

Received: 20.09.2021
Accepted: 4.11.2021
Published: 31.12.2021

Roczniki Administracji i Prawa
Annals of The Administration and Law
2021, XXI, z. 4: s. 47-57
ISSN: 1644-9126
DOI: 10.5604/01.3001.0015.8300
<https://rocznikiadministracjiiprawa.publisherspanel.com>

Szymon Balcarek*
Nr ORCID: :0000-0001-9947-828X

INFORMACJE REKLAMOWE KIEROWANE DO INWESTORÓW ALTERNATYWNYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH – ASPEKTY PRAWNE

MARKETING COMMUNICATIONS ADDRESSED TO INVESTORS OF ALTERNATIVE INVESTMENT FUNDS – LEGAL ASPECTS

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie aspektów prawnych informacji reklamowych kierowanych do inwestorów alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI). W artykule zastosowano następujące metody badawcze: formalno-dogmatyczna analiza norm prawnych, analiza orzecznictwa, doktryny i stanowisk organów nadzoru nad rynkiem finansowym. Wprowadzony został trójstopniowy system regulacji informacji reklamowych AFI. Składa się on z bezpośrednio wiążących przepisów rozporządzenia UE 2019/1156, przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz wytycznych ESMA, które stanowią kodeks dobrych praktyk o charakterze *soft law*. Na podstawie rozporządzenia 2019/1156 można wyodrębnić następujące cechy, jakie powinny spełniać informacje reklamowe AFI:

- a) rozpoznawalność (identyfikowalność) jako informacje reklamowe,
- b) rzetelność,
- c) przejrzystość,
- d) niewprowadzanie w błąd,
- e) przedstawianie opisu ryzyka i zysków w równie widoczny sposób,
- f) niesprzeczność z prospektem emisyjnym lub innym dokumentem informacyjnym.

Słowa kluczowe: alternatywny fundusz inwestycyjny, alternatywna spółka inwestycyjna, reklama, informacje reklamowe, Komisja Nadzoru Finansowego, nadzór nad rynkiem finansowym

Summary: The aim of the article is to present legal aspects of the marketing communications addressed to investors of alternative investment funds (AIFs). The article uses the following research methods: formal-dogmatic analysis of legal norms, analysis of jurisprudence, doctrine and positions of financial market supervisory authorities. A three-tier system of regulation of AIF marketing com-

* mgr; absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego w Krakowie; Okręgowa Izba Radców Prawnych w Krakowie. Źródła finansowania publikacji: środki własne autora; e-mail: szbal@interia.pl

munications has been introduced. It consists of the directly binding provisions of Regulation (EU) 2019/1156, the provisions of the Investment Funds Act and the ESMA guidelines, a soft law which constitute a code of good practice. On the basis of Regulation 2019/1156, the following characteristics of AIF marketing communications can be distinguished:

- a) recognizability (identifiability) as marketing communications,
- b) fairness,
- c) clearance,
- d) not misleading,
- e) a description of the risks and rewards in an equally prominent manner,
- f) non-contradiction with the prospectus or other disclosure document.

Keywords: alternative investment fund, alternative investment company, advertisement, marketing communications, Polish Financial Supervision Authority, supervision over financial market

WSTĘP

Rozporządzenie 2019/1156¹ ustanowiło jednolite w całej Unii Europejskiej przepisy dotyczące informacji reklamowych kierowanych do inwestorów alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI²). Rozporządzenie 2019/1156 i dyrektywa 2019/1160³ stawiają za cel skoordynowanie warunków działania zarządzających AFI (ZAFI⁴) na rynku wewnętrznym. Jak wskazano w motywach rozporządzenia 2019/1156, celem wprowadzenia jednolitych obowiązków dotyczących informacji reklamowych jest ulepszenie ram regulacyjnych dla AFI, a także ochrona inwestorów. Wobec konieczności implementacji Dyrektywy 2019/1160⁵ została dokonana nowelizacja polskiej ustawy o funduszach inwestycyjnych⁶. Dopełnienie regulacji stanowią wydane przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) wytyczne⁷. Wytyczne ESMA to swoisty kodeks dobrych praktyk o niewiążącym charakterze. Rozporządzenie 2019/1156 nakłada jednak na krajowe organy nadzoru oraz uczestników rynku finansowego obowiązek dołożenia wszelkich starań, aby zastosować się do wytycznych. Wydane 2 sierpnia 2021 r. wytyczne będą stosowane po upływie sześciu miesięcy od daty ich publikacji na stronie internetowej ESMA we wszystkich językach urzędowych Unii Europejskiej.

