

Warszawa, 5 lutego 2019 r.

**Sz. P.**

**Marcin Pachucki**

Zastępca Przewodniczącego KNF

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Plac Powstańców Warszawy 1

00-030 Warszawa

Szanowny Panie Przewodniczący,

W imieniu członków Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, uprzejmie prosimy o przedstawienie opinii Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego wyjaśniającej, kiedy doradcy finansowi pracujący na rzecz inwestorów lub spółek w procesie inwestycji kapitałowych mogą być traktowani przez KNF jako oferujący instrumenty finansowe, co wiąże się m.in. z obowiązkiem uzyskania zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. PSiK zrzesza w szereg podmiotów, które zawodowo prowadzą tego typu doradztwo, m.in. na rzecz inwestorów *private equity/venture capital* aktywnych w Polsce.

W środowisku doradców pojawiła się obawa, że nowa definicja oferowania zawarta w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi może obejmować wszelkie czynności podejmowane przez doradców, inwestorów lub bezpośrednio przez spółkę, które mają na celu zbycie jej akcji. Wątpliwości dotyczą doradztwa transakcyjnego na rzecz klientów profesjonalnych. Zatem, czy przekazanie memorandum informacyjnego spółki prywatnej inwestorowi (np. korporacji), który jest zainteresowany przejęciem tej spółki mieści się w definicji oferowania? A zaproszenie do negocjacji i przekazywanie potencjalnym inwestorom informacji o tej spółce? A prowadzenie negocjacji umowy nabycia akcji? Takich wątpliwości pojawiło się wiele.

Będziemy ogromnie zobowiązani za rozwianie powyższych wątpliwości. Poniżej przedstawiamy szczegółowe wyjaśnienie problemu.

## **1. Opis stanu prawnego**

### **1.1 Znowelizowana ustawa o obrocie istotnie zmienia definicję oferowania.**

Zgodnie z nowym brzmieniem art. 72, oferowaniem będzie „*podejmowanie na rzecz m.in. emitenta instrumentu finansowego, czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych, przez:*

1) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, 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 informacji w celu:

a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub

b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.”

1.2 Zgodnie z art. 29 ust. 1. Ustawy zmieniającej, podmiot, który w dniu wejścia w życie Ustawy zmieniającej wykonuje działalność gospodarczą, która nie wymagała przed dniem jej wejścia w życie uzyskania zezwolenia, a która wymaga uzyskania zezwolenia zgodnie z przepisami Ustawy o obrocie, jest obowiązany dostosować działalność w terminie 12 miesięcy od dnia wejścia w życie niniejszej ustawy, czyli do kwietnia 2019 r.

1.3 Sankcje za brak stosownych uprawnień są bardzo wysokie. Zgodnie z art. 178 Ustawy o obrocie, każdy kto bez wymaganego zezwolenia lub upoważnienia zawartego w odrębnych przepisach albo nie będąc do tego uprawnionym w inny sposób określony w ustawie, prowadzi działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, podlega grzywnie do 5 000 000 zł.

Poniżej prezentujemy opis czynności składających się na usługi doradztwa finansowego, które są świadczone przez podmioty wspierające inwestycje kapitałowe w obrocie profesjonalnym.

## 2. Opis stanu faktycznego

2.1 Doradztwo finansowe to jedna z usług o świadczonych przez banki inwestycyjne oraz inne firmy doradcze działające na rynku finansowym. Spółki korzystają z usług doradców finansowych np. w celu optymalizacji struktury finansowej firmy, jej restrukturyzacji, utrzymania płynności lub dla zapewnienia dalszego wzrostu, przeprowadzenia konsolidacji rynku, dywersyfikacji aktywów, itp. Akcjonariusze korzystają z usług doradców finansowych, gdy zamierzają zbyć swoje akcje na rzecz nowego inwestora. W takich procesach uczestniczą często fundusze *private equity*. Doradztwo finansowe obejmuje szereg czynności, w tym wiele analiz i procesów.

2.2 Na rynku spółek prywatnych, doradcy finansowi podejmują się następującej obsługi:

- doradztwa na rzecz funduszy *private equity* w procesie zbycia akcji spółki portfelowej;
- doradztwa na rzecz korporacji przy zbyciu akcji jej spółki zależnej;

- doradztwa na rzecz akcjonariuszy (osób fizycznych kontrolujących znaczący pakiet akcji spółki) przy zbyciu posiadanych przez nich akcji;
- doradztwa na rzecz spółki przy pozyskaniu inwestora celem objęcia akcji nowej emisji.

