



Stanowisko
Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego
dotyczące zasad funkcjonowania
tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego

**Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego
dotyczące zasad funkcjonowania
tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego**



Spis treści

1. Wstęp. Zakres stanowiska i cel jego wydania	2
2. Oferowanie instrumentów finansowych	3
3. Platformy crowdfundingu inwestycyjnego	4
4. Reklama oferty publicznej.....	5
5. Strona internetowa platformy a strona internetowa emitenta	6
6. Przekazywanie informacji osobom zainteresowanym inwestycją	9
7. Pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji – działalność maklerska	9
8. Organizacja spotkań.....	10
9. Sporządzanie dokumentów ofertowych.....	10
10. Przygotowywanie rekomendacji inwestycyjnych	11
11. Udostępnianie emitentom umów ramowych z dostawcami usług płatniczych	13
12. Jednakowe traktowanie emitentów	13
13. Czynności dodatkowe platformy w stosunku do inwestorów	13
14. Prowadzenie platformy crowdfundingu inwestycyjnego przez podmiot posiadający zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej.....	14
15. Oferowanie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością	14



9 kwietnia 2020 r.

Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego

1. Wstęp. Zakres stanowiska i cel jego wydania

Crowdfunding jako zjawisko społeczno-gospodarcze został zdefiniowany w komunikacie Komisji Europejskiej z dnia 14.03.2014 r.¹. Zgodnie z zamieszczoną tam definicją jest to finansowanie społecznościowe zasadniczo odnoszące się do otwartego zaproszenia skierowanego do społeczeństwa, którego celem jest pozyskanie środków finansowych na realizację określonego projektu. Najczęściej zaproszenia takie są publikowane i rozpowszechniane za pośrednictwem Internetu oraz są aktualne tylko w określonym czasie. Umożliwiają dotarcie do szerokiego grona osób i stanowią ofertę zaangażowania w projekt przez przekazanie środków finansowych na określony przez organizatora cel. Brak jest natomiast legalnej definicji tego pojęcia.

Odmianą crowdfundingu jest **crowdfunding inwestycyjny**, tj. taki, gdzie działalność podmiotu prowadzącego tzw. platformę crowdfundingową realizowana jest na rzecz spółek pozyskujących kapitał przez emisję papierów wartościowych (np. akcji lub obligacji); występują także sytuacje, gdy w ten sposób dystrybuowane są udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością.

Brak prawnej definicji pojęcia crowdfundingu (w tym crowdfundingu inwestycyjnego), wobec jednoczesnego rozwoju tego rynku, powoduje powstawanie po stronie podmiotów prowadzących działalność w charakterze platform crowdfundingu inwestycyjnego wątpliwości co do zgodności ich działalności z przepisami prawa lub zakresu wymagań prawnych i regulacyjnych, jakie muszą być spełnione w związku z prowadzeniem takiej działalności. Wątpliwości takie są zgłaszane do Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: UKNF).

¹ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów z dnia 27.03.2014 r. pt. „Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej” (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2014:172:FIN>)



Celem niniejszego stanowiska jest wskazanie i wyjaśnienie treści przepisów prawa mających zastosowanie w działalności platform crowdfundingowych oraz emitentów korzystających z ich usług, jak też wskazanie standardów, które w ocenie UKNF powinny być stosowane przez podmioty prowadzące platformy crowdfundingowe oraz przez emitentów korzystających z tych platform. Wskazane w stanowisku ramy prawne i standardy dotyczą platform crowdfundingowych nieposiadających zezwolenia na świadczenie usług maklerskich, o których mowa w art. 69 Ustawy o obrocie².

W zakresie działalności platform, stanowisko odnosi się wyłącznie do platform crowdfundingu inwestycyjnego, tj. takich, których działalność prowadzona jest na rzecz spółek pozyskujących kapitał poprzez emisję papierów wartościowych np. akcji lub obligacji. Dodatkowo, UKNF wskazuje na ryzyka związane ze sprzedażą w formie crowdfundingu inwestycyjnego udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością. Pozostałe rodzaje crowdfundingu zostały syntetycznie omówione w załączniku nr 2 do Raportu z prac Zespołu roboczego ds. rozwoju innowacji finansowych (FinTech)³.

Obecnie działalność platform crowdfundingu inwestycyjnego jako taka nie podlega szczególnym regulacjom w zakresie tworzenia i funkcjonowania czy też konieczności uzyskania zezwolenia na jej prowadzenie. Oznacza to, że o ile przyjęty przez platformę model działalności nie obejmuje czynności podlegających nadzorowi – w szczególności oferowania instrumentów finansowych w rozumieniu Ustawy o obrocie, wówczas jest to działalność prowadzona na podstawie art. 8 Prawa przedsiębiorców⁴. Zgodnie z tym przepisem „przedsiębiorca może podejmować wszelkie działania, z wyjątkiem tych, których zakazują przepisy prawa. Przedsiębiorca może być obowiązany do określonego zachowania tylko na podstawie przepisów prawa”. Jednak, również w takim przypadku, mogą znaleźć zastosowanie przepisy regulujące wybrane aspekty takiej działalności.

