na podstawie przepisu art. 21 ust. 11 Rozporządzenia 2017/1129, firma inwestycyjna biorąca udział w konsorcjum oferującym, która nie posiada zezwolenia na oferowanie instrumentów finansowych, może przekazać potencjalnemu inwestorowi na jego żądanie egzemplarz prospektu na trwałym nośniku.

B. KID

Zgodnie z art. 6 ust. 2 Rozporządzenia PRIIP, dokument zawierający kluczowe informacje musi być dokumentem odrębnym, wyraźnie oddzielonym od materiałów marketingowych. Zgodnie z art. 9 ww. rozporządzenia, materiały marketingowe muszą zawierać wzmiankę o dostępności dokumentu zawierającego kluczowe informacje oraz informację o sposobie i miejscu jego uzyskania, w tym o stronie internetowej twórcy PRIIP. Z kolei, w zakresie przepisów dotyczących możliwości przekazania KID za pośrednictwem strony internetowej należy zwrócić uwagę na następujące regulacje. Zgodnie z art. 14 ust. 2 lit. c oraz art. 14 ust. 5 Rozporządzenia PRIIP, osoba doradzająca w zakresie PRIIP lub go sprzedająca przekazuje inwestorom indywidualnym dokument zawierający kluczowe informacje za pośrednictwem strony internetowej, w przypadku gdy spełnione są poniższe warunki:

a) przekazanie dokumentu zawierającego kluczowe informacje za pośrednictwem strony internetowej jest właściwe w kontekście transakcji przeprowadzanej między osobą doradzającą w zakresie PRIIP lub go sprzedającą a inwestorem indywidualnym;
b) inwestorowi indywidualnemu zapewniono wybór między informacjami przedstawianymi w formie papierowej a informacjami za pośrednictwem strony internetowej, a inwestor wybrał, w sposób, który może zostać potwierdzony, informacje na stronie internetowej;
c) inwestor indywidualny został powiadomiony drogą elektroniczną lub w formie pisemnej o adresie strony internetowej oraz miejscu na tej stronie, gdzie można znaleźć dokument zawierający kluczowe informacje;
d) udostępniono dokument zawierający kluczowe informacje na stronie internetowej, w sposób umożliwiający jego pobranie i zapisanie na trwałym nośniku informacji, przez okres, w jakim inwestor indywidualny może mieć potrzebę się z nim zapoznać.

W odniesieniu do powyższego należy zauważyć, że przekazanie klientowi KID za pośrednictwem strony internetowej nie obywa się w sposób abstrakcyjny, musi natomiast przybrać formę skonkretyzowaną. Oznacza to, że tego rodzaju udostępnienie poprzedzone jest opisaną w powyższych czterech punktach procedurą, indywidualizująca formę przekazania KID. Jedynie bowiem zachowanie tej procedury pozwala na uznanie, że konkretnemu inwestorowi KID został przekazany (nie wystarczy sam fakt zamieszczenia KID na stronie internetowej). Przepis nie zawiera żadnych wytycznych co do tego czy KID powinien być umieszczony na stronie internetowej w sposób umożliwiający ogólny dostęp, czy jedynie dostęp indywidualny, np. poprzez zalogowanie się przy użyciu hasła. Inwestor powinien jednak otrzymać informację o miejscu na stronie, gdzie można znaleźć KID. Wyraźną wytyczną stanowią jednak przepisy nakazujące oddzielenie KID od materiałów marketingowych. W związku z tym, miejsce na stronie internetowej przeznaczone do udostępniania KID nie powinno być tym samym miejscem, w którym umieszczany jest materiał marketingowy.

W przypadku gdy firma inwestycyjna publikuje na swojej stronie internetowej KID, w ramach wykonania obowiązków wynikających z Rozporządzenia PRIIP, w związku z którąkolwiek z usług maklerskich, które mogą prowadzić do nabycia instrumentu finansowego podlegającego regulacjom ww. rozporządzenia przez klienta, działanie takie nie będzie podlegało kwalifikacji jako czynność z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy. Należy jednakże podkreślić, że KID nie może być wykorzystywany jako materiał marketingowy. Informację tą może przekazać jedynie w ramach realizacji normy zawartej w art. 14 ust. 5 lit. c Rozporządzenia PRIIP.