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1156 z 20.06.2019 r. w sprawie ułatwienia transgranicznej dystrybucji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 345/2013, (UE) nr 346/2013 i (UE) nr 1286/2014 (Dz. Urz. UE L 188 z 12.07.2019, str. 55); dalej: rozporządzenie 2019/1156.

² Polskim odpowiednikiem AFI jest alternatywna spółka inwestycyjna (ASI).

³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1160 z 20.06.2019 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE i 2011/61/UE w odniesieniu do transgranicznej dystrybucji prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (Dz. Urz. UE L 188 z 12.07.2019, str. 106); dalej: dyrektywa 2019/1160.

⁴ Polskim odpowiednikiem ZAFI jest zarządzający alternatywną spółką inwestycyjną (ZASI).

⁵ Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Druk sejmowy nr 1358, s. 1.

⁶ Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jedn. Dz.U. z 2021, poz. 605); dalej: ustawa o funduszach inwestycyjnych.

⁷ Wytyczne ESMA dotyczące informacji reklamowych, o których mowa w rozporządzeniu w sprawie transgranicznej dystrybucji funduszy z 2.08.2021 r., ESMA34-45-1272 PL; dalej: wytyczne ESMA.

DEFINICJA I ZAKRES INFORMACJI REKLAMOWYCH

Rozporządzenie 2019/1156 wprowadza wymaganie, aby wszystkie informacje reklamowe kierowane do inwestorów AFI były rozpoznawane jako takie. Ani rozporządzenie, ani ustawa o funduszach inwestycyjnych nie zawiera definicji legalnej informacji reklamowych. Pewnych wskazówek dostarczają wytyczne ESMA, w których zawarto jedynie przykładowe wyliczenie dokumentów i komunikatów, które mogą być uznane za informacje reklamowe. Wyliczenie to obejmuje wszystkie wiadomości reklamowe niezależnie od nośnika, na jakim zostały zapisane, w tym papierowe dokumenty lub informacje udostępnione w formacie elektronicznym, artykuły prasowe, komunikaty prasowe, wywiady, reklamy, dokumenty udostępniane w Internecie, a także strony internetowe, prezentacje wideo, prezentacje na żywo, wiadomości radiowe lub arkusze informacyjne⁸. Istotną grupę informacji reklamowych tworzą wiadomości rozpowszechniane na platformach mediów społecznościowych. Stanowią one informację reklamową, jeżeli odnoszą się do wszelkich cech AFI, w tym do jego nazwy. Media społecznościowe zostały zdefiniowane szeroko – jako wszelkie technologie umożliwiające interakcję społeczną i tworzenie wspólnych treści online⁹.

W świetle wytycznych ESMA komunikaty funduszu mają charakter informacji reklamowych, zarówno gdy są skierowane do indywidualnie oznaczonych inwestorów, jak również gdy zostały ogłoszone do wiadomości publicznej, np. poprzez umieszczenie ich na stronie internetowej funduszu. Za informacje reklamowe wytyczne uznają także informacje, które są przekazywane przez osobę trzecią i wykorzystywane przez ZAFI do celów marketingowych¹⁰.

Zakres informacji reklamowych w wytycznych ESMA został więc określony w sposób niezwykle szeroki. Za informacje reklamowane uznawany jest niemal każdy komunikat odnoszący się do cech funduszu. Rodzi to dla funduszy obowiązek dokładnej analizy już istniejących komunikatów we wszelkich kanałach informacyjnych i dostosowanie ich do wymogów wynikających z wytycznych ESMA. Po wejściu w życie wytycznych ESMA zarządzający AFI będą musieli zachować szczególną ostrożność w prezentowaniu informacji o funduszu, gdyż będą one mogły zostać uznane za informacje reklamowe i – w związku z tym – podlegać przepisom rozporządzenia 2019/1156.

Wytyczne ESMA definiują także od strony negatywnej komunikaty, które nie powinny być uznawane za informacje reklamowe. Wyliczenie to nie ma charakteru enumeratywnego. Zgodnie z wytycznymi za informacje reklamowe nie należy uznawać w szczególności dokumentów prawnych i regulacyjnych oraz informacji dotyczących funduszu, takich jak prospekt emisyjny lub informacje, które powinny zostać ujawnione inwestorom, roczne i półroczne sprawozdania AFI, akty założycielskie, statut spółki, regulamin, umowa powiernicza lub podobne dokumenty wymagane do utworzenia funduszu czy zawiadomienie skierowane do walnego zgromadzenia akcjonariuszy/udziałowców. Ważną grupą niestanowiącą informacji reklamowych są krótkie wiadomości nadawane w Internecie, zawierające jedynie link do strony internetowej, na której dostępna jest informacja reklamowa, nieobejmujące jednak informacji odnoszących się do konkretnego AFI lub grupy AFI¹¹.

⁸ Wytyczne ESMA, s. 2.

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem.

¹¹ Ibidem, s. 3.

CECHY INFORMACJI REKLAMOWYCH

Rozporządzenie 2019/1156 w motywie 2 i 3, a także w art. 4 ust. 1-5 określa cechy informacji reklamowych. Informacje reklamowe kierowane do inwestorów AFI powinny być rozpoznawalne jako takie oraz opisywać ryzyko i zyski związane z zakupem jednostek uczestnictwa lub udziałów w AFI w równie widoczny sposób. Ponadto wszystkie informacje zawarte w kierowanych do inwestorów informacjach reklamowych powinny być przedstawiane w sposób rzetelny, przejrzysty i niewprowadzający w błąd. W informacjach reklamowych należy także określić, gdzie i w jaki sposób inwestorzy lub potencjalni inwestorzy mogą uzyskać streszczenie praw inwestorów, a także wskazać język streszczenia i link prowadzący do strony internetowej zawierającej takie streszczenie.

Na podstawie rozporządzenia 2019/1156 można wyodrębnić najważniejsze cechy, jakie powinny spełniać informacje reklamowe AFI. Są nimi:

- a) rozpoznawalność (identyfikowalność) jako informacje reklamowe,
- b) rzetelność,
- c) przejrzystość,
- d) niewprowadzanie w błąd,
- e) przedstawianie opisu ryzyka i zysków w równie widoczny sposób,
- f) niesprzeczność z prospektem emisyjnym lub innym dokumentem informacyjnym.

ROZPOZNAWALNOŚĆ (IDENTYFIKOWALNOŚĆ) JAKO INFORMACJE REKLAMOWE

Wytyczne ESMA zawierają dobre praktyki dotyczące identyfikowania danych informacji przez fundusz jako reklamowych. Obowiązek identyfikacji polega na wyraźnym zastrzeżeniu, że komunikat ma charakter informacji reklamowej, w taki sposób, aby adresat mógł zidentyfikować daną informację jako reklamową¹².

Informacje reklamowe powinny także zawierać zastrzeżenie prawne, które co do zasady powinno mieć charakter pełny, tj. wskazywać, że dana informacja jest informacją reklamową wraz z odesłaniem do stosowanych dokumentów, z którymi należy się zapoznać przed podjęciem decyzji inwestycyjnej. Zastrzeżenie prawne może jednak mieć charakter skrótowy, gdy pełne zastrzeżenie nie odpowiada formatowi i długości informacji reklamowej online i może ograniczyć się jedynie do wskazania, że mamy do czynienia z informacją reklamową¹³. Wytyczne akcentują także, że zastrzeżenie powinno zostać wyraźnie wyeksponowane w informacji reklamowej. Przykładowo – w przypadku prezentacji wideo zastrzeżenie prawne powinno być zawarte w nagraniu wideo, jednak nie na samym końcu nagrania¹⁴.

Komunikaty zawierające informacje reklamowe powinny więc być w sposób jasny i czytelny identyfikowalne dla ich odbiorcy. Wiąże się to z faktem, że komunikaty, zwłaszcza dokonywane za pośrednictwem mediów społecznościowych, np. kilkusekundowy film, zdjęcie albo wpis na profilu społecznościowym mają często charakter ogólny i nie prezentują

¹² Wytyczne ESMA, s. 4.

¹³ Ibidem, s. 5.

¹⁴ Ibidem.

całości informacji o warunkach uczestnictwa w funduszu. Względy ochrony inwestorów, zwłaszcza inwestorów detalicznych, przemawiają za tym, aby odbiorca mógł z łatwością zauważyć, że komunikat jest tylko informacją reklamową i miał możliwość zapoznania się z pełną informacją o funduszu poprzez odesłanie do odpowiednich dokumentów przed podjęciem decyzji inwestycyjnej.

RZETELNOŚĆ

Cechy informacji reklamowych, takie jak rzetelność, jasność i niewprowadzanie w błąd, odnoszą się do sposobu prezentacji tych informacji przez AFI. Rzetelny to, zgodnie z definicją zawartą w *Słowniku języka polskiego* PWN, „taki, jaki powinien być, odpowiadający wymaganiom”, a także „zgodny z prawdą, wiarygodny”¹⁵. W anglojęzycznej wersji rozporządzenia 2019/1156 użyto sformułowania *fair*, które oznacza akceptowalne i właściwe w danej sytuacji, traktujące wszystkich równo i zgodnie z zasadami lub prawem¹⁶. Rzetelność odnosi się więc do takich przymiotów informacji reklamowych jak zgodność z prawdą, wiarygodność i obiektywizm.

W wytycznych ESMA znajdziemy szereg wskazówek dotyczących rzetelności informacji reklamowych. Informacje reklamowe powinny być spójne i zgodne z dokumentami prawnymi i regulacyjnymi promowanego funduszu¹⁷. Ponadto wymagane jest zachowanie neutralności w przypadku krótkich informacji reklamowych, zwłaszcza komunikatów zamieszczanych w mediach społecznościowych oraz odesłania do źródeł bardziej szczegółowych informacji¹⁸. Fundusz powinien powstrzymać się od stosowania sformułowań, które są zbyt optymistyczne, a przez to mogą wywrzeć mylne wrażenie o prawdziwych cechach funduszu. Nie należy także stosować wyrażen umniejszających ryzyko oraz sugerujących łatwe i gwarantowane zyski¹⁹. Wytyczne EMSA akcentują powściągliwość, jaką powinien zachować fundusz w porównywaniu promowanego funduszu z innymi funduszami. Zasadniczo porównanie takie powinno być ograniczone do funduszy charakteryzujących się podobną polityką inwestycyjną oraz podobnym profilem ryzyka i zysków, chyba że dokumenty marketingowe zawierają stosowne wyjaśnienie różnicy pomiędzy funduszami²⁰.

Powyższe dobre praktyki należy ocenić pozytywnie, bowiem większość produktów inwestycyjnych dostępnych na rynku wiąże się z ryzykiem utraty całości lub części zainwestowanych środków, a brak odpowiedniego podkreślenia tego w komunikatach reklamowych mógłby spowodować uzyskanie mylnego wyobrażenia o produktach inwestycyjnych funduszu, zwłaszcza wśród niedoświadczonych inwestorów. Z kolei ustawa o funduszach inwestycyjnych precyzuje w art. 229d ust. 1, że rzetelne przedstawianie informacji przez zarządzającego ASI dotyczy sytuacji finansowej alternatywnej spółki inwestycyjnej oraz ryzyka związanego z uczestnictwem w niej.

¹⁵ *Słownik języka polskiego*, <https://sjp.pwn.pl/szukaj/rzetelny.html> [dostęp: 24.11.2021].

¹⁶ Oxford Learner's Dictionary, https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/fair_1?q=fair [dostęp: 24.11.2021].

¹⁷ Wytyczne ESMA, s. 6.

¹⁸ *Ibidem*, s. 8.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ *Ibidem*, s. 9.

PRZEJRZYSTOŚĆ

Przejrzystość jako cecha informacji reklamowych odnosi się do sformułowania komunikatów w sposób jasny i zrozumiały dla odbiorców. W anglojęzycznej wersji zastosowano pojęcie *clear* – co oznacza łatwy do zrozumienia i nie zagmatwany²¹. Wytyczne ESMA w odniesieniu do cechy przejrzystości wskazują, że informacja reklamowa powinna opisywać cechy inwestycji w sposób wystarczający do zrozumienia kluczowych elementów tych cech, a także nie zawierać nadmiernej liczby odesłań do dokumentów prawnych i regulacyjnych²². Ponadto informacja powinna być prezentowana w sposób odpowiedni i adekwatny dla docelowych lub potencjalnych inwestorów. Zakres informacji i jej sposób przedstawiania może uwzględniać, czy komunikat jest przeznaczony dla inwestorów detalicznych czy branżowych.

W informacjach kierowanych do inwestorów detalicznych nie należy stosować nadmiernie technicznych sformułowań, a także wyjaśniać używaną terminologię²³. Komunikat powinien być zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy inwestorów, do której jest kierowany lub do której może dotrzeć²⁴. Informacje reklamowe powinny także przejrzystość przedstawiać koszty uczestnictwa w funduszu²⁵.

NIEWPROWADZANIE W BŁĄD

Wytyczne ESMA nie posługują się definicją wprowadzenia w błąd. Pojęcie to ma charakter nieostry i ocenny. Pewną wskazówkę interpretacyjną dla polskich organów nadzorczych i uczestników rynku finansowego może stanowić dorobek doktryny i orzecznictwa wypracowany na gruncie art. 16 ustawy o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji²⁶. Przepis ten dotyczy nieuczciwej reklamy, której jednym z rodzajów jest reklama wprowadzająca w błąd. Ustawa ta nakazuje, aby przy ocenie reklamy wprowadzającej w błąd uwzględniać wszystkie jej elementy, zwłaszcza dotyczące ilości, jakości, składników, sposobu wykonania, przydatności, możliwości zastosowania, naprawy lub konserwacji reklamowanych towarów lub usług, a także zachowania się klienta.

Zdaniem A. Michalaka zachowaniem wprowadzającym w błąd może być także zaniechanie sprostowania wywołanego błędu²⁷. E. Nowińska z kolei akcentuje, że z wprowadzeniem w błąd mamy do czynienia, gdy występuje wywołanie u klienta niezgodnego z rzeczywistym stanem rzeczy wyobrażenia o towarze lub usłudze oraz powstaje możliwość podjęcia pod wpływem błędu decyzji dotyczącej nabycia towaru lub usługi. Wprowadzenie w błąd mogą wywołać nie tylko reklamy, których treść jest fałszywa lub myląca, ale także gdy zawarte w niej informacje są prawdziwe, jednak sformułowane zbyt ogólnikowo bądź wieloznacznie²⁸.

²¹ *Oxford Learner's Dictionary*, https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/clear_1?q=clear [dostęp: 24.11.2021].

²² Wytyczne ESMA, s. 7.

²³ *Ibidem*, s. 6.

²⁴ *Ibidem*, s. 8.

²⁵ *Ibidem*, s. 9.

²⁶ Ustawa z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (tekst jedn. Dz.U z 2020 r., poz. 1913), dalej: u.z.n.k.

²⁷ A. Michalak, *Zaniechanie jako źródło czynu nieuczciwej konkurencji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 8, s. 37.

²⁸ E. Nowińska, [w:] K. Szczepanowska-Kozłowska, E. Nowińska, *Ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji. Komentarz*, Warszawa 2018, art. 16, Nb 27.

W doktrynie podkreśla się także, że jako adresata reklamy należy traktować modelowego uczestnika segmentu danego rynku, który jest osobą dostatecznie rozezną, odpowiednio ostrożną i uważną²⁹. Dostatecznego rozeznania nie należy jednak utożsamiać z pełnym rozeznaniem rynkowym, lecz należy je raczej rozumieć jako zaledwie rozeznanie dostateczne. W okolicznościach danej sprawy wzorzec modelowego uczestnika rynku może ulec modyfikacji³⁰. Inny zatem będzie model uczestnika segmentu danego rynku, gdy informacja reklamowa skierowana zostanie do inwestorów instytucjonalnych, a inny gdy odbiorcami komunikatu będą inwestorzy detaliczni.

W orzecznictwie wskazuje się, że reklama wprowadzająca w błąd to taka, pod wpływem której nie musi dojść do podjęcia określonych decyzji, lecz także mogąca wywołać jedynie potencjalną zdolność wpływu na decyzje klientów³¹. Zdaniem Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, wprowadzenie w błąd może polegać na pominięciu w reklamie istotnej dla konsumenta informacji³². Z obowiązkiem przedstawiania informacji w sposób rzetelny, przejrzysty i niewprowadzający w błąd wiąże się także ostrożne prezentowanie informacji o wynikach osiągniętych przez fundusz w przeszłości. Wyniki takie nie powinny stanowić głównej informacji zawartej w komunikacie AFI. Prezentację wyników należy poprzedzić stwierdzeniem dotyczącym tego, że wyniki określone w przeszłości nie przewidują przyszłych wzrostów, a sposób ich prezentacji powinien być uczciwy i opierać się na obiektywnych danych³³.

PRZEDSTAWIANIE OPISU RYZYKA I ZYSKÓW W RÓWNIE WIDOCZNY SPOSÓB

Przedstawianie opisu ryzyka i zysków w równie widoczny sposób przez AFI uzasadnione jest tym, aby odbiorca mógł podjąć decyzję inwestycyjną w sposób niezakłócony. Ryzyko pomyłki inwestora znacząco rośnie, gdy komunikaty funduszu uwydatniają tylko potencjalne zyski z inwestycji przy jednoczesnym umniejszaniu znaczenia związanego z nią ryzyka.

Wytyczne ESMA akcentują, że informacje prezentujące ryzyko powinny być dokładne, a także w widoczny i rzetelny sposób przedstawiać wszelkie rodzaje ryzyka. Ponadto rodzaj czcionki i jej rozmiar użyty do opisu ryzyka powinien być co najmniej taki sam jak czcionka dominująca w komunikacie. Naruszeniem dobrych praktyk będzie podanie w informacji reklamowej wyłącznie zysków, bez odniesienia się do ryzyka związanego z inwestycją. Dobrą praktykę stanowi przedstawianie ryzyka i zysków w formie dwukolumnowej tabeli lub podsumowanych w wykazie wyraźnie rozróżniającym ryzyko i zyski na jednej stronie³⁴.

²⁹ Ibidem, art. 16, Nb 27.

³⁰ Ibidem, art. 16, Nb 28.

³¹ Wyrok SA we Wrocławiu z 25 lipca 2018 r., I Aga 232/18, LEX nr 2685605.

³² Wyrok SOKiK z 19 maja 2005 r., XVII Ama 11/04, LEX nr 156800.

³³ Wytyczne ESMA, s. 11.

³⁴ Ibidem, s. 5.

NIESPRZECZNOŚĆ Z PROSPEKTEM EMISYJNYM LUB INNYM DOKUMENTEM INFORMACYJNYM

Zgodnie z rozporządzeniem 2019/1156 informacje reklamowe nie mogą być sprzeczne z informacjami zawartymi w prospekcie emisyjnym AFI lub innym dokumencie wymaganym w związku z wprowadzeniem AFI do obrotu. Dotyczy to AFI zobowiązanych do publikacji prospektu emisyjnego. Obowiązek sporządzenia prospektu może wynikać z rozporządzenia 2017/1129³⁵, a obowiązek publikacji innego dokumentu zamiast prospektu (np. memorandum informacyjnego) z polskiej ustawy o ofercie publicznej³⁶.

Institucja wprowadzenia AFI do obrotu polega na proponowaniu objęcia nowych lub podwyższenia wartości nominalnej istniejących udziałów – w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, proponowaniu objęcia akcji nowej emisji oraz sprzedaż akcji własnych – w przypadku spółki akcyjnej i spółki komandytowo-akcyjnej albo podejmowaniu czynności związanych z przystąpieniem do spółki nowych komandytariuszy lub zwiększeniem wkładu dotychczasowych komandytariuszy – w przypadku spółki komandytowej. AFI może zostać wprowadzone do obrotu wśród klientów profesjonalnych albo wśród klientów detalicznych. Wprowadzenie do obrotu wśród klientów detalicznych odbywa się na zasadach określonych w trybie oferty publicznej. Co do zasady wymagane jest opublikowanie prospektu emisyjnego, chyba że zachodzi określony w rozporządzeniu 2017/1129 wyjątek. Prospekt emisyjny powinien zawierać niezbędne informacje dla inwestora, umożliwiające mu dokonanie przemyślanej oceny m.in. aktywów i pasywów, zysków i strat, sytuacji finansowej oraz perspektyw emitenta.

Wyłączenia prospektowe obejmują m.in. oferty papierów wartościowych skierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych albo do grupy mniej niż 150 inwestorów, innych niż inwestorzy kwalifikowani. Ustawa o ofercie publicznej w niektórych przypadkach wymaga opublikowania memorandum informacyjnego zamiast prospektu emisyjnego. Taka sytuacja ma miejsce, gdy w kilku ofertach papierów wartościowych tego samego rodzaju dokonywanych w okresie następujących po sobie 12 miesięcy łączna liczba inwestorów, do których kierowana jest oferta, przekracza 149.

Ponadto informacje reklamowe, które obejmują ofertę zakupu jednostek uczestnictwa lub udziałów w AFI i zawierają szczegółowe informacje o AFI, nie mogą być sprzeczne z informacjami, które muszą być ujawniane inwestorom zgodnie z odrębnymi przepisami, ani nie mogą umniejszać znaczeniu tych informacji. Wymogi ujawniania informacji inwestorom ustanowione zostały w dyrektywie ZAFI³⁷ i obejmują m.in. obowiązek przedstawiania inwestorom celów i strategii inwestycyjnej AFI przed wprowadzeniem jej do obrotu.

³⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 14.06.2017 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 (Dz.U.UE.L.2017.168.12).

³⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U z 2021 r., poz. 1983).

³⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektywy 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz.U.UE.L.2011.174.1); dalej: dyrektywa ZAFI.

ŚRODKI NADZORU NAD ZAFI W ZWIĄZKU Z UDOSTĘPNIANIEM INFORMACJI REKLAMOWYCH

Rozporządzenie 2019/1156 wskazuje, że odpowiedzialność za zachowanie obowiązków dotyczących informacji reklamowych spoczywa na zarządzających AFI. Zobowiązuje także państwa członkowskie, aby ich właściwe organy posiadały uprawnienia nadzorcze i dochodzeniowe nad zarządzającymi AFI³⁸.

W Polsce odpowiednikiem ZAFI są zarządzający ASI, którzy zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych rozumiani są jako zewnętrznie lub wewnętrznie zarządzający ASI, a ich działalność ograniczona jest wyłącznie do zarządzania ASI oraz wprowadzania tej spółki do obrotu³⁹. Organem nadzoru nad działalnością zarządzających ASI jest Komisja Nadzoru Finansowego⁴⁰, co wynika z ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁴¹. Nadrzędnym celem nadzoru Komisji jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego⁴². Komisja sprawuje nadzór wyłącznie na podstawie kryterium zgodności z prawem (legalności)⁴³. Środki nadzoru nad ZASI w odniesieniu do informacji reklamowych zostały uregulowane w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Charakteryzują się one różnym stopniem dolegliwości. Gdy Komisja stwierdzi, że a) publikowane przez zarządzającego ASI informacje dotyczące ASI wprowadzają lub mogą wprowadzić w błąd lub b) informacje reklamowe dotyczące ASI nie zawierają informacji wymaganych prawem, wówczas może: a) zakazać ich ogłaszania lub b) nakazać ogłoszenie odpowiednich sprostowań w wyznaczonym terminie.

Jeżeli ZASI nie dostosuje się do zakazu lub nakazu nałożonego przez Komisję, ogłasza ona na jego koszt odpowiednie sprostowanie oraz nakłada karę pieniężną odpowiednio na: a) zewnętrznie zarządzającego ASI albo b) na członka zarządu wewnętrznie zarządzającego ASI odpowiedzialnego za zaistniałe naruszenie. Ustawa posługuje się określeniami „dokonuje ogłoszenia” i „nakłada”, co świadczy o kategoryczności decyzyjnej Komisji. Różnicowanie podmiotów, na które nakładana jest kara pieniężna w przypadku wewnętrznie i zewnętrznie zarządzającego ASI wynika ze struktury wewnętrznie zarządzającego ASI. Jest on bowiem jedynym komplementariuszem ASI prowadzącej działalność w formie spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej. Gdyby zatem nałożyć karę na wewnętrznie zarządzającego ASI, a nie na jej członka zarządu, kara ta obciążałaby w rzeczywistości ASI, a pośrednio także jej inwestorów, a nie zarządzającego spółką.

PODSUMOWANIE

Zagadnienie udostępniania informacji reklamowych przez alternatywne fundusze inwestycyjne ma istotne znaczenie gospodarcze. Informacje udostępnione przez fundusz

³⁸ Art. 14 ust. 1 i 2 rozporządzenia 2019/1156 w zw. z art. 97 ust. 1 i 2 oraz art. 2 ust. 1 lit. h dyrektywy ZAFI.

³⁹ J. Kmieć, [w:] *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, tom I: Art. 1–157, red. A. Kidyba, Warszawa 2018, art. 2, Nb. 3.

⁴⁰ Dalej: Komisja.

⁴¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn. Dz.U. z 2020 r., poz. 1400).

⁴² M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2018, art. 4, Nb 1.

⁴³ Art. 224a ustawy o funduszach inwestycyjnych.

mogą stanowić ważny czynnik podjęcia decyzji o przekazaniu środków pieniężnych danemu funduszowi przez inwestorów. Zagrożenia, jakie niesie ze sobą uczestnictwo w instytucjach rynku finansowego, zwłaszcza takie jak ryzyko utraty zainwestowanych środków pieniężnych czy brak wystarczających informacji do podjęcia decyzji inwestycyjnej⁴⁴, powodują, że zasadna staje się ingerencja ustawodawcy w celu minimalizacji tych zagrożeń.

Instytucja alternatywnego funduszu inwestycyjnego powstała przede wszystkim z myślą o sektorze funduszy *venture capital/private equity*⁴⁵. Inwestycja w fundusze tego typu wiąże się z wysokim ryzykiem, co wynika z faktu, że dokonują one alokacji środków pieniężnych w przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnym etapie rozwoju. Nie mają one zazwyczaj ugruntowanej pozycji na rynku, a oferowane produkty lub usługi często znajdują się dopiero w fazie testów.

Z tego względu szczególnie istotne jest zapewnienie ochrony inwestorów już na etapie podejmowania decyzji inwestycyjnej, poprzez zapewnienie im dostępu do możliwie jak najszerszego zakresu rzetelnych i obiektywnych informacji o danym funduszu. Dotyczy to zwłaszcza inwestorów detalicznych, często nieposiadających dużej wiedzy na temat rynku finansowego. Regulacje dotyczące informacji reklamowych AFI mają charakter trójpoziomowy. Składają się z bezpośrednio wiążących przepisów rozporządzenia 2019/1156 wyznaczającego ogólne zasady udostępniania informacji reklamowych, przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, które m.in. ustanawiają sankcję za naruszenie zasad udostępniania informacji reklamowych, a także wytycznych ESMA mających charakter *soft law*, uszczegóławiających przepisy rozporządzenia. Taki system w sposób nowoczesny reguluje zagadnienie, odnosząc się do wszystkich kanałów informacji, w tym do powszechnie stosowanych komunikatów za pośrednictwem mediów społecznościowych oraz zapewnia kompleksową ochronę inwestorów.

Bibliografia

Literatura

Kidyba A. (red.), *Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Komentarz*, tom I: Art. 1–157, Warszawa 2018.

Michalak A., *Zaniechanie jako źródło czynu nieuczciwej konkurencji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 8.

Sójka T. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2015.

Szczepanowska-Kozłowska K., Nowińska E., *Ustawa o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji. Komentarz*, Warszawa 2018.

Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018.

⁴⁴ T. Nieborak, [w:] *Komentarz do ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. T. Sójka, Warszawa 2015, art. 1. Nb 5.

⁴⁵ Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, druk sejmowy nr 69, s. 23.

Pozostałe źródła

Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw, Druk sejmowy nr 69, <https://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/druk.xsp?nr=69> [dostęp: 24.11.2021].

Uzasadnienie projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, Druk sejmowy nr 1358, <https://www.sejm.gov.pl/sejm9.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=1358> [dostęp: 24.11.2021].

Wyrok SA we Wrocławiu z 25.07.2018 r., I Aga 232/18, LEX nr 2685605.

Wyrok SOKiK z 19.05.2005 r., XVII Ama 11/04, LEX nr 156800.

Wytyczne ESMA dotyczące informacji reklamowych, o których mowa w rozporządzeniu w sprawie transgranicznej dystrybucji funduszy z 02.08.2021 r., ESMA34-45-1272 PL, https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/?f%5B0%5D=im_esma_sections%3A35 [dostęp: 24.11.2021].