UKNF postrzega crowdfunding jako zjawisko, które może przyczyniać się do rozwoju rynku finansowego, oraz do wzrostu gospodarczego. Jednak, z uwagi na wiążące się z nim ryzyka, przy braku przestrzegania przez jego uczestników odpowiednich standardów należytej staranności, może przynieść efekty negatywne dla rynku finansowego, a w konsekwencji dla rozwoju gospodarczego, któremu rynek ten służy.

2. Oferowanie instrumentów finansowych

Funkcjonowanie platform crowdfundingowych i zagadnienia wyjaśnione w niniejszym stanowisku należy rozpatrywać łącznie ze Stanowiskiem UKNF o oferowaniu instrumentów

² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz.U. z 2020 r. poz.89 z późn. zm.)

³ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Raport_KNF_11_2017_60290.pdf - Załącznik nr 2 do

Raportu pokrótce omawia następujące formy crowdfundingu: donacyjny (charytatywny), oparty na nagrodach, oparty na przedsprzedaży, inwestycyjny (udziałowy)

⁴ Ustawy z dnia 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców (tj. Dz.U. z 2019 r. poz. 1292 z późn. zm.)



finansowych⁵ (dalej: Stanowisko o oferowaniu). Oznacza to, że niniejsze Stanowisko nie wyłącza stosowania Stanowiska o oferowaniu (oraz przepisów w nim wskazanych) w zakresie, w jakim działalność platform crowdfundingowych posiada cechy oferowania instrumentów finansowych zgodnie ze Stanowiskiem o oferowaniu oraz przepisami prawa, których objaśnieniu to stanowisko służy.

W Stanowisku o oferowaniu przedstawiono interpretację określającą zakres usługi oferowania instrumentów finansowych, o której mowa w art. 72 Ustawy o obrocie, wskazując granicę przebiegającą pomiędzy działalnością regulowaną, jaką jest działalność maklerska, a działalnością promocyjną, która nie wymaga zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego (KNF).



Platforma crowdfundingowa, która nie posiada zezwolenia na świadczenie usług maklerskich, o których mowa w art. 69 Ustawy o obrocie, powinna tak zorganizować i prowadzić swoją działalność, aby czynności faktyczne, które podejmuje, nie wchodziły w zakres działalności kwalifikowanej jako wykonywanie usługi oferowania.

3. Platformy crowdfundingu inwestycyjnego

Platforma crowdfundingu inwestycyjnego to strona internetowa udostępniana organizatorom projektów lub spółkom (klienci platform), którzy przy jej wykorzystaniu chcą pozyskać środki finansowe, z przeznaczeniem na realizację projektu lub rozwój spółki.

Na potrzeby niniejszego stanowiska przyjęto konwencję terminologiczną, zgodnie z którą termin „platformy crowdfundingowe” obejmuje także podmioty prowadzące platformy crowdfundingowe, tj. podmioty prowadzące strony internetowe, o jakich mowa powyżej, których działalność polega na dostarczaniu rozwiązań umożliwiających reklamowanie oferty publicznej (np. strona internetowa) oraz mogących udostępnić emitentom rozwiązania wspierające obsługę procesu oferty publicznej. Jeżeli więc mowa jest o dozwolonych lub niedozwolonych czynnościach platformy, odnosi się to do dozwolonych lub niedozwolonych czynnościach podmiotów prowadzących platformy.

Za główną działalność platformy należy uznać przekazywanie informacji o kliencie platformy (spółce-emitencie) i prowadzonym lub planowanym procesie pozyskania przezeń środków (emisji) oraz działalność w zakresie udostępniania nośnika tych informacji.

W praktyce platformy oferują również inne dodatkowe usługi dla klientów. Spotykanymi dodatkowymi usługami platform dla ich klientów są m.in.:

- sporządzanie dokumentów informacyjnych przygotowywanych w związku z ofertą (dokument ofertowy);
- przygotowywanie dokumentów lub materiałów reklamowych;

⁵ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Oferowanie_Instrumentow_65197.pdf



- zapewnianie narzędzi usprawniających korzystanie z usług płatniczych;
- organizacja spotkań emitentów z potencjalnymi inwestorami.