Stan faktyczny nr 2

W kontekście interpretacji pośredniczenia w zbywaniu w wyniku prezentowania informacji – czy podmioty przygotowujące kampanie reklamowe również podchodzą pod reżim definicji oferowania? Czy każde działanie marketingowe związane z subskrypcją jest oferowaniem? Jaka jest granica pomiędzy działaniami marketingowymi, które są dopuszczalne do działania bez posiadania licencji na oferowanie, a działaniami, które wymagają posiadania licencji?

Zasadniczo odpowiedź na pytanie zawarta jest w pkt 2.2.2.1. oraz pkt 2.4.1. Stanowiska. Wejście w życie Ustawy zmieniającej spowodowało praktyczną eliminację usług reklamowych przez podmioty nieuprawnione do prowadzenia działalności, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy, w przypadku ofert skierowanych do mniej niż 150 osób. Wszelkie tego rodzaju czynności podlegają kwalifikacji na podstawie art. 72 pkt 3 Ustawy. Ponadto, należy zauważyć, że marketing bezpośredni, skierowany do indywidualnego adresata, nawet w przypadku gdy dotyczy oferty publicznej skierowanej do więcej niż 149 osób, podlega kwalifikacji na podstawie art. 72 pkt 3 Ustawy, niezależnie od zakresu udostępnianych informacji.

Należy jednak podkreślić, że kwalifikacji na gruncie art. 72 pkt 1 lub 3 Ustawy podlegają działania polegające na prezentowaniu informacji. Powyższe nie dotyczy opracowania i przygotowywania materiałów czy kampanii reklamowej.

Stan faktyczny nr 3

Czy stanowi usługę oferowania instrumentów finansowych prezentowanie na stronie internetowej informacji odnośnie bieżącej/historycznej wyceny instrumentów finansowych (już wyemitowanych) w aspekcie stanowiska UKNF z dnia 29.03.2018 i przyjęcia, że informacje te mogą stanowić informacje o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów.

Ustosunkowując się do przedmiotowego pytania, UKNF wskazuje, że brak jest na nie jednoznacznie twierdzącej lub przeczącej odpowiedzi. W pierwszej kolejności istotne jest to czy działanie podmiotu trzeciego wobec emitenta można uznać za podejmowane na jego rzecz. Jest to bowiem, jak już powyżej wskazano, jedna z przesłanek usługi, o której mowa w art. 72 Ustawy. Nie można jednak wykluczyć prezentowania tego rodzaju informacji przez podmiot, który na rzecz emitenta nie działa, np. w ramach działalności edukacyjnej, bądź też sporządzania analiz lub rekomendacji ogólnych (działalność odpowiadająca wskazanej w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy) – tj. działalności omówionej w pkt 2.2.2.3. Należy jednak zauważyć, że w praktyce byłoby to możliwe w odniesieniu do instrumentów, odnośnie których możliwe jest pozyskanie odpowiednich danych z pominięciem emitenta (przykładowo, odnośnie akcji spółki, co do której pozyskano dane ze sprawozdania finansowego opublikowanego w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, bądź złożonego w Krajowym Rejestrze Sądowym). Inaczej będzie w przypadku certyfikatów inwestycyjnych, których wycena musiałaby się odbyć poprzez uzyskanie dostępu do informacji o aktywach danego funduszu, a zatem przy jego aktywnym udziale - co mogłoby sugerować zlecenie przez fundusz inwestycyjny działania, którego celem jest pozyskanie nabywców certyfikatów inwestycyjnych. Poza kwestią kwalifikacji na gruncie art. 72 Ustawy, należy podkreślić, że w przypadku upubliczniania informacji wskazanych w stanie faktycznym, a odnoszących się do papierów wartościowych, w odniesieniu do których prowadzona jest oferta skierowana do mniej niż 150 osób, istnieje ryzyko kwalifikacji na gruncie przepisu karnego Ustawy o ofercie publicznej - tj. art. 99 ust. 2 tejże ustawy. Przepis ten penalizuje reklamę takiej oferty, skierowaną do 150 lub więcej osób, lub do nieoznaczonego adresata.

Stan faktyczny nr 4

Czy AFI (agent firmy inwestycyjnej) może oferować instrumenty do inwestorów, którzy są w grupie docelowej oferującego ale nie są klientami domu maklerskiego / są potencjalnymi klientami domu maklerskiego (jako klienci banku)? W ramach tego oferowania AFI wysyłałby do tych inwestorów / nabywców informacje o ofercie.