2.3 W ramach obsługi transakcji, czy to po stronie akcjonariuszy, czy po stronie spółki, doradcy finansowi podejmują się zwykle świadczenia usług, które obejmują:

- doradztwo w zakresie planowanej inwestycji, w tym wsparcie w procesie *due diligence* oraz koordynację prac pozostałych podmiotów (doradców prawnych, podatkowych, audytorów, doradców technicznych i innych);
- doradztwo w zakresie finansowania transakcji, w ramach tzw. obsługi *corporate finance*, od pomocy przy wyborze celów akwizycyjnych i inwestorów aż po doradztwo post-transakcyjne, w tym pomoc w tworzeniu biznes planów i dokumentacji dla podmiotów finansujących transakcje;
- tworzenie analiz i modeli biznesowych (wraz z oceną opcji strategicznych, nowych przedsięwzięć lub istniejącej działalności) przed podjęciem projektów inwestycyjnych lub pomoc przy opracowywaniu strategii i prowadzeniu restrukturyzacji przedsiębiorstw, np. strategii przejmowania i łączenia się przedsiębiorstw;
- doradztwo w zakresie wyceny przedsiębiorstw przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, z uwzględnieniem zagadnień obejmujących specjalistyczną wiedzę z zakresu finansów, znajomości uregulowań prawnych i trendów rynkowych, a także specyficznego zakresu działalności danego przedsiębiorstwa i jego aktualnych wyników finansowych;
- poszukiwanie inwestorów, wsparcie przy negocjacjach i zawarciu umów inwestycyjnych oraz umów sprzedaży akcji/udziałów w celu dostosowania dokumentacji do charakteru, formy i skali transakcji.

2.4 Powyższa obsługa oferowana jest na rzecz profesjonalnych uczestników obrotu, w tym funduszy *private equity/venture capital* oraz ich spółek - celów inwestycyjnych.

2.5 Doradca finansowy „podejmuje na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego instrument finansowy czynności prowadzące do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych”. Czynności te mogą być interpretowane przez KNF bardzo szeroko.

2.6 Dokonując analizy czynności w kontekście nowego przepisu Ustawy o obrocie, należy zwrócić uwagę przede wszystkim na:

a) prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub sprzedającego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów;

Ujęcie „prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób” stwarza ryzyko dla działalności doradców finansowych, ponieważ organ nadzorujący może nie tyle

oceniać czym były te informacje, a raczej do czego doprowadziły (jak wyżej - czynności prowadzące do nabycia...).

b) pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt a, lub

Wydaje się, że w celu oceny czy dochodzi od czynności ww. pośrednictwa kluczowe byłoby zbadanie, jakie czynności podejmuje doradca oraz poziom zaangażowania spółki będącej potencjalnym przedmiotem transakcji w przygotowanie informacji będącej podstawą decyzji o nabyciu.

c) prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub sprzedającego informacji w celu: (a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub (b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych.

W tym zakresie ponownie konieczna byłaby ocena czynności faktycznie wykonywanych przez doradcę finansowego.

2.7 Kluczowym zagadnieniem może być zatem ustalenie zakresu czynności podejmowanych przez doradcę finansowego. W związku z tym, uprzejmie prosimy o wskazanie czynności, które w opinii KNF nie będą uznawane za oferowanie w świetle nowych regulacji oraz wskazówki dla praktyki, aby mieć większą pewność w zakresie intencji regulatora w odniesieniu do obrotu profesjonalnego z udziałem funduszy *private equity* i obsługi transakcji kapitałowych.