4. Reklama oferty publicznej

Platforma jest uprawniona do prowadzenia reklamy oferty publicznej, którą zgodnie z przepisem art. 2 lit. k Rozporządzenia prospektowego⁶ jest komunikat o obu następujących cechach:

- odnoszący się do konkretnej oferty publicznej papierów wartościowych lub do dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym;
- mający na celu promowanie w sposób szczególny potencjalnej subskrypcji lub potencjalnego nabycia papierów wartościowych.

W przypadku ofert publicznych, niewymagających zgodnie z Rozporządzeniem prospektowym sporządzenia prospektu, co do zasady nie stosuje się przepisów tego Rozporządzenia określających zasady prowadzenia reklam ofert publicznych.



Reklama ofert publicznych niewymagających sporządzenia prospektu powinna spełniać wymogi określone w art. 53 ust. 4 Ustawy o ofercie⁷.

W myśl art. 53 ust. 4 Ustawy o ofercie, treści reklamowe powinny być zgodne z informacjami zamieszczonymi w memorandum informacyjnym lub innym dokumencie wymaganym zgodnie z przepisami Ustawy o ofercie albo Rozporządzenia prospektowego, udostępnionym do publicznej wiadomości, albo z informacjami, które powinny być zamieszczone w takim memorandum lub dokumencie, gdy memorandum informacyjne lub taki dokument jeszcze nie zostały udostępnione do publicznej wiadomości. Co więcej, treści reklamowe nie mogą wprowadzać inwestorów w błąd co do sytuacji emitenta oraz oceny papierów wartościowych. Ponadto, w przypadkach, w których emitent lub oferujący ujawnili istotne informacje, kierując je do jednego lub większej liczby inwestorów kwalifikowanych w formie ustnej lub pisemnej, informacje takie, w zależności od przypadku muszą zostać ujawnione również wszystkim pozostałym inwestorom, do których skierowana jest oferta (art. 22 ust. 5 lit. a Rozporządzenia prospektowego).

Naruszenie obowiązków wynikających z art. 53 ust. 4 Ustawy o ofercie, bądź innych przepisów prawa regulujących dopuszczalne formy i sposób prowadzenia reklamy, może skutkować zastosowaniem przez KNF środków, o których mowa w art. 16 Ustawy o ofercie, tj. m.in. wydaniem nakazu wstrzymania rozpoczęcia oferty publicznej lub

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE

⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 623 z późn. zm.)



subskrypcji, czy wydaniem zakazu dalszego jej prowadzenia.

Z kolei zgodnie z art. 96 ust. 1c Ustawy o ofercie na takiego emitenta lub oferującego, który prowadzi reklamę z naruszeniem art. 53 ust. 4 Ustawy o ofercie może zostać nałożona kara pieniężna w wysokości do 1.000.000 zł. Tym samym, organ nadzoru posiada uprawnienia w zakresie nadzoru nad reklamą przedmiotowych ofert, pomimo nieobjęcia ich obowiązkiem prospektowym.

5. Strona internetowa platformy a strona internetowa emitenta

Zgodnie z brzmieniem obowiązującego od dnia 1 stycznia 2020 r. art. 5 § 5 KSH⁸, spółka akcyjna i spółka komandytowo-akcyjna prowadzą własne strony internetowe przeznaczone do komunikacji z akcjonariuszami, gdzie powinny publikować wymagane przez prawo lub ich statuty ogłoszenia. W ocenie UKNF, na tej stronie powinny znajdować się wszelkie informacje dotyczące przeprowadzanych przez emitenta ofert publicznych.



Dokumenty związane z ofertą publiczną, możliwość złożenia zapisu, informacja jak przekazać środki finansowe z tytułu objęcia papieru wartościowego oraz inne informacje i dokumenty niezbędne dla przeprowadzenia oferty publicznej mogą być opublikowane wyłącznie na stronie internetowej emitenta. Platforma jest uprawniona do publikowania na swojej stronie internetowej, w zakresie przekazywania informacji spółce i prowadzonej lub planowanej emisji, jedynie ograniczonego zakresu informacji. Informacje te nie mogą obejmować informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, które stanowiłyby wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów – ponieważ takie informacje mogą być publikowane wyłącznie na stronie emitenta.

Potencjalny inwestor po zapoznaniu się z dostępnymi na stronie platformy informacjami, po kliknięciu aktywnego pola, powinien być przekierowany bezpośrednio na stronę klienta platformy – tj. emitenta.