Na potrzeby udzielenia odpowiedzi na pytanie przyjęto, że termin „oferujący" użyto w zapytaniu w odniesieniu do banku, który jest agentem firmy inwestycyjnej (tu: domu maklerskiego). Z opisu stanu faktycznego wynika, że bank (działając jako agent firmy inwestycyjnej) na rzecz domu maklerskiego zaproponować ma swoim klientom skorzystanie z usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych

domu maklerskiego, w związku z konkretną ofertą, w której to *de facto* dom maklerski pełni rolę podmiotu świadczącego na rzecz emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych. W pytaniu zawarto stwierdzenie, że „inwestorzy są w grupie docelowej oferującego" (w tym miejscu mowa jest o banku).

Zgodnie z art. 83b ust. 10 Ustawy, przez grupę docelową należy rozumieć grupę nabywców instrumentu finansowego, z których potrzebami, cechami lub celami instrument finansowy jest zgodny. Należy zatem wskazać, celem eliminacji tzw. skrótów myślowych, mogących wpływać na błędną interpretację stanu faktycznego, że dany inwestor może być w grupie docelowej danego instrumentu finansowego, nie zaś w grupie docelowej oferującego, czy też agenta firmy inwestycyjnej pełniącej rolę oferującego.

Zgodnie z art. 83b ust. 9 Ustawy, firma inwestycyjna, która w ramach prowadzonej działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 2 i 4 Ustawy, rekomenduje lub oferuje instrument finansowy albo w inny sposób umożliwia nabycie lub objęcie instrumentu finansowego przez grupę docelową, opracowuje, wdraża, stosuje oraz poddaje przeglądowi rozwiązania związane z procesem wykonywania tych czynności, zapewniające, że instrument finansowy oraz strategia dystrybucji będą odpowiednie dla grupy docelowej. Ponadto, z definicji grupy docelowej wynika, że zgodność instrumentu finansowego ma zostać zapewniona niezależnie od sposobu nabycia lub objęcia tego instrumentu, w szczególności niezależnie od jego nabycia lub objęcia w ramach prowadzenia działalności maklerskiej lub w związku z jej prowadzeniem, bezpośrednio lub za pośrednictwem innych podmiotów. Biorąc pod uwagę fakt, że zacytowane wyżej przepisy są skierowane do firmy inwestycyjnej oraz wskazują, że może ona umożliwiać nabycie z użyciem pośrednictwa innych podmiotów, wskazanie grupy docelowej spoczywa na firmie inwestycyjnej również w sytuacji gdy zbycie następuje za pośrednictwem agenta firmy inwestycyjnej. Jest to zasadne tym bardziej, że zgodnie z art. 83b ust. 16 Ustawy, to firma inwestycyjna, która rekomenduje lub oferuje instrument finansowy albo umożliwia w inny sposób nabycie lub objęcie instrumentu finansowego, uzyskuje od podmiotu emitującego lub wystawiającego instrument finansowy informacje o rozwiązaniach określonych w ust. 12 tegoż przepisu oraz inne informacje pozwalające na zrozumienie cech instrumentu finansowego oraz określonej grupy docelowej. Dodać należy, że przedmiotowe przepisy nie są skierowane wprost do agenta firmy inwestycyjnej. Natomiast, zgodnie z art. 83b ust. 2 Ustawy, firma inwestycyjna ma zapewnić zgodność działalności jej agentów z przepisami prawa regulującymi świadczenie usług maklerskich oraz adekwatne i skuteczne rozwiązania techniczne i organizacyjne w tym zakresie.

Podsumowując, w stanie faktycznym przedstawionym w pytaniu, grupa docelowa dla instrumentu finansowego powinna zostać wskazana przez dom maklerski. Bank, w ramach pełnienia roli agenta tego domu maklerskiego, powinien zweryfikować czy dany klient mieści się w grupie docelowej oferowanego przez dom maklerski instrumentu finansowego. Powinien to jednak zrobić na podstawie procedur opracowanych przez dom maklerski, którego jest agentem, oraz z udziałem domu maklerskiego w zakresie w tych procedurach określonym. Na marginesie należy dodać, że zgodnie z § 37 ust. 5 pkt 2 Rozporządzenia MF 1112, firma inwestycyjna w celu określenia grupy docelowej przeprowadza m.in. dokładaną

analizę cech swojej bazy potencjalnych i istniejących klientów. Jeżeli zatem dom maklerski zawarł z bankiem umowę agencyjną przewidującą pozyskiwanie klientów usług maklerskich tego domu wśród klientów banku, relacje kontraktowe pomiędzy domem maklerskim a bankiem powinny określać zasady współpracy pozwalające na dokonanie domowi maklerskiemu analizy cech bazy potencjalnych klientów.