### 3. Stanowisko PSIK

**Proponujemy funkcjonalne podejście do opisanego problemu interpretacyjnego nowego przepisu Ustawy o obrocie. Pozwala ono przyjąć rozwiązanie bezpieczne z perspektywy uczestników rynku, nie naruszając standardów przyjętych w obrocie. W szczególności, proponujemy odróżnienie pośrednictwa w obrocie profesjonalnym od pośrednictwa z udziałem klientów detalicznych, z uwzględnieniem usług doradczych świadczonych przy okazji takich czynności.**

3.1 Proponowana interpretacja pozwala na podejmowanie czynności w zakresie:

1) prezentowania, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, lub

2) pośredniczenia w zbywaniu instrumentów finansowych nabywanych przez podmioty w wyniku prezentowania informacji, o których mowa w pkt 1, lub

3) prezentowania indywidualnie oznaczonym adresatom, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta informacji w celu: (a) promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub (b) zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych,

przy czym podejmowanie tych czynności przez doradcę finansowego świadczącego usługi na rzecz klienta profesjonalnego nie będzie uznawane za oferowanie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 72 Ustawy o obrocie, chyba że

obejmuje czynności, do których wymagane jest zaangażowanie firmy inwestycyjnej w drodze tzw. przymusu maklerskiego.

- 3.2 Proponowana interpretacja opiera się na założeniu, że podejmowanie w/w czynności przez doradcę finansowego na rzecz klienta profesjonalnego **nie stanowi wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów**. W przypadku transakcji zbycia akcji na rynku prywatnym na rzecz profesjonalnych inwestorów, w tym np. funduszy *private equity*, wszelkie materiały przekazane potencjalnym inwestorom stanowią jedynie wstęp do szczegółowego badania spółki oraz negocjacji i nie są wystarczającą podstawą do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Materiały przekazywane inwestorom nie stanowią oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.
- 3.3 Definicja oferowania dotyczy publicznego oferowania papierów wartościowych, bowiem tylko w tych warunkach doradca (firma inwestycyjna) prezentuje informacje o instrumentach finansowych, które **stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów**
- 3.4 Następujące obowiązki firmy inwestycyjnej dowodzą, że dokumenty ofertowe **stanowią wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów**:
- 1) firma inwestycyjna pośrednicząca w oferowaniu instrumentów finansowych jest obowiązana do przyjęcia zapisu na instrumenty finansowe zgodnie z warunkami oferty;
  - 2) wpłaty pieniężne z tytułu zapisów na instrumenty finansowe przyjmowane są przez firmę inwestycyjną w wysokości i na warunkach określonych w ofercie;
  - 3) firma inwestycyjna obowiązana jest zawrzeć z emitentem, wystawcą albo wprowadzającym umowę określającą tryb, terminy i warunki przekazania, odpowiednio, emitentowi, wystawcy albo wprowadzającemu, środków pieniężnych otrzymanych od klientów, którzy nabyli instrumenty finansowe w ofercie;
  - 4) środki pieniężne otrzymane od klientów, którzy dokonali wpłat na instrumenty finansowe, do czasu ich przekazania przez firmę inwestycyjną emitentowi lub sprzedającemu są deponowane na rachunkach bankowych prowadzonych dla firmy inwestycyjnej odrębnie od środków pieniężnych firmy inwestycyjnej.
- 3.5 Obowiązki doradcy finansowego w przypadku pośrednictwa w obrocie instrumentami finansowymi pomiędzy klientami profesjonalnymi na rynku prywatnym nie obejmują wyżej wskazanych czynności.
- 3.6 Świadczenie usług doradztwa finansowego na rzecz klientów profesjonalnych nie powinno być uznawane za oferowanie wprowadzone w nowym przepisie art. 72 Ustawy o obrocie, chyba że obejmuje obsługę oferty publicznej.

#### 4. Konkluzja

Podsumowując, chcielibyśmy prosić o potwierdzenie proponowanej powyżej interpretacji, zgodnie z którą świadczenie usług doradztwa finansowego w zakresie opisanym powyżej na rzecz klientów profesjonalnych nie powinno być uznawane za oferowanie w rozumieniu art. 72 Ustawy o obrocie, chyba że obejmuje usługę oferty publicznej.

W związku z tym, tak długo jak doradca finansowy świadczy usługi w obrocie niepublicznym i na rzecz klientów profesjonalnych, nie będzie wymagane uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Jeżeli natomiast omawiana obsługa obejmuje transakcje w publicznym obrocie instrumentami finansowymi, doradca finansowy powinien posiadać wymagane zezwolenie, ewentualnie zaangażować firmę inwestycyjną do czynności związanych z pośrednictwem w procesie oferty publicznej.

Uprzejmie prosimy, aby KNF zajął stanowisko w wyżej wymienionych kwestiach i wyraził swój punkt widzenia odnośnie przedstawionej powyżej interpretacji.

Z poważaniem,



Barbara Nowakowska  
dyrektor zarządzająca