Prezentowanie na stronie internetowej platformy elementu wskazującego na postęp emisji, tj. liczbę inwestorów, którzy dokonali inwestycji lub wielkość pozyskanego kapitału przed zakończeniem oferty (czy to w formie graficznej, np. paska postępu emisji, czy też tekstowej bądź łączonej) jest informacją na temat emisji. Nie jest to natomiast informacja stanowiąca wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej, w związku z czym może ona być publikowana na stronie internetowej platformy. Należy przy tym zwrócić uwagę, że termin zakończenia subskrypcji (zakończenia przyjmowania zapisów), prezentowany w czasie trwania oferty publicznej przez platformę crowdfundingową albo przez emitenta, powinien być zgodny z terminem wskazanym w dokumencie ofertowym.

⁸ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tj. Dz. U. z 2019 r. poz. 505 z późn. zm.)



Za niezgodną z prawem należy uznać praktykę polegającą na informowaniu inwestorów, że możliwość dokonania inwestycji w daną spółkę wygasa szybciej, niż wynika to z terminu przyjmowania zapisów przewidzianego w warunkach oferty.

1) Platforma może upubliczniać następujące informacje dotyczące samej spółki:

- na temat działalności gospodarczej prowadzonej przez spółkę, w tym o sprzedawanych produktach lub świadczonych usługach;
- dane historyczne o spółce, w tym również informacje o wcześniej przeprowadzonych przez spółkę emisjach akcji lub obligacji;
- plany dotyczące rozwoju spółki.

Powyższy katalog zawiera przykładowe informacje, które mogą być publikowane przez platformę.

2) Natomiast, w odniesieniu do trwającej lub planowanej oferty publicznej jedyne informacje, które mogą znajdować się na platformie to:

- informacja, że emitent oferuje akcje/obligacje lub zamierza je zaoferować w określonym terminie;
- informacja o terminie w jakim można zapoznać się z warunkami emisji;
- informacja o miejscu, gdzie można zapoznać się z warunkami emisji (np. strona internetowa lub siedziba emitenta);
- link do strony internetowej emitenta, w tym bezpośrednio do zakładki zawierającej warunki emisji.

W przypadku, gdy na platformie udostępniane są informacje o emisji wskazane w pkt. 2) powyżej, należy pamiętać, że informacja taka będzie stanowiła reklamę w rozumieniu art. 2 lit. k Rozporządzenia prospektowego.

Od zakresu przekazywanych informacji, jak również zakresu wykonywanych czynności, uzależniona będzie odpowiedzialność platformy.



Przypadki, w których z informacji lub dokumentów otrzymanych przez platformę od emitenta lub z informacji dostępnych lub posiadanych przez platformę z innych źródeł (w każdym przypadku przed rozpoczęciem przekazywania informacji o spółce i prowadzonej lub planowanej emisji lub przed sporządzeniem dokumentów ofertowych), wynika w szczególności, że:

- środki pozyskane z emisji nie będą przeznaczone zgodnie z jej celem;



- sytuacja finansowa emitenta nie pozwoli na jego dalsze funkcjonowanie w obrocie gospodarczym lub wypłatę świadczeń należnych z tytułu posiadanych papierów wartościowych przez inwestorów (bądź terminową wypłatę świadczeń);
- przedmiot zabezpieczenia roszczeń posiadaczy papierów wartościowych nie jest adekwatny (płynność, wartość, stopień obciążenia innymi roszczeniami) i może nie stanowić dostatecznego aktywa jako przedmiot zabezpieczenia;
- emitent zamierza zaprezentować informacje o sobie lub emisji nieodpowiadające rzeczywistości lub pomijające istotne elementy stanu faktycznego (tak, że wprowadzają w błąd co do sytuacji emitenta i oceny papierów wartościowych, przy czym informacje muszą się odnosić do rzeczywistego stanu rzeczy a nie przewidywanego po ewentualnym uzyskaniu finansowania chyba, że zostanie wyraźnie wskazane, iż prezentowane dane stanowią prognozę);

i mimo posiadania takich informacji platforma ta bierze udział w sporządzeniu dokumentu ofertowego lub przekazuje informacje o spółce i prowadzonej lub planowanej emisji mogą, w zależności od okoliczności i spełnienia przesłanek, skutkować odpowiedzialnością karną z tytułu oszustwa lub pomocnictwa w oszustwie.

Zgodnie z przepisem art. 286 Kodeksu karnego⁹, podlega sankcji karnej ten, „*kto w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, doprowadza inną osobę do niekorzystnego rozporządzenia własnym lub cudzym mieniem za pomocą wprowadzenia jej w błąd albo wyzyskania błędu lub niezdolności do należytego pojmowania przedsiębranego działania*”. W myśl tego przepisu, działanie sprawcy musi być bezpośrednie i kierunkowe, zmierzające do uzyskania bezprawnej korzyści majątkowej¹⁰.