Stan faktyczny nr 5

Dom Maklerski oferujący instrumenty finansowe chciałby wykonać telefony do inwestorów z grupy docelowej, do których została przesłana informacja o ofercie. Nie jest jednak w stanie obdzwonić wszystkich klientów z grupy docelowej. Czy dom maklerski powinien ustalić jakieś kryteria wyboru klienta?

Odpowiadając na przedmiotowe pytanie należy w pierwszej kolejności zastanowić się nad celem działania domu maklerskiego, które miałoby polegać na telefonowaniu do klientów z grupy docelowej, do których przesłano wcześniej informację o oferowanych przez dom maklerski instrumentach finansowych. Biorąc pod uwagę, że byłby to kolejny kontakt w tej samej sprawie (oferty konkretnych instrumentów finansowych), z pewnością byłby on związany co najmniej z celem promowania danych instrumentów finansowych. Jeżeli byłby to jedyny cel tego kontaktu, działanie to mieściło się będzie w ramach oferowania instrumentów finansowych. Należy jednak zauważyć, że może ono zostać przez klientów potraktowane jako kierowanie do nich rekomendacji nabycia tychże instrumentów finansowych, tym bardziej gdy otrzymają oni informację, że kontakt telefoniczny z nimi został nawiązany w związku ze spełnieniem przez nich określonych kryteriów (rekomendacja spersonalizowana udzielana w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego). Konkludując, nie jest zasadne dobierania kryteriów wyboru klienta, skoro wszyscy rozważani klienci mieszczą się w grupie docelowej. Co więcej, należy zwrócić uwagę na ryzyko świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego bez zezwolenia, związane z podejmowaniem bezpośredniego kontaktu z klientem na podstawie dodatkowych, wykraczających poza procedury wynikające z regulacji o zarządzaniu produktowym, kryteriów.

Stan faktyczny nr 6

Czy wydanie rekomendacji nabycia instrumentu finansowego niedopuszczonego do obrotu zorganizowanego może być rozumiane jako oferowanie tegoż instrumentu? Jak postępować w kwestii rekomendowania (kupna) niedopuszczonych do obrotu zorganizowanego instrumentów finansowych prowadząc działalność doradztwa inwestycyjnego na podstawie art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, aby nie naruszyć art. 72 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi ani art. 99 ustawy o ofercie publicznej?

Usługa oferowania instrumentów finansowych dotyczy zarówno oferty publicznej, jak i prywatnej.

Doradztwo inwestycyjne świadczone jest na rzecz klienta (potencjalnego inwestora). Jeżeli firma inwestycyjna sporządza rekomendację dotyczącą danego instrumentu finansowego, świadcząc tego rodzaju usługę, działa ona na rzecz klienta usługi doradztwa inwestycyjnego. Samo to działanie nie może zostać zakwalifikowane na gruncie art. 72 pkt 1 Ustawy jako usługa oferowania instrumentów finansowych. Żeby taka kwalifikacja miała miejsce, firma inwestycyjna musiałaby – udzielając rekomendację – działać na rzecz emitenta, w celu promowania lub zachęcania do nabycia instrumentów finansowych. Tego rodzaju działanie byłoby sprzeczne z najlepiej pojętym interesem klienta usługi doradztwa inwestycyjnego. Nie ma prawnego zakazu świadczenia przez określoną firmę inwestycyjną usługi oferowania instrumentów finansowych na rzecz danego emitenta i jednoczesnego wystawienia rekomendacji dotyczącej tychże instrumentów finansowych na rzecz innego klienta w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego. Powyższe jest jednak związane z występowaniem konfliktu interesów. Należy podkreślić, że oba ww. działania powinny być organizacyjne wyodrębnione, a pomiędzy ich podjęciem nie może występować związek. W szczególności, należy wziąć pod uwagę odpowiednie regulacje zawarte w art. 83b ust. 7 Ustawy oraz przepisy art. 38-42 Rozporządzenia 2017/565.

Odnosząc się do części pytania, która dotyczy art. 99 Ustawy o ofercie publicznej, wskazać należy na ust. 2 tego przepisu, zgodnie z którym, tej samej karze (o której mowa w ust. 1) podlega, kto na terytorium jednego państwa członkowskiego udostępnia 150 osobom lub większej liczbie osób, lub nieoznaczonemu adresatowi reklamę oferty publicznej, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129. Jest to przepis karny, który nie wykazuje bezpośredniego związku z art. 72 Ustawy. Norma ta penalizuje zachowanie niezgodne z zakazem wyrażonym w art. 53 ust. 1 Ustawy o ofercie publicznej. Jest to przestępstwo powszechne, które popełnić może każdy. Mogą to zatem być zarówno osoby działające na rzecz emitenta, firmy inwestycyjnej świadczącej usługę oferowania instrumentów finansowych na jego rzecz, jak też inne osoby. Wśród przesłanek powyższego przepisu brak jest warunku działania danej osoby na zlecenie emitenta.

W przypadku wydania rekomendacji nabycia określonych instrumentów finansowych (rekomendacja „kupuj”), może zostać wypełniona definicja reklamy zawarta w art. 2 lit. k Rozporządzenia 2017/1129. Co za tym idzie, potencjalnie podmiot, który udostępnił tego rodzaju rekomendację co najmniej 150 osobom może wypełnić znamiona przestępstwa, o którym mowa w art. 99 Ustawy o ofercie publicznej. Na marginesie należy jednak postawić pytanie, jaki byłby cel rekomendowania takiej grupie klientów nabycia instrumentów finansowych, dla których emitent nie planuje przeprowadzenia oferty publicznej, zatem możliwości jego nabycia są ograniczone.

Stan faktyczny nr 7

Publikowanie w przestrzeni publicznej, w tym w szczególności na stronie internetowej domu maklerskiego lub w reklamach prasowych, informacji o zrealizowanych przez dom maklerski w przeszłości projektach emisji instrumentów finansowych (tombstone'ów) – w ramach ww.

informacji dom maklerski prezentuje nazwę i logo emitenta (pod warunkiem posiadania stosownej zgody udzielonej przez emitenta), wartość zebranego finansowania, termin zrealizowania projektu. Jest to praktyka pokazująca zrealizowane za pośrednictwem firmy inwestycyjnej historycznie projekty emisji, które nie stanowią wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o nabyciu instrumentów finansowych, a jedynie pokazujące rys historyczny związany z ofertami danego emitenta. Gdyby uznać inaczej należałoby również stwierdzić, że nie jest możliwe przekazanie informacji o zatwierdzeniu prospektu.

Analiza powyższego stanu faktycznego wskazuje, że celem jego przedstawienia jest potrzeba rozstrzygnięcia, czy opisane w nim działanie należy kwalifikować jako świadczenie przez dom maklerski na rzecz emitenta usługi oferowania instrumentów finansowych nowej emisji, jedynie w związku z faktem, że upubliczniania przez ten dom maklerski informacji o historycznie zrealizowanych emisjach na rzecz tego emitenta. W przedmiotowym stanie faktycznym brak elementów, które pozwalałyby na taką kwalifikację. Nie jest natomiast jasny związek przedmiotowego stanu faktycznego, w zasadniczej jego części, z zawartym w ostatnim zdaniu stwierdzeniem dotyczącym możliwości przekazywania informacji o zatwierdzeniu prospektu.

Dodatkowo, biorąc pod uwagę zakres stanu faktycznego, należy zwrócić uwagę na art. 44 ust. 4 Rozporządzenia 2017/565, który określa wymogi dotyczące informacji dla klientów lub potencjalnych klientów, w przypadku gdy w informacjach wskazuje się na wyniki osiągnięte w przeszłości z tytułu instrumentu finansowego.