UKNF zaleca zwrócenie przez platformę uwagi przede wszystkim na następujące okoliczności:

- sposób prezentowania na jej stronie internetowej działalności emitenta w kontekście oddzielenia jego planów od dokonanych już osiągnięć,
- w przypadku wykorzystywania przez emitenta marki używanej lub należącej do innego podmiotu (np. spółki powiązanej), wskazywania przez emitenta jakie prawa mu w tym zakresie przysługują i jakie ponosi koszty z tytułu,
- w prezentacji na temat spółki – w odniesieniu do informacji na temat osiągnięć np. wielkość sprzedaży produktu czy przychodów, emitent powinien wskazać w sposób klarowny czy powoływany poziom sprzedaży dotyczy działalności emitenta, czy też np. spółki powiązanej, która sprzedaje produkt pod tą samą marką,

⁹ Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny (tj. Dz. U. z 2019 r. poz. 1950, z późn. zm.).

¹⁰ Zgodnie z brzmieniem art. 18 § 3 Kodeksu karnego odpowiada za pomocnictwo kto w zamiarze, aby inna osoba dokonała czynu zabronionego, swoim zachowaniem ułatwia jego popełnienie, w szczególności dostarczając narzędzie, środek przewozu, udzielając rady lub informacji; odpowiada za pomocnictwo także ten, kto wbrew prawemu, szczególnemu obowiązkowi niedopuszczenia do popełnienia czynu zabronionego swoim zaniechaniem ułatwia innej osobie jego popełnienie.



- wszelkie przewidywania oraz założenia, co do przyszłych wartości sprzedaży produktu, jakie nowoutworzona spółka czyni na podstawie pozycji produktu pod określoną marką wypracowanej przez inny podmiot, które powinny być jasno opisane jako takie przewidywania lub założenia.

6. Przekazywanie informacji osobom zainteresowanym inwestycją

W opinii UKNF, nie narusza przepisów art. 72 pkt 1 i 3 Ustawy o obrocie oraz art. 53 Ustawy o ofercie działalność operatora platformy, w ramach której kieruje on spersonalizowaną korespondencją elektroniczną do osób, wobec których promuje jedynie samą platformę lub wskazuje ogólnie, że na platformie zostały zamieszczone informacje o nowej spółce wraz z podaniem linku do platformy.



Nie jest natomiast dopuszczalne przesyłanie przez platformę wiadomości email, które zawierają informacje o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów. Korespondencja email kierowana przez platformę nie powinna również zawierać linku przekierowującego bezpośrednio do strony emitenta, na której dostępne są informacje o ofercie.

7. Pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji – działalność maklerska

Stanowisko o oferowaniu wyjaśnia, że w zakresie usługi oferowania instrumentów finansowych mieści się przyjmowanie zapisów na nabycie instrumentów finansowych oraz środków pieniężnych tytułem ich opłacenia. Celem Stanowiska o oferowaniu było omówienie treści przepisu art. 72 Ustawy o obrocie w zakresie, w jakim jego brzmienie uległo zmianie. Dlatego Stanowisko o oferowaniu nie zawiera omówienia innych przejawów działalności w formie, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie.

Należy zatem dodatkowo wskazać, że do zakresu działalności, o której mowa w art. 72 pkt 2 Ustawy o obrocie, należy w szczególności:

- potwierdzanie inwestorowi skutecznego złożenia zapisu;
- weryfikowanie poprawności złożenia zapisu.

Powyższy katalog czynności nie jest wyczerpujący. Należy pamiętać, że świadczenie usług w zakresie promocji i reklamy nie stanowi samodzielnej podstawy do podejmowania innych czynności faktycznych związanych ze zbywaniem instrumentów finansowych.



8. Organizacja spotkań

Organizacja przez platformę wydarzeń otwartych z udziałem potencjalnych inwestorów i emitentów nie stanowi świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, o ile zachowane są wskazane niżej warunki.

Na spotkaniach tego rodzaju platforma może promować swoją własną działalność, działalność gospodarczą prowadzoną przez emitenta, a także inną jego działalność lub osiągnięcia.

Platforma oraz osoby działające na jej zlecenie powinny powstrzymać się od działań kwalifikowanych jako świadczenie usług oferowania instrumentów finansowych – opisanych w Stanowisku o oferowaniu.

Możliwe jest również podjęcie się przez platformę organizacji spotkania, podczas którego emitent będzie prezentował informacje na temat emisji potencjalnym inwestorom. Wówczas platforma może zapewniać techniczną obsługę spotkań (m.in. wynajem sali, przyjmowanie gości, drukowanie materiałów, obsługa związana z prowadzeniem i moderowaniem spotkania).



Przedstawiciele platformy nie powinni natomiast przedstawiać informacji dotyczących emisji ani udzielać takich informacji w odpowiedzi na zapytania innych podmiotów (w tym uczestniczących w spotkaniu).

9. Sporządzanie dokumentów ofertowych

Jedną z czynności dodatkowych, które platformy w praktyce wykonują na rzecz emitentów jest przygotowanie dokumentów ofertowych.

W przypadku, gdy platforma sporządza lub bierze udział w sporządzeniu informacji, zawartych w dokumentach ofertowych, należy wskazać na odpowiedzialność karną przewidzianą w art. 100 Ustawy o ofercie. Zgodnie z tym przepisem „*kto, będąc odpowiedzialnym za informacje zawarte w prospekcie, memorandum informacyjnym lub dokumentach, o których mowa w art. 37a ust. 1, art. 38, art. 38a lub art. 39 ust. 1, albo za inne informacje związane z ofertą publiczną lub dopuszczeniem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, albo za informacje, o których mowa w art. 17 ust. 1 lub 2 rozporządzenia 596/2014 lub art. 56 ust. 1, podaje nieprawdziwe dane lub zataja prawdziwe dane, w istotny sposób wpływające na treść informacji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł albo karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5, albo obu tym karom łącznie*”. Ponadto, zgodnie z art. 100 ust. 2 Ustawy o ofercie tej samej karze podlega, „*kto dopuszcza się czynu określonego w ust. 1, działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej*”.



W sytuacji, gdy platforma ogranicza swoją aktywność jedynie do udostępnienia przestrzeni na stronie platformy oraz dostarczenia ewentualnych rozwiązań organizacyjnych wspierających prowadzenie emisji przez emitenta i nie bierze udziału w sporządzaniu dokumentów ofertowych, w przypadku nieprawidłowości po stronie emitenta, nie ponosi odpowiedzialności prawnej związanej z nieprawidłowościami wynikającymi z informacji podanych inwestorom.

10. Przygotowywanie rekomendacji inwestycyjnych

W przypadku, gdyby platforma uznała, że jedną z dodatkowych usług świadczonych na rzecz emitenta może być sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych lub innych rekomendacji o charakterze ogólnym, bądź też podjęła się wykonywania takich czynności z własnej inicjatywy, powinna zwrócić uwagę na następujące kwestie.

Ocenę warunków świadczenia takiej usługi z punktu widzenia art. 72 Ustawy o obrocie omówiono w pkt 2.2.2.3 Stanowiska o oferowaniu. Celem tego typu działalności jest dostarczenie potencjalnym inwestorom rzetelnych informacji analitycznych na temat sytuacji emitenta lub przewidywanego zachowania wartości emitowanych przez niego instrumentów finansowych – tak, aby dać im możliwość podjęcia ugruntowanej na podstawie informacji decyzji inwestycyjnej. W przypadku firm inwestycyjnych wykonywanie tego rodzaju czynności stanowi działalność maklerską, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy o obrocie. W tym przypadku zarówno firmy inwestycyjne, jak również podmioty świadczące taką usługę na podstawie swobody świadczenia usług, są obowiązane do stosowania wszystkich zasad związanych ze sporządzaniem lub udostępnianiem rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Definicję „rekomendacji inwestycyjnej” zawiera art. 3 ust. 1 pkt 35 Rozporządzenia MAR¹¹. Zgodnie z tym przepisem „rekomendacje inwestycyjne” to informacje rekomendujące lub sugerujące strategię inwestycyjną, w sposób wyraźny lub dorozumiany, dotyczące jednego lub kilku instrumentów finansowych lub emitentów, obejmujące każdą opinię na temat obecnej lub przyszłej wartości lub ceny takich instrumentów, przeznaczone dla kanałów dystrybucyjnych lub opinii publicznej.

Natomiast, w myśl art. 3 ust. 1 pkt 34 MAR, „informacja rekomendująca lub sugerująca strategię inwestycyjną” oznacza informację:

- sporządzoną przez niezależnego analityka, firmę inwestycyjną, instytucję kredytową, każdą inną osobę, której podstawowa działalność polega na sporządzaniu rekomendacji inwestycyjnych, lub osobę fizyczną pracującą dla nich na podstawie umowy o pracę lub na innej podstawie, bezpośrednio lub pośrednio wyrażającą konkretne propozycje inwestycyjne w odniesieniu do instrumentu finansowego lub emitenta; lub

¹¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE



- sporządzoną przez osoby inne niż określone powyżej, która bezpośrednio proponuje konkretne decyzje inwestycyjne w odniesieniu do instrumentu finansowego.

Sposób sporządzania oraz przekazywania rekomendacji inwestycyjnych regulowany jest szczegółowo przez Rozporządzenie delegowane Komisji¹². Rozporządzenie to zawiera szereg norm dotyczących prowadzenia przedmiotowej działalności.

W szczególności należy zwrócić uwagę na przepisy w zakresie ujawniania konfliktów interesów (art. 5-6 Rozporządzenia delegowanego Komisji). Za konflikt interesów należy uznać wszelkie powiązania pomiędzy sporządzającym rekomendację a emitentem oraz wszelkie okoliczności, które mogą mieć negatywny wpływ na obiektywizm rekomendacji. Sytuacja, w której platforma świadczy usługi opisane w niniejszym stanowisku na rzecz emitenta, a jednocześnie jest sporządzającym rekomendację dotyczącą papierów wartościowych przez niego emitowanych lub innych instrumentów finansowych, które on wystawia, stwarza konflikt interesów.

O ile w przypadku firm inwestycyjnych interes potencjalnego inwestora jest chroniony przez zastosowanie szeregu uregulowanych przepisami rozwiązań techniczno-organizacyjnych - takich jak m.in. zasady zarządzania konfliktem interesów, wewnętrzny system ochrony informacji (tzw. chińskie mury), zasady wynagradzania pracowników – o tyle w przypadku platform, które nie są firmami inwestycyjnymi, nie obowiązują tego rodzaju rozwiązania ochronne. W przypadku platform crowdfundingowych należy mieć na uwadze, że pomiędzy działalnością polegającą na promowaniu oferty danego emitenta a sporządzaniem rekomendacji, która go dotyczy, występuje bardzo silny konflikt interesów, rodzący znaczne ryzyko naruszenia interesu inwestorów. Wynika to przede wszystkim stąd, iż wysokość wynagrodzenia platformy może być bezpośrednio uzależniona od sukcesu emisji. Brak jest natomiast analogicznych, jak opisane powyżej, mechanizmów mających na celu zapobieganie naruszeniu interesów inwestorów, które to mechanizmy i ich funkcjonowanie podlegają – w przypadku firm inwestycyjnych – sformalizowanemu wewnętrznemu oraz zewnętrznemu nadzorowi. Absolutnym minimum w przypadku prowadzenia takiej działalności przez platformy konieczne jest więc ujawnienie oraz opisanie istniejącego konfliktu interesów.

Dodatkowo, samo odseparowanie rekomendacji od treści reklamowych w przypadku udostępniania i promowania jednych i drugich stanowić może istotne wyzwanie, związane z ryzykiem wprowadzenia odbiorców w błąd.

¹² Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów



11. Udostępnianie emitentom umów ramowych z dostawcami usług płatniczych

Platformy, dążąc do kompleksowej obsługi emitentów, umożliwiają im również otwieranie rachunków płatniczych u dostawców usług płatniczych z wykorzystaniem umów ramowych zawartych przez platformy z dostawcami takich usług. Korzyścią dla emitenta są niższe koszty pozyskania usług płatniczych.

Posiadaczem rachunku płatniczego, na który inwestorzy mają wpłacać środki finansowe, może być wyłącznie emitent. Nie ogranicza to możliwości dostępu do rachunku płatniczego emitenta przez platformę w trybie jedynie do odczytu, co może być wykorzystywane chociażby do ustalenia wynagrodzenia platformy. W przypadku stosowania na stronie emitenta linku do płatności, musi on przekierowywać do strony dostawcy usług płatniczych, który przekaże środki bezpośrednio na rachunek emitenta.

12. Jednakowe traktowanie emitentów

W ramach rzetelnego i profesjonalnego prowadzenia działalności przez platformy nie powinno dochodzić do wyróżniania emitentów w sposób, który sugerowałby, że oferta prowadzona przez danego emitenta jest atrakcyjniejsza lub bezpieczniejsza, lub też gwarantuje większą stopę zwrotu, niż inne oferty, o prowadzeniu których platforma informuje. Każdorazowo aktywne pole przenoszące ze strony platformy do strony emitenta powinno mieć analogiczny wygląd. Nie ogranicza to możliwości umieszczania tam logo emitenta, które samo w sobie może w większym bądź mniejszym stopniu przyciągać uwagę. Celem takiego działania platformy powinno być to, aby nie dochodziło do niezamierzonego promowania przez platformę któregośkolwiek emitenta, w sposób bardziej intensywny w stosunku do pozostałych. W odbiorze inwestorów mogłoby to rodzić przekonanie, że dana oferta jest w ocenie platformy na tle pozostałych bardziej atrakcyjna.

13. Czynności dodatkowe platformy w stosunku do inwestorów

Platforma nie powinna oferować wobec inwestorów działań, których oferowanie mogłoby wywoływać błędne przekonanie co do charakteru jej działalności. UKNF zaleca, aby platformy nie podejmowały czynności, które mogą wywołać wrażenie, że działają one na takich samych zasadach jak profesjonalni pośrednicy na rynku kapitałowym (np. firmy inwestycyjne).

Platformy mogą prowadzić działania edukacyjne, które podniosą ogólny poziom wiedzy inwestorów. Jednakże, działania edukacyjne powinny być wyraźnie oddzielone od pozostałej działalności platformy inwestycyjnej.



14. Prowadzenie platformy crowdfundingu inwestycyjnego przez podmiot posiadający zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej

Podmioty posiadające zezwolenie na świadczenie usług maklerskich, o których mowa w art. 69 Ustawy o obrocie (tj. posiadające status firmy inwestycyjnej, bądź uprawnione do prowadzenia tego rodzaju działalności na podstawie przepisu prawa, tj. banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie), mogą prowadzić działalność w charakterze platformy crowdfundingu inwestycyjnego. Podmioty takie nie są związane opisanymi wyżej ograniczeniami wynikającymi z nieposiadania zezwolenia na świadczenie usług maklerskich, co powoduje, że ich oferta usługowa na rzecz emitentów może być znacznie szersza. Tym samym, możliwe jest m.in. świadczenie usług oferowania instrumentów, bądź też przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, jeżeli mieści się to w ramach posiadanego przez podmiot zezwolenia. Firma inwestycyjna prowadząca platformę crowdfundingową musi – także w odniesieniu do działalności polegającej na prowadzeniu platformy crowdfundingowej – zapewniać zgodność z wszystkimi przepisami regulującymi działalność maklerską, w tym ze stanowiskami UKNF dotyczącymi takiej działalności. Nic w tym stanowisku nie stanowi wyłączenia ani ograniczenia wymagań znajdujących zastosowanie do firm inwestycyjnych ze względu na prowadzenie przez nich działalności maklerskiej i nie może być w taki sposób interpretowane.

15. Oferowanie udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością

Działalność, której przedmiotem jest obrót udziałami w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością nie jest działalnością regulowaną (objętą nadzorem KNF). Wynika to z faktu, że udział w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością nie jest wymieniony w katalogu instrumentów finansowych zawartym w art. 2 Ustawy o obrocie.

Niezależnie od powyższego, warto zwrócić uwagę na systemowy kontekst tego zagadnienia, związany jest z ukształtowanym w prawie polskim modelem spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (jako spółki prywatnej, zamkniętej) oraz podejściem ustawodawcy do ukształtowania reżimu prawnego przenoszenia praw udziałowych w takiej spółce (w tym wymagań dotyczących formy). Zgodnie z art. 180 § 1 KSH, zbycie udziału lub jego ułamkowej części, powinno być dokonane w formie pisemnej z podpisami notarialnie poświadczonymi. Oznacza to, że dla skuteczności przeniesienia udziału niezbędne jest dokonanie czynności notarialnej. Jej niezachowanie rodzi skutek w postaci nieważności tej czynności prawnej. Z uwagi na powyższe uwarunkowania, należy wskazać, że w polskim systemie prawnym regulującym funkcjonowanie spółek prawa handlowego spółka z ograniczoną odpowiedzialnością nie została zaprojektowana jako spółka, której udziały będą podlegały masowemu obrotowi. Kwestia ta ma istotne znaczenie z punktu widzenia ochrony inwestorów. O ile bowiem publiczne oferowanie papierów wartościowych objęte jest regulacjami mającymi na celu umożliwienie



inwestorom podjęcia decyzji o ich nabyciu w oparciu o rzetelne informacje, o tyle na gruncie prawa polskiego brak jest tego typu rozwiązań w odniesieniu do spółek z ograniczoną odpowiedzialnością.

Działalność platform polegająca na reklamie dotyczącej nabycia udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością w celu zapewnienia odpowiedniego poziomu ochrony inwestorów, powinna być w ocenie UKNF prowadzona z zachowaniem analogicznych standardów postępowania jak ma to miejsce w odniesieniu do reklamy dotyczącej nabycia akcji lub obligacji. Dotyczy to w szczególności, rzetelności przekazu informacyjnego, który jest kierowany do inwestorów, w tym m.in. wyraźnego poinformowania o wskazanym wyżej ograniczeniu obrotu wtórnego wynikającym z art. 180 § 1 KSH.

W przypadku pytań lub dalszych wątpliwości dotyczących platform crowdfundingu inwestycyjnego, możliwe jest uzyskanie pomocy za pośrednictwem Programu Innovation Hub. Szczegółowe zasady udziału w Programie Innovation Hub oraz formularz zgłoszeniowy znajdują się pod adresem https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/fin_tech/Innovation_Hub

Działanie realizowane w ramach:



oraz

PROGRAM INNOVATION HUB

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa

www.knf.gov.pl