Stan faktyczny nr 8

Przekazanie klientom domu maklerskiego lub potencjalnym klientom domu maklerskiego materiału reklamowego, z treści którego wynika, że dom maklerski świadczy usługę oferowania instrumentów finansowych, a jego celem jest zainteresowanie odbiorców materiału ofertą domu maklerskiego i docelowo rozszerzenie bazy klientów biorących udział w organizowanych przez dom maklerski ofertach instrumentów finansowych. Materiał ten jest w szczególności rozsyłany do baz mailingowych, eksponowany w witrynach okiennych placówek domu maklerskiego, publikowany w prasie. Jest to praktyka mieszcząca się w granicach marketingu usług własnych firmy inwestycyjnej i nie posiada waloru precyzyjnej informacji, mogącej stanowić podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W zależności od zawartości materiału reklamowego, opisany wyżej stan faktyczny można zakwalifikować bądź jako stan gotowości do podjęcia świadczenia usług oferowania instrumentów finansowych, bądź też jako faktyczne świadczenie tego rodzaju usług. Komunikowanie stanu gotowości do świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych nie jest równoznaczne z faktycznym jej świadczeniem na rzecz konkretnego emitenta. Nie mniej jednak wymaga ono posiadania odpowiedniego zezwolenia udzielonego na podstawie art. 69 ust. 1 w zw. z art. 69 ust. 2 pkt 6 Ustawy.

W praktyce, jeżeli „potencjalnymi klientami domu maklerskiego”, o których mowa powyżej, są potencjalni emitenci, materiał reklamowy może komunikować gotowość do świadczenia tego rodzaju usługi. W przypadku jednak, gdy celem przedstawienia przedmiotowego stanu faktycznego jest odniesienie się przez UKNF do sytuacji, w której dom maklerski świadczący na rzecz konkretnego emitenta usługę oferowania instrumentów finansowych, przekazuje potencjalnym inwestorom (ewentualnie również potencjalnym klientom usługi przyjmowania i przekazywania zleceń) materiał reklamowy dotyczący tej oferty to należy tę działalność kwalifikować jako oferowanie instrumentów finansowych, w rozumieniu art. 72 pkt 1 lub 3 Ustawy, w zależności od przyjętej formy działania.

Stan faktyczny nr 9

Doradca finansowy podejmuje na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub oferującego instrument finansowy czynności polegające na poszukiwaniu inwestorów oraz zapewnia wsparcie przy negocjacjach.

Opisane wyżej czynności należy zakwalifikować jako oferowanie w formie, o której mowa w art. 72 pkt 3 Ustawy – w przypadku jeżeli są elementem następującej sekwencji zdarzeń: doradca poszukuje inwestora, przedstawia mu wstępną propozycję nabycia instrumentów finansowych w imieniu klienta (zaproszenie do negocjacji), a następnie wspiera go w negocjacjach. W przypadku, gdy doradca finansowy podejmuje opisane wyżej czynności na rzecz oferującego w rozumieniu Ustawy o ofercie, tj. pośredniczy w przeprowadzeniu przez oferującego oferty publicznej dotyczącej papierów wartościowych, których właścicielem jest oferujący, wówczas działanie doradcy należy zakwalifikować jako oferowanie instrumentów finansowych. W sytuacji zaś gdy do nie mamy do czynienia z ofertą publiczną, ale w dalszym ciągu z obrotem prywatnym, wówczas omawianą usługę należy kwalifikować jako przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wskazane w art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy – w formie, o której mowa w art. 74b ust. 1 pkt 2 Ustawy.

Jeżeli doradca finansowy dokonuje wyłącznie czynności polegających na poszukiwaniu potencjalnych inwestorów i jedynie ich klientowi wskazuje, a następnie jest ponownie włączany do procesu na etapie negocjacji, wówczas czynności te nie podlegają kwalifikacji na gruncie art. 72 Ustawy.

Stan faktyczny nr 10

Doradca finansowy świadczący usługę doradztwa w planowanej przez klienta inwestycji, w tym wspiera go w procesie due diligence oraz koordynuje prace pozostałych podmiotów (doradców prawnych, podatkowych, audytorów, doradców technicznych i innych).

Na potrzeby odniesienia się do powyższego stanu faktycznego, Komisja zakłada, że inwestycja polega na nabyciu instrumentów finansowych, np. akcji określonej spółki. Powyższe usługi nie podlegają kwalifikacji jako oferowanie instrumentów finansowych. Ze stanu faktycznego wynika bowiem, że doradca nie działa na rzecz emitenta – co jest warunkiem koniecznym przedmiotowej kwalifikacji, ale na rzecz inwestora.

W tym miejscu należy wskazać, że stan faktyczny został rozpatrzony wyłącznie w oparciu o definicję zawartą w art. 72 Ustawy – nie zaś cały katalog działalności maklerskiej – z uwagi na zakres przedmiotowy stanowiska.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa