



Możliwości pozyskiwania kapitału i inwestorów ASI – perspektywa regulacyjna

Akademia.VC – 23 kwietnia 2025 r.



Kuba Szpringer

Partner, Radca Prawny
Kancelaria KSZ Smart Legal



Michał Karwasiński

Partner, Radca Prawny
Kancelaria KSZ Smart Legal



Kacper Czyżewski

Radca Prawny
Kancelaria KSZ Smart Legal



Kim jesteśmy?

[LinkedIn](#)

[Newsletter](#)



Wspieramy klientów w organizowaniu biznesu na styku rynku finansowego i nowoczesnych technologii



Obsługujemy tradycyjne instytucje finansowe oraz FinTech'y



Pomagamy wdrażać innowacyjne produkty, takie jak crowdfunding, sztuczna inteligencja na rynku finansowym, robodoradztwo, tokenizacja aktywów, chmura obliczeniowa, oferowanie i integracja produktów online



Zapewniamy bezpieczeństwo prawne, ale oferujemy elastyczne rozwiązania i lubimy działać poza utartymi schematami



1

- Kategoria inwestora docelowego ASI a konstrukcja regulacyjna ZASI – kiedy można kierować ofertę do detalu

2

- Możliwości i ograniczenia w pozyskiwaniu kapitału w zależności od formy prawnej ASI

3

- Zasady kategoryzacji inwestorów ASI, w szczególności osób fizycznych

4

- Oferta publiczna i obowiązki związane z emisją akcji ASI

5

- Pozyskiwanie kapitału w formie obligacji i pożyczek

6

- Stanowiska i oczekiwania organów nadzoru

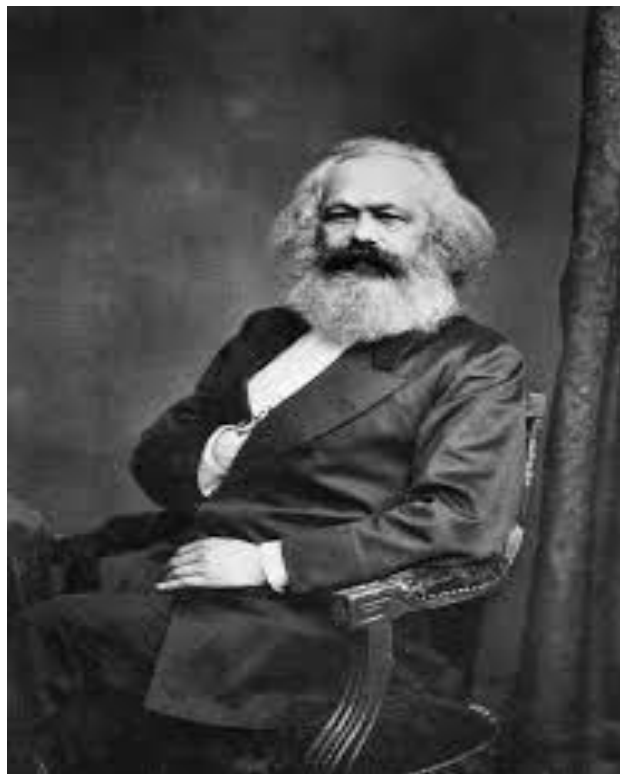


Kategoria inwestora docelowego ASI a konstrukcja regulacyjna ZASI

Kuba Szpringer

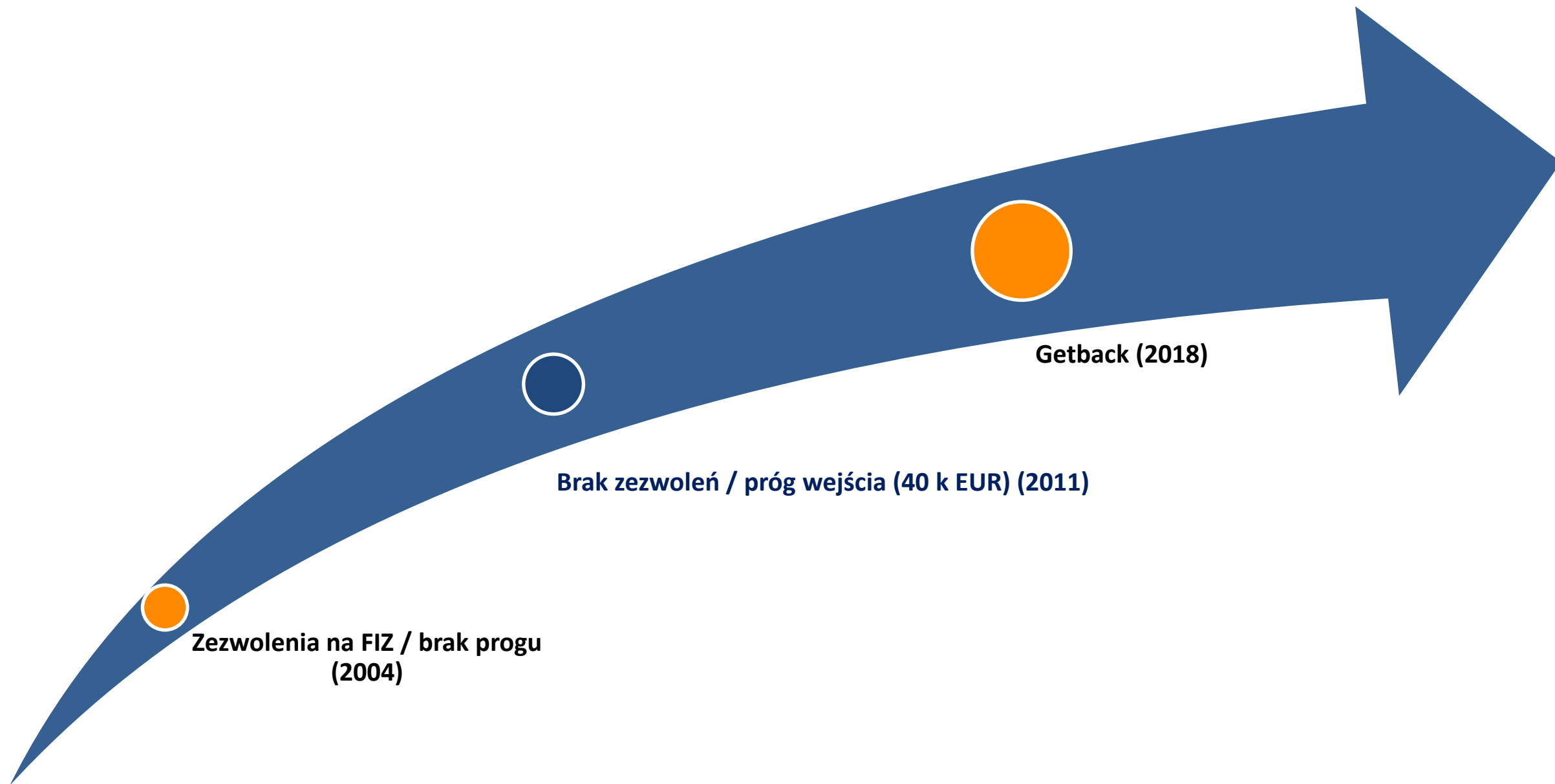
Instytucje finansowe / Fintech / Risk & Compliance / VC & Corporate

Kilka słów o historii (?) która lubi się powtarzać...



Ewolucja Dystrybucji FIZ (40 k EUR) - 2011

Z dniem 4 grudnia 2011 r., tj. z dniem wejścia w życie Ustawy z dnia 16 września 2011 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, Komisja Nadzoru Finansowego zaprzestanie licencjonowania funduszy inwestycyjnych zamkniętych emitujących wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani też wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Zmiana legislacyjna, o której mowa, nie oznacza, iż niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte nie będą podlegały kontroli Komisji, a jedynie, że punkt ciężkości zostanie przeniesiony z kontroli uprzedniej na kontrolę następczą.



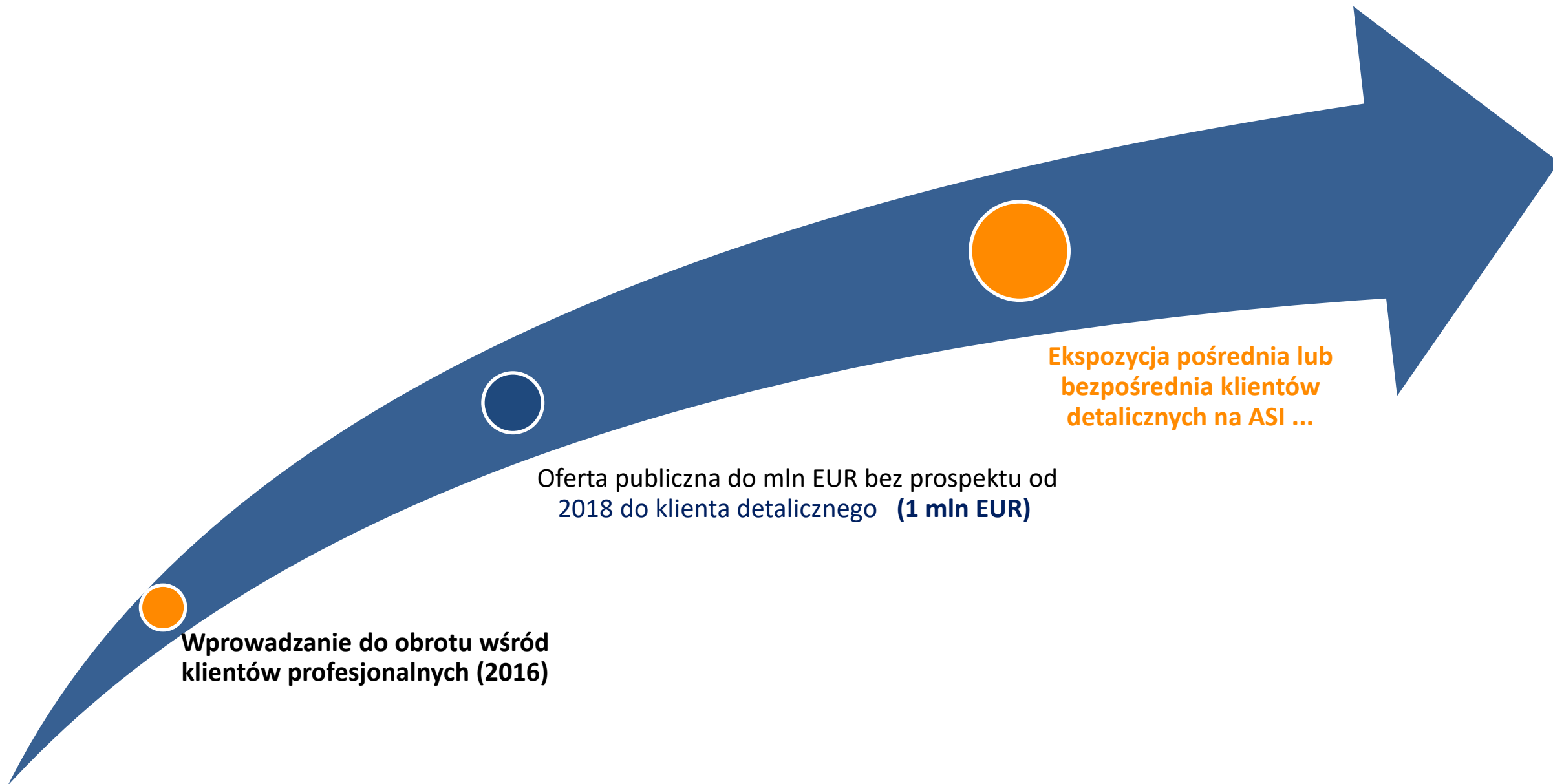
Skutek ?

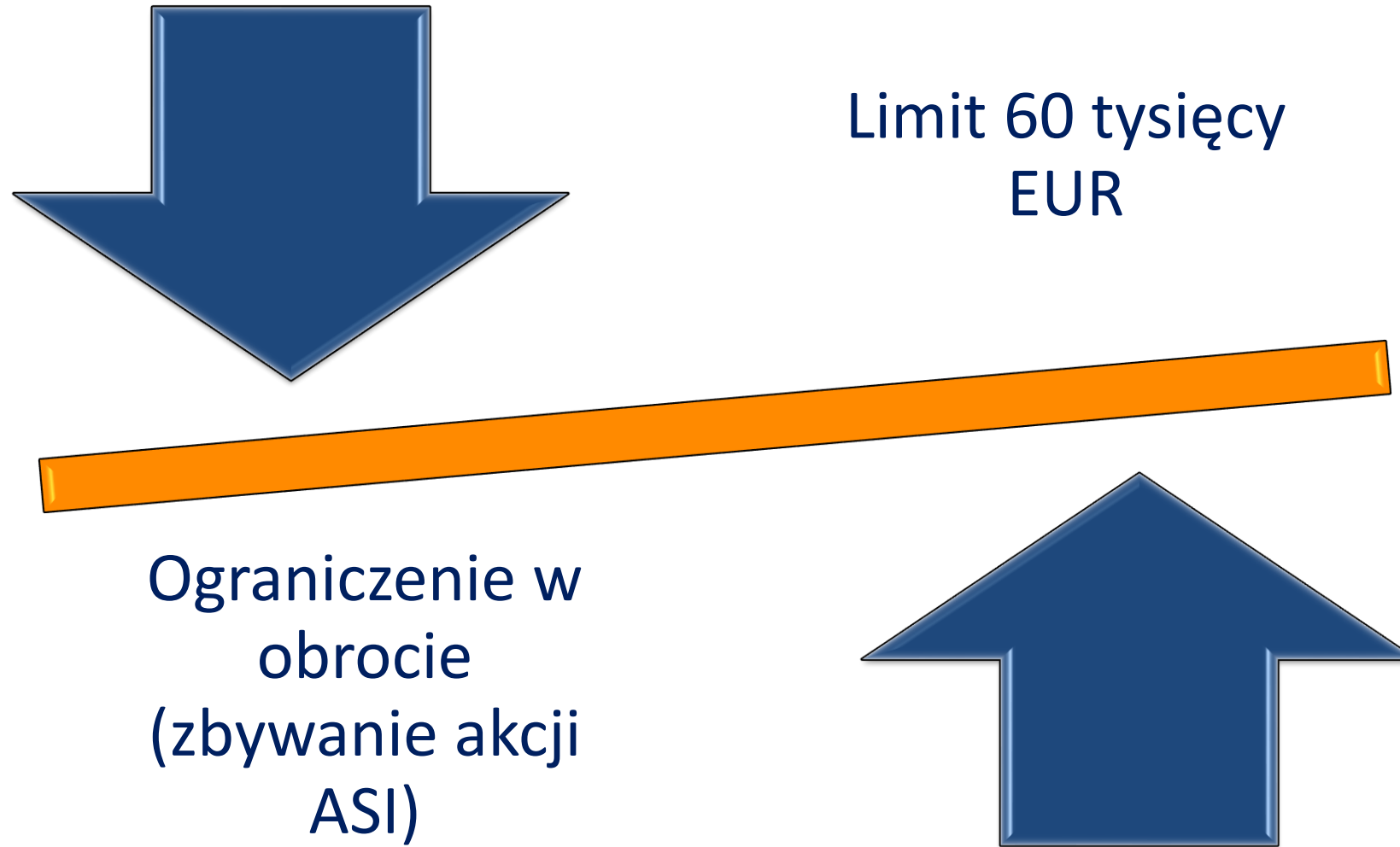


**Obowiązkowa dematerializacja FIŻ
(2019)**

ASI – > lata 2016 – 2023

Niemniej jednak w oparciu o obserwowaną praktykę rynkową można zauważyć, iż procedury sprawdzające doświadczenie i wiedzę potencjalnego klienta usług finansowych są uznawane jako formalny wymóg, niejednokrotnie traktowany w sposób, który nie pozwala w faktycznym stopniu odzwierciedlić rzeczywistej wiedzy potencjalnego inwestora o określonym produkcie inwestycyjnym oraz faktycznej świadomości odnośnie wszystkich aspektów i konsekwencji podjętej decyzji inwestycyjnej. Przy czym obowiązujące przepisy nie nakładają żadnych wymiernych i jednoznacznych kryteriów pozwalających na ustalenie wiedzy i doświadczenia potencjalnego inwestora ASI, pozostawiając tę kwestię do uznania zarządzającego ASI. Wobec ograniczonego zakresu regulacji dotyczących zarejestrowanych zarządzających ASI, a co za tym idzie ograniczonego zakresu nadzoru Komisji nad tymi podmiotami, Komisja podkreśla, iż inwestorzy profesjonalni, w tym również podmioty, które zarządzają alternatywną spółką inwestycyjną uznał na podstawie art. 70k ust. 1 Ustawy za inwestorów profesjonalnych, muszą się liczyć z faktem występowania podwyższonego ryzyka inwestycyjnego związanego z inwestycjami w prawa udziałowe alternatywnych spółek inwestycyjnych.





Zawieszenia obrotu akcjami spółek ASI na GR i NC

2023-09-26 19:08:41

Warszawa, 26 września 2023 r.

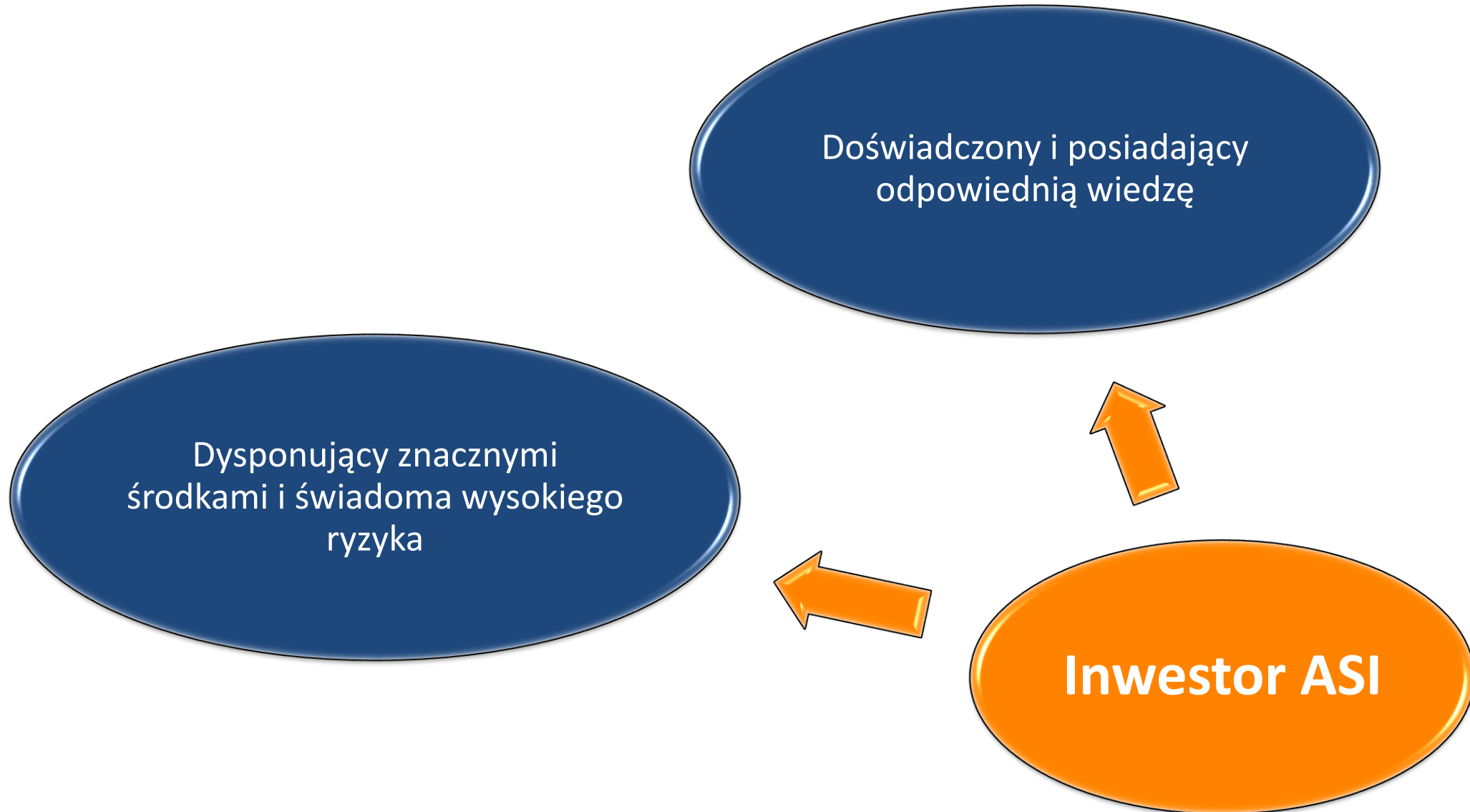
Komunikat GPW w sprawie zawieszenia obrotu akcjami spółek ASI notowanymi na Głównym Rynku oraz NewConnect

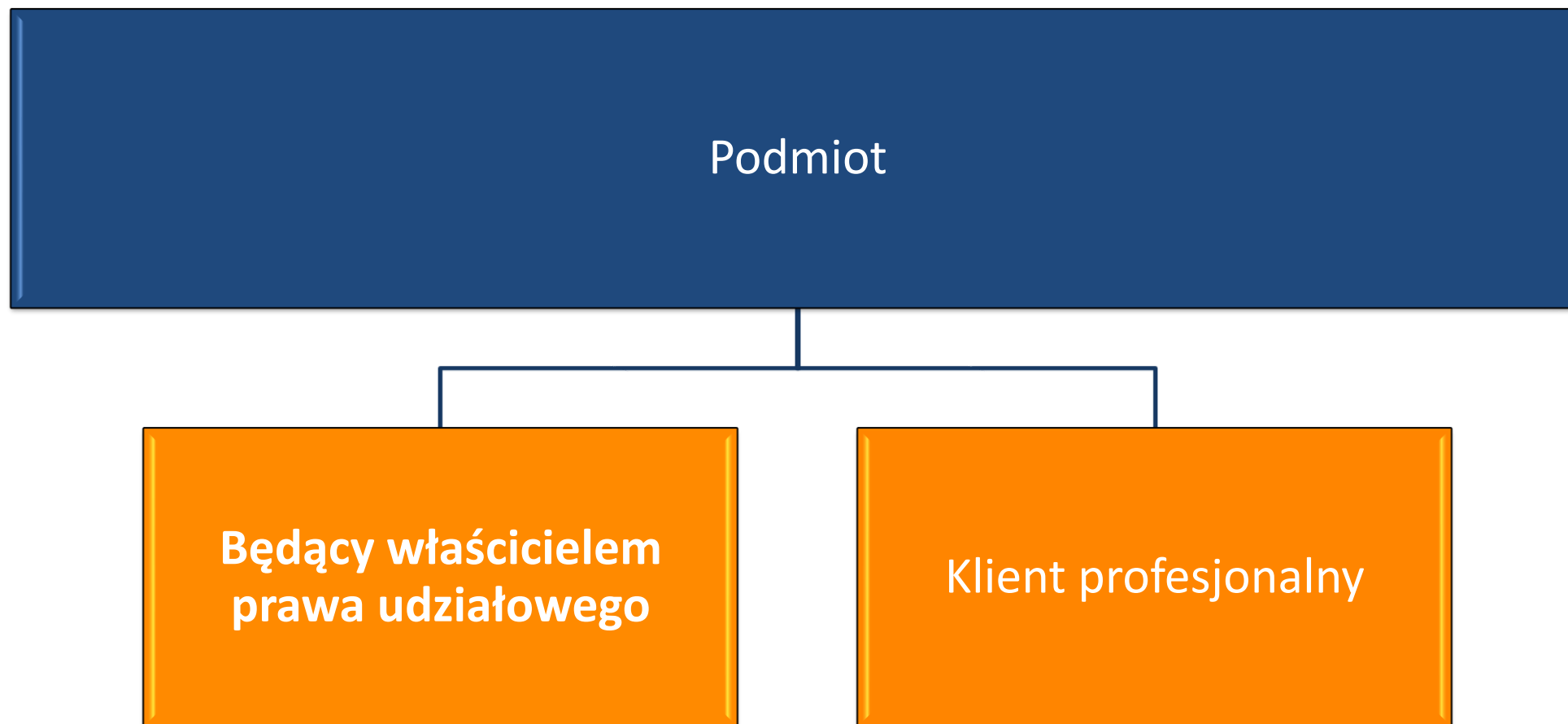
Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, mając wzgląd na interes obecnych i potencjalnych uczestników obrotu giełdowego, działając w ramach swoich uprawnień wynikających z właściwych przepisów Regulaminu Giełdy i Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, postanowił nie wykluczać akcji spółek ASI notowanych obecnie na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect, lecz zawiesić obrót tymi akcjami do czasu ustania wskazanego poniżej ryzyka prawnego. Decyzja ta została podjęta po szczegółowej analizie zmian w przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych, które wchodzi w życie z dniem 29 września br., oraz ocenie potencjalnych ryzyk wynikających z tych zmian dla bezpieczeństwa obrotu giełdowego i interesu jego uczestników, jak również po zasięgnięciu opinii zewnętrznych doradców.

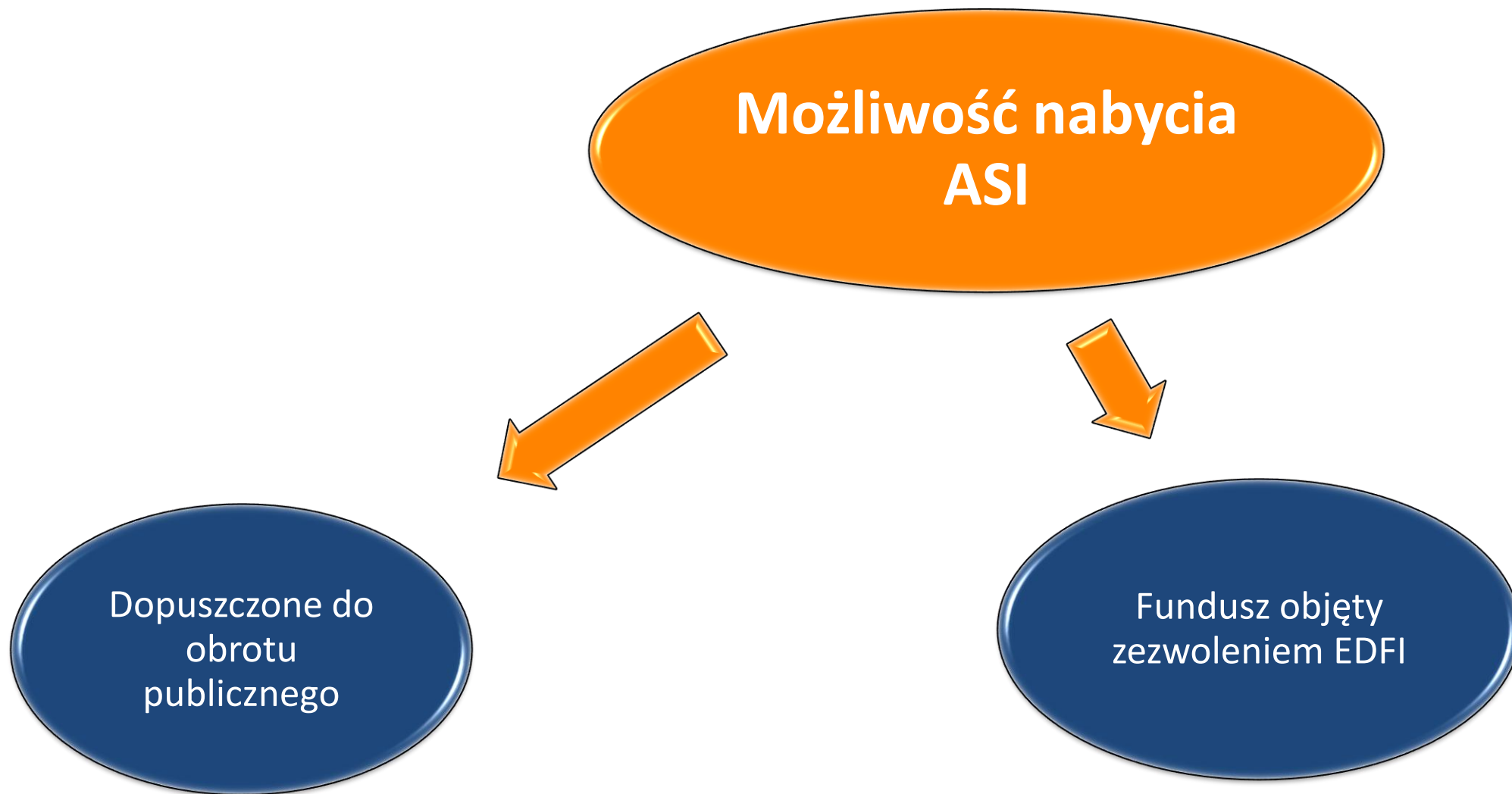
Decyzja Zarządu Giełdy wynika z faktu, że nowe przepisy dotyczące spółek ASI przewidując (w określonych przypadkach) sankcję nieważności dla transakcji akcjami spółek posiadających ten status, wprowadzają tym samym częściowe ograniczenie zbywalności tych akcji. Jednocześnie literalne brzmienie tych przepisów nie przewiduje wyłączenia spod nowego reżimu akcji spółek ASI mających status spółek publicznych, bądź przynajmniej akcji takich spółek, które zostały dopuszczone i wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu.

Powyższy stan prawny generuje, w naszej ocenie, trudne obecnie do oszacowania ryzyko uznania za nieważne części transakcji zawieranych na rynkach GPW akcjami spółek ASI, począwszy od dnia 29 września br. To zaś mogłoby przynieść dalsze negatywne skutki dla interesów inwestorów giełdowych uczestniczących po tej dacie w obrocie tego rodzaju akcjami, jak również stanowić zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu giełdowego.

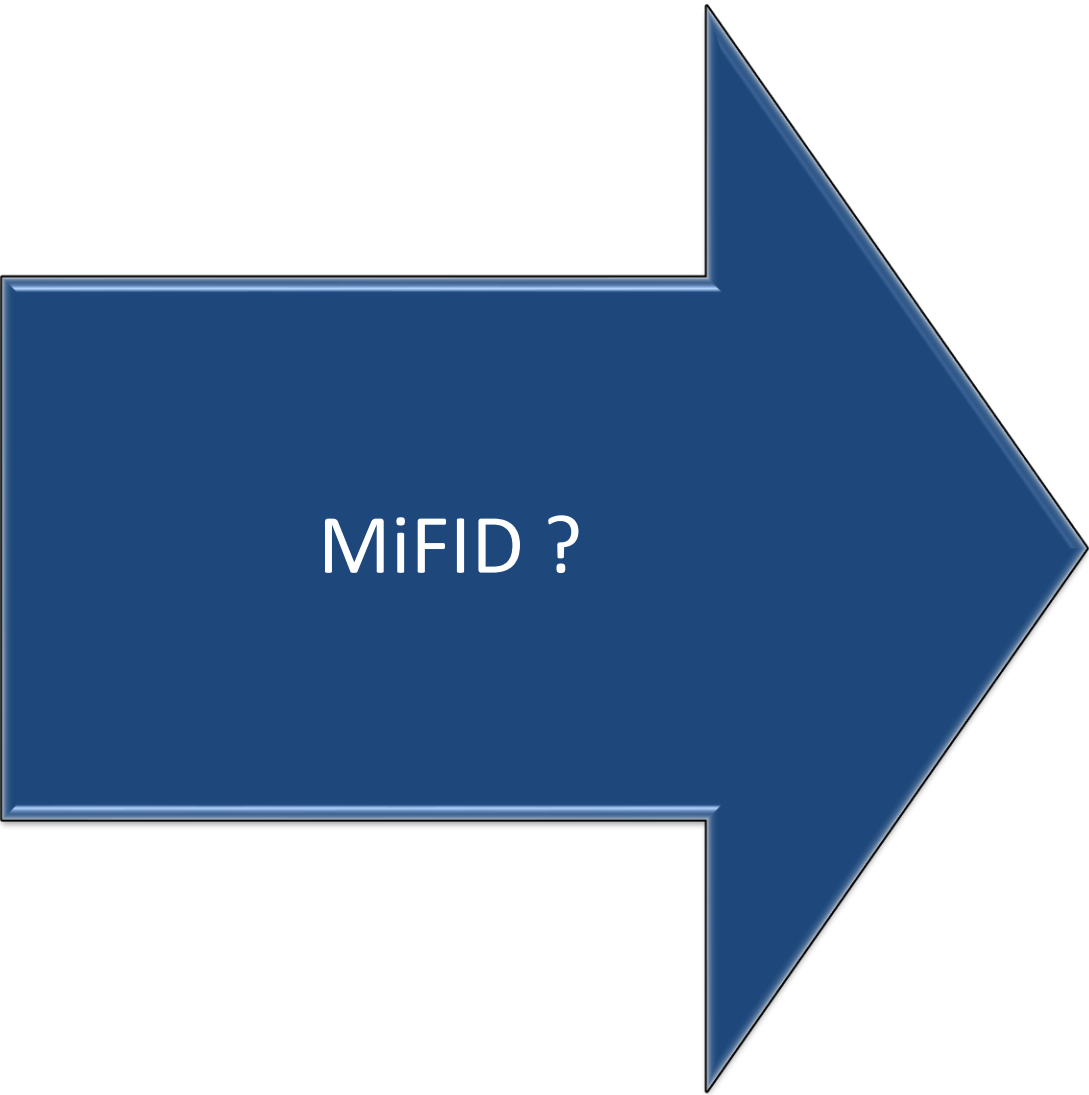




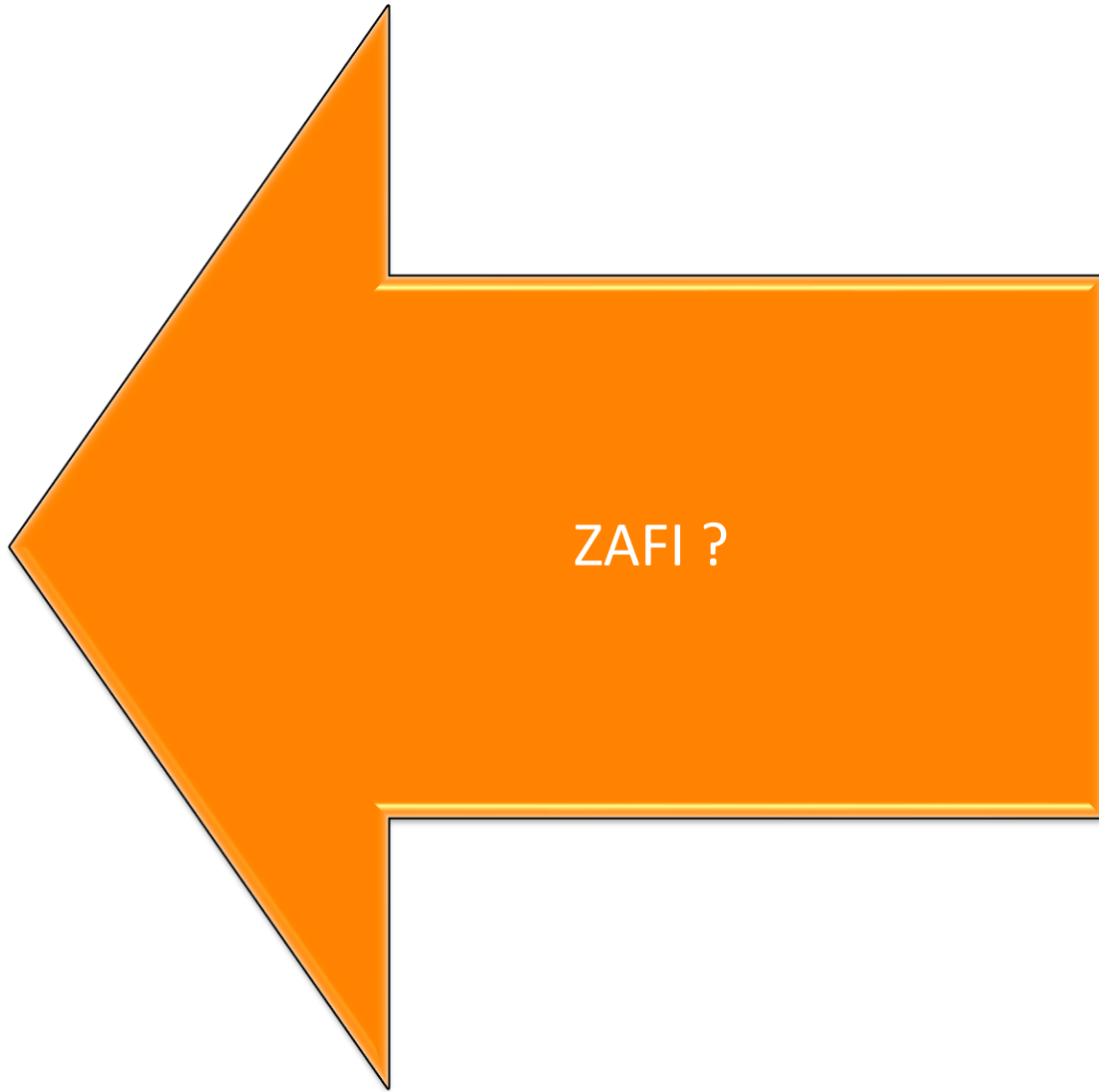




Skąd 60.000 EUR ?



MiFID ?



ZAFI ?

Wpływ formy prawnej na pozyskiwanie equity

Wewnętrzne
(sp. z o. o.)

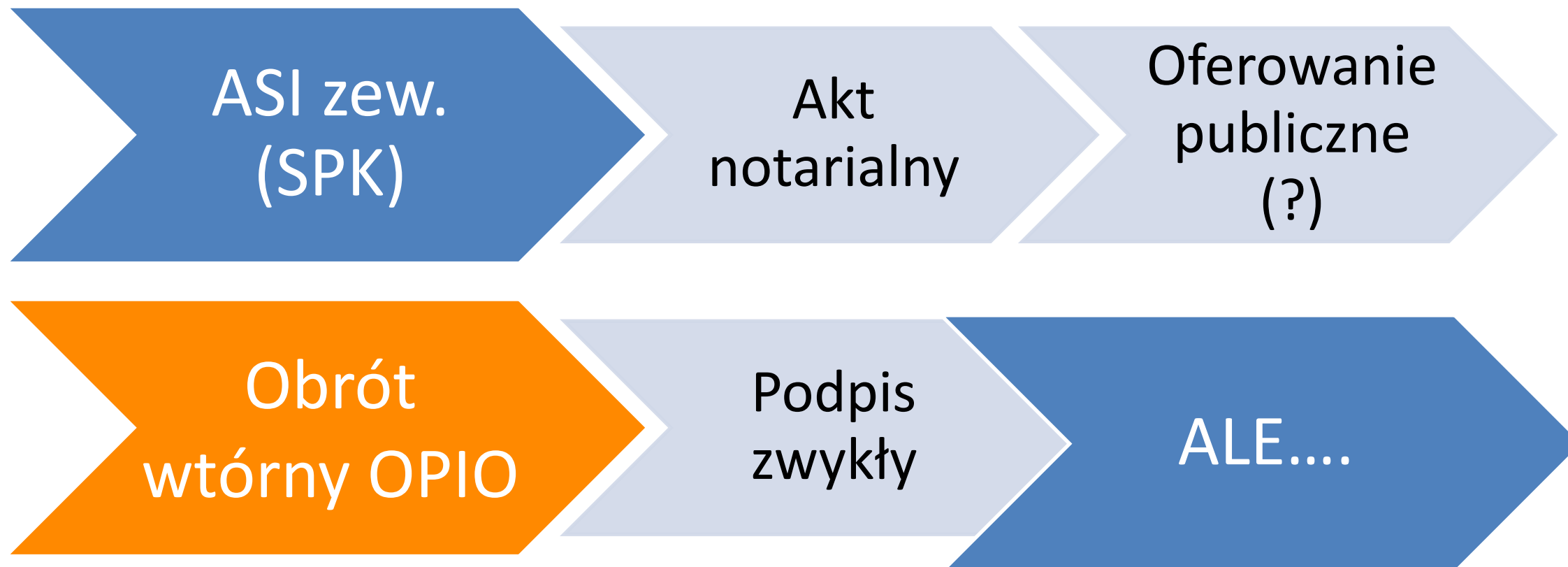
Akt notarialny

Crowdfunding
(!)

Obrót
wtórny

Podpis
notarialny

Wpływ formy prawnej cd.





SKA lub SA

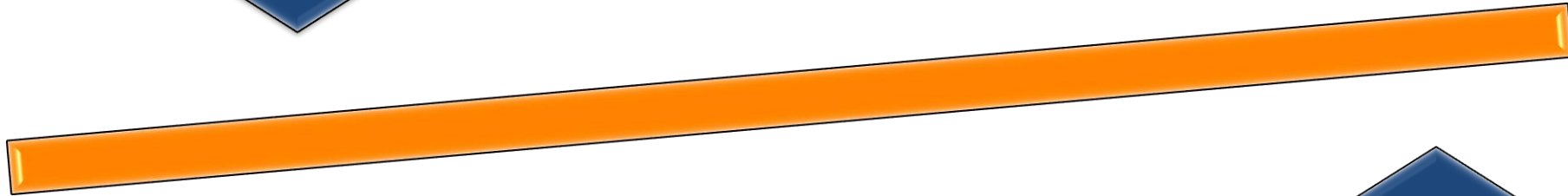
Ustawa o
ofercie ...



Inne formy pozyskiwania kapitału



DEBT / Formy nienazwane



Wyłączenie osób fizycznych (wyjątek ...?)



Finansowanie hybrydowe z udziałem inwestorów udziałowych



Udział w Equity

Pożyczka (?)

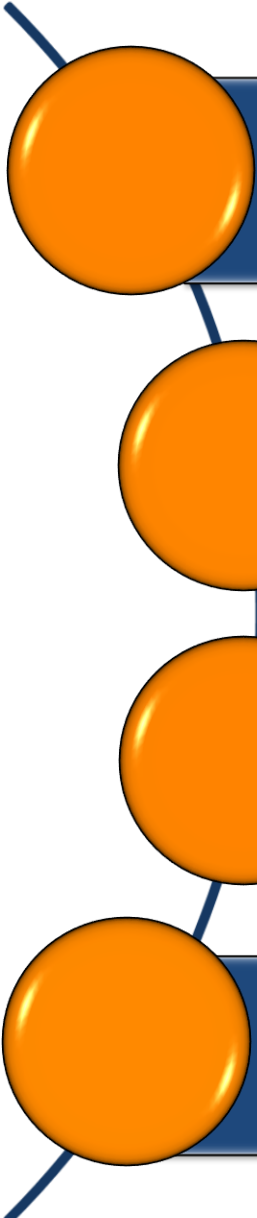
+



Umowa inwestycyjna



**Czy Inwestor ASI może zawrzeć
dodatkową umowę między
wspólnikami (w tym ZASI)**



Użycie przez ASI weksla jako instrumentu pozyskiwania kapitału, a następnie przeznaczanie środków pochodzących od konsumentów na działalność inwestycyjną ASI, to naruszenie dobrego obyczaju

Skutkowało przeniesieniem na konsumentów ryzyka działalności inwestycyjnej

ASI „oferowała” weksle, a gospodarczym przeznaczeniem weksli jest zabezpieczenie długu wystawcy

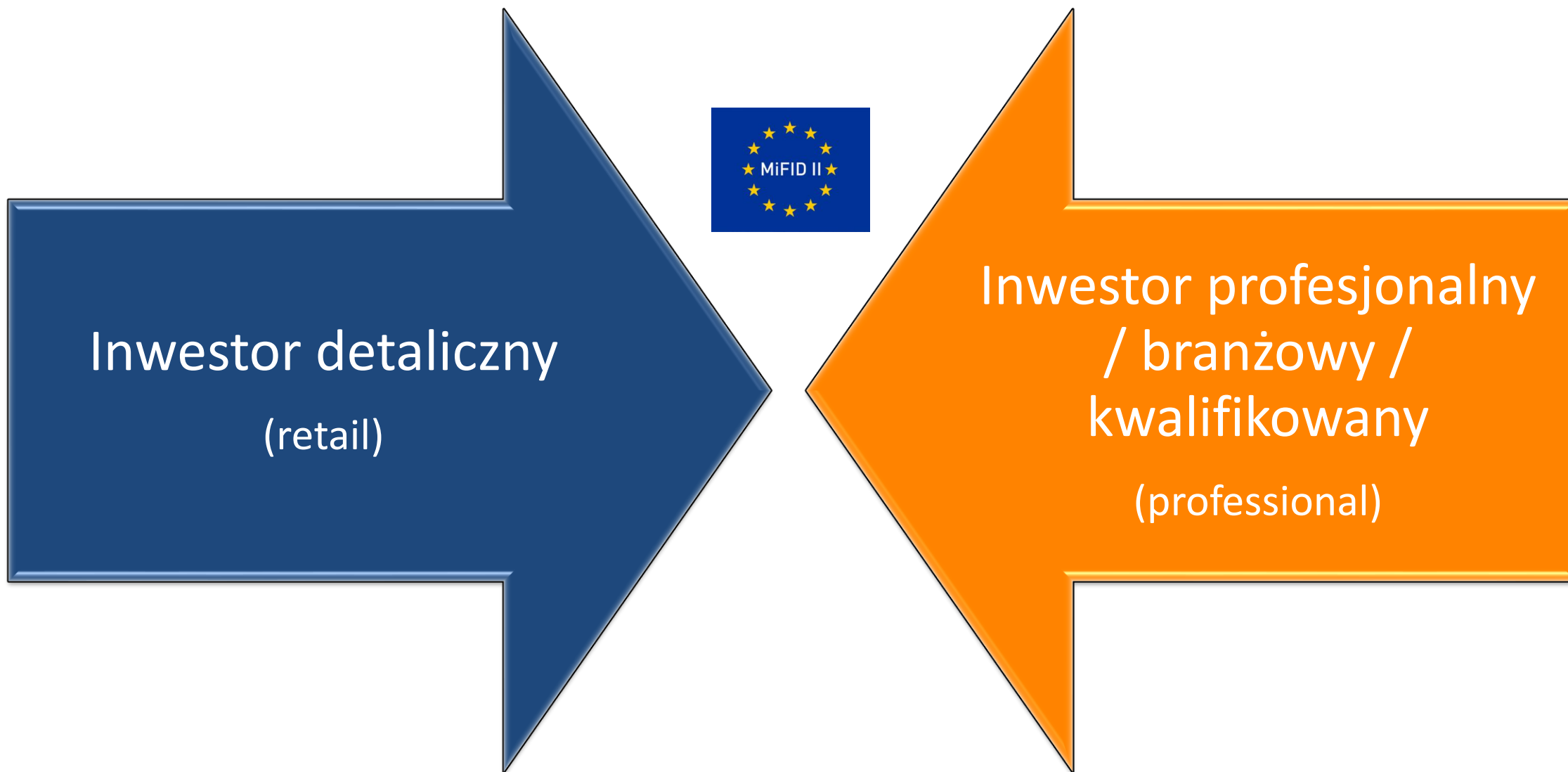
ASI wprowadzała konsumentów w błąd poprzez zapewnienie o gwarantowanych korzyściach oraz objęciu oferty nadzorem KNF



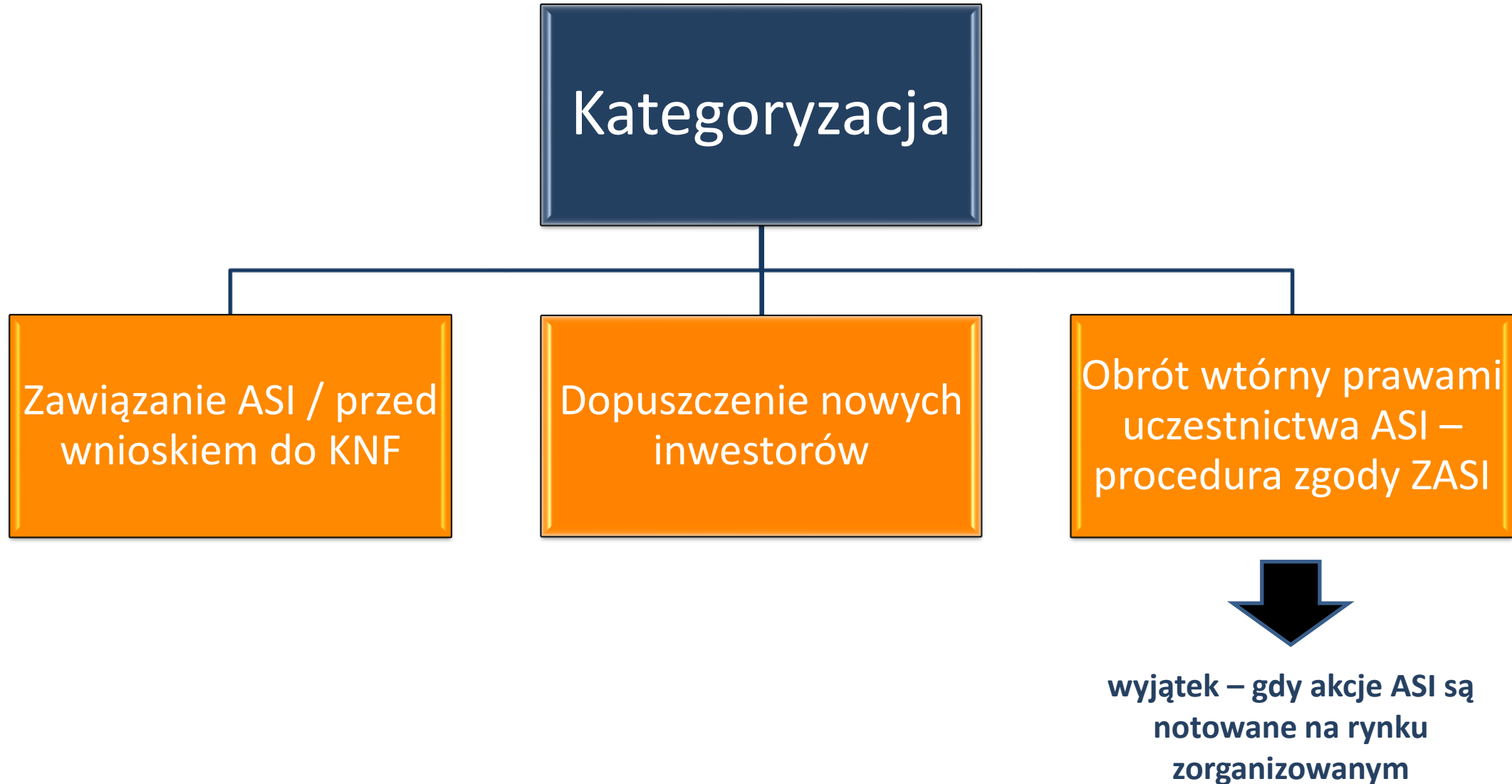
Zasady kategoryzacji inwestorów ASI

Kacper Czyżewski

Instytucje finansowe / Fintech / Risk & Compliance / VC & Corporate



Kiedy dokonuje się kategoryzacji inwestora (?)



Kim jest klient / inwestor profesjonalny (?)

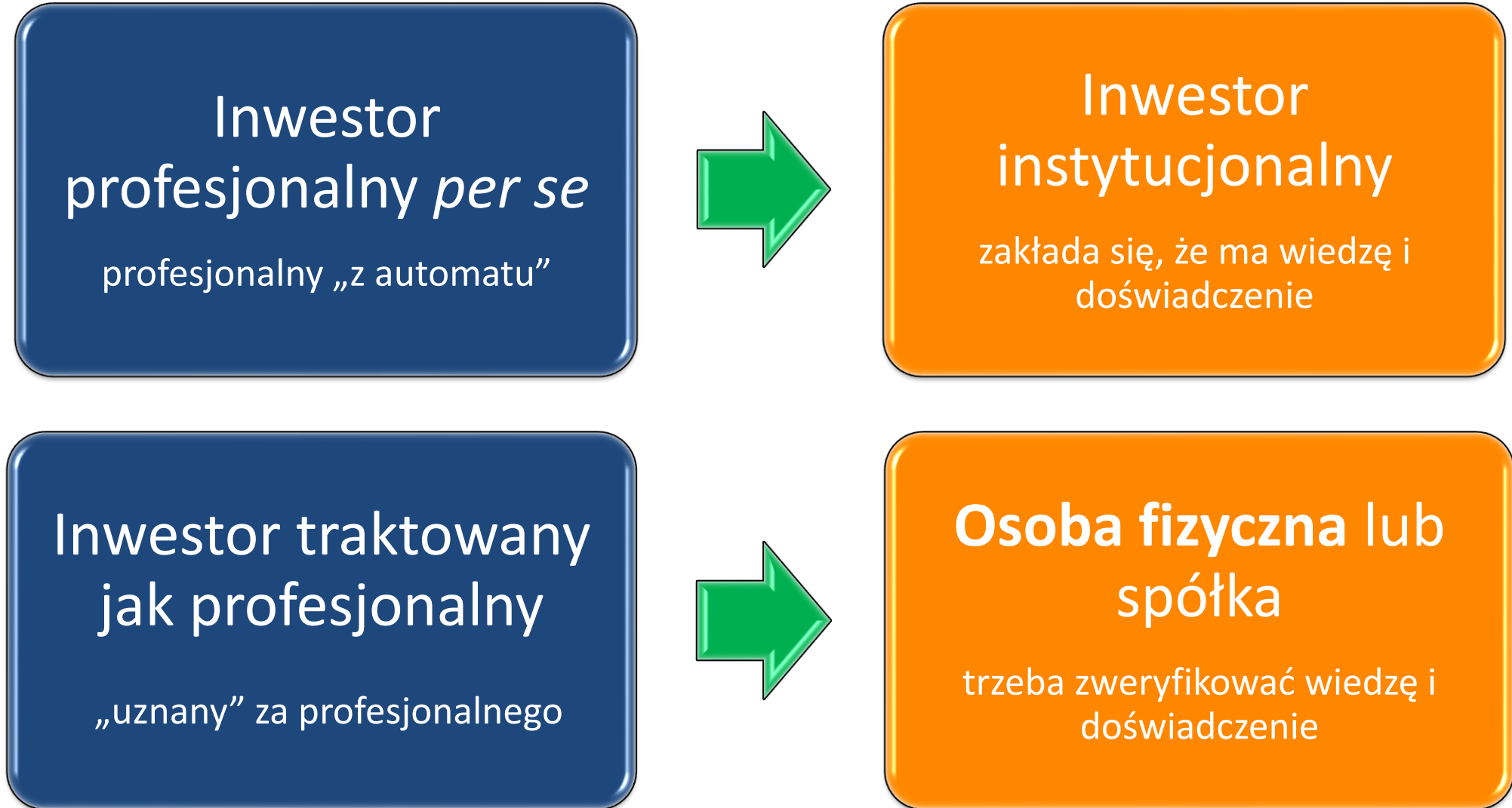


Podmiot, który ma **doświadczenie i wiedzę** (zawsze!) pozwalające na:

podejmowanie właściwych
decyzji inwestycyjnych

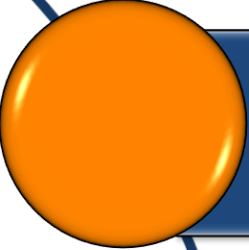
właściwą **ocenę ryzyka**
związanego z decyzjami
inwestycyjnymi

Rodzaje inwestorów profesjonalnych

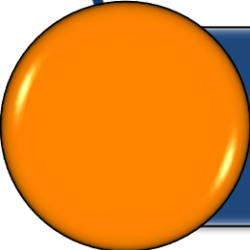


Inwestor instytucjonalny jako klient profesjonalny

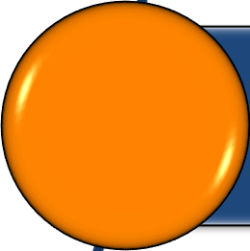
Przykłady:



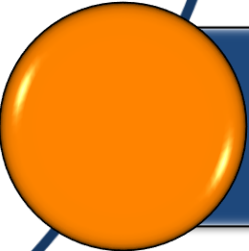
Banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń



ASI, ZASI, TFI, fundusz inwestycyjny, PTE i fundusz emerytalny



Inni inwestorzy instytucjonalni prowadzący działalność regulowaną na rynku finansowym



Przedsiębiorca spełniający 2/3 wymogów: (1) suma bilansowa 20 mln EUR, (2) przychody ze sprzedaży 40 mln EUR, kapitał własny 2 mln EUR

... a gdy inwestor nie jest instytucją?



**Procedura „uznawania” za klienta
profesjonalnego przez ZASI**

Procedura „uznawania” za klienta profesjonalnego

1

- Potencjalny inwestor ASI składa **wniosek** o traktowanie jak klienta profesjonalnego

2

- ZASI weryfikuje **wiedzę i doświadczenie** inwestora (test, weryfikacja CV i innych informacji etc.)

3

- W przypadku **pozytywnej** weryfikacji – uwzględnienie wniosku i traktowanie jak klienta profesjonalnego*

4

- W przypadku **negatywnej** weryfikacji – ZASI nie uwzględnienia wniosku i inwestor nie zostaje dopuszczony do inwestycji w ASI



A co gdy inwestorem jest osoba fizyczna (od 09.2023)?

Inwestor musi zainwestować w ASI co **najmniej 60k EUR**

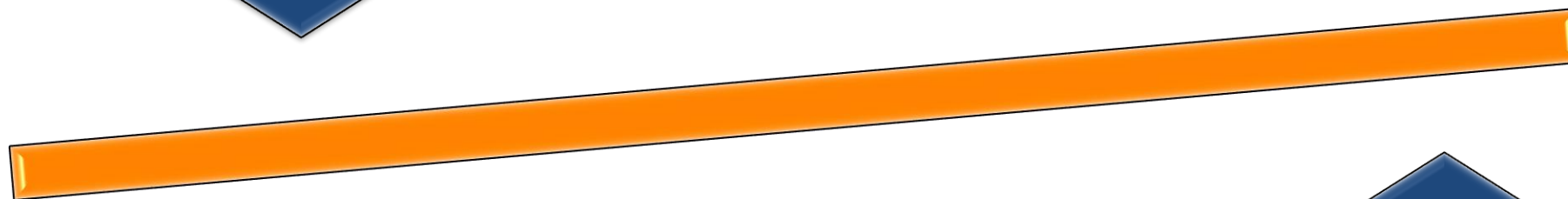
Środki na inwestycję **nie mogą** pochodzić z pożyczki, darowizny lub innej podobnej umowy zawartej z ASI, ZASI lub jednostką powiązaną z ASI lub ZASI

Bez spełnienia tych warunków **nie można uwzględnić** wniosku inwestora – chyba że co najmniej 50% praw uczestnictwa ASI posiadają inwestorzy instytucjonalni (!)

Praktyczne problemy przy kategoryzacji



Czy spółka zawsze będzie klientem profesjonalnym ?



Czy ją wiedzę i doświadczenie weryfikujemy, jeżeli inwestorem jest spółka (np. sp. z o. o., ale nie instytucja) ?





Oferta publiczna i obowiązki związane z emisją akcji ASI

Kacper Czyżewski

Instytucje finansowe / Fintech / Risk & Compliance / VC & Corporate

PAPIERY WARTOŚCIOWE

AKCJE ASI DZIAŁAJĄCEJ JAKO S.K.A.

zewnątrznie zarządzana ASI

AKCJE ASI DZIAŁAJĄCEJ JAKO S.A.

wewnętrznie zarządzana ASI

Obrót papierami wartościowymi vs. ASI

Przepisy
dotyczące
działalności ASI

KSH

Ustawa o
funduszach
inwestycyjnych +
Rozporządzenie
231/2013

Przepisy
dotyczące
publicznego
oferowania PW

Rozporządzenie
prospektowe
(2017/1129)

Ustawa o ofercie
publicznej

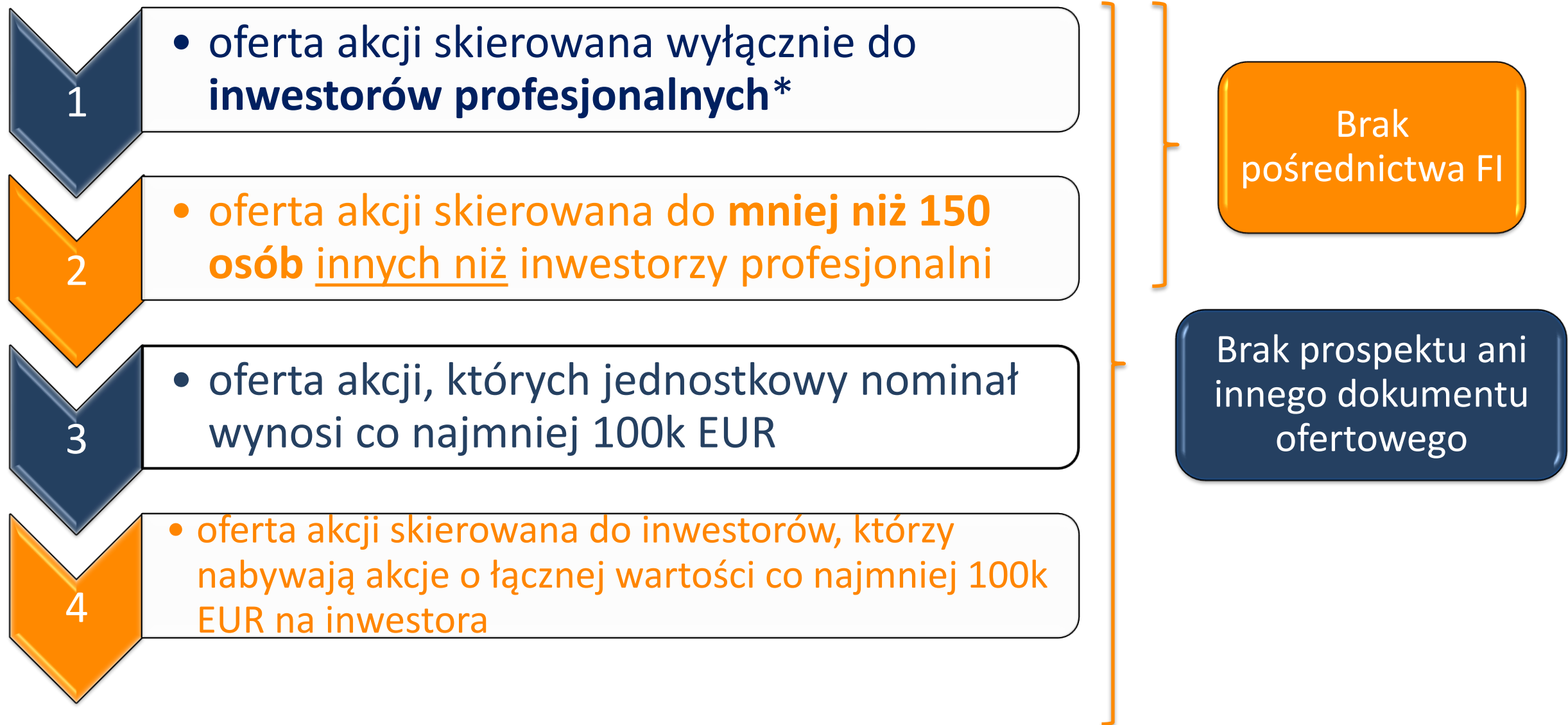
komunikat skierowany **do odbiorców** w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający **wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych**, w celu umożliwienia inwestorowi **podjęcia decyzji** o nabyciu lub subskrypcji tych papierów wartościowych

każda późniejsza odsprzedaż PW jest odrębną ofertą publiczną – inwestor sprzedający swoje akcje może dokonywać oferty publicznej (!)



1 adresat – oferta
prywatna

co najmniej 2
adresatów – oferta
publiczna, ale...



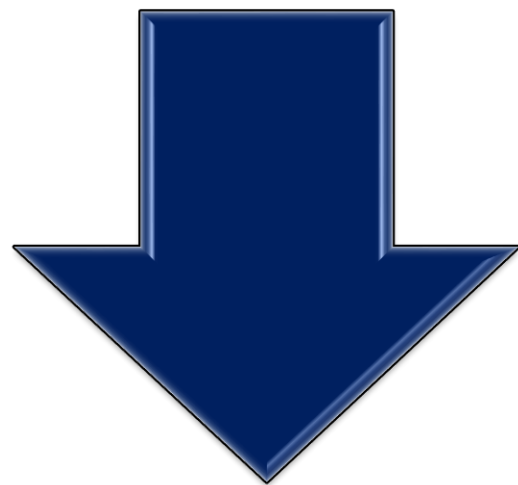
Jedna oferta, ale kilka wyjątków prospektowych

Inwestorzy profesjonalni

Max 149 inwestorów
nieprofesjonalnych
(nie sumuje się) (?)

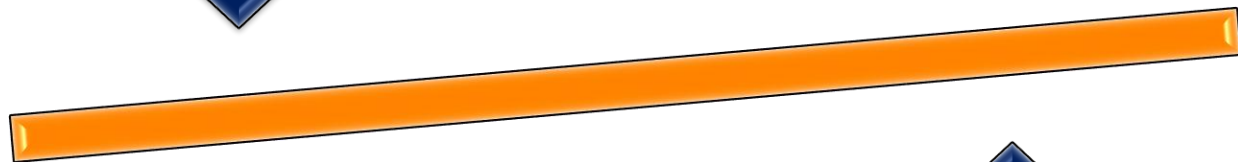


Oferta akcji serii X



Oferowanie konkretnym inwestorom

np. mailing kierowany, osobiste kontakty



Oferowanie nieoznaczonemu inwestorowi

np. Internet, TV



Pytania praktyczne:

- 1/ Czy ASI może zaoferować nowe akcje nieoznaczonemu inwestorowi?
- 2/ Czy ASI może zaoferować nowe akcje inwestorom nieprofesjonalnym?

Oferta publiczna akcji ASI – o czym należy pamiętać?

Akcje ASI są produktem dla inwestora profesjonalnego (!)

Zadbanie o właściwe podstawy oferty publicznej w dokumentach emisyjnych

Skierowanie oferty objęcia / nabycia akcji do określonej grupy inwestorów

Stosowanie wymogów dot. reklamy oferty publicznej

Zgłoszenie akcji do Systemu Ewidencji Akcji prowadzonego przez KNF (!)



Reklama oferty publicznej – o czym należy pamiętać?

spójność przekazu, w szczególności z dokumentem ofertowym (jeżeli jest)



kierowanie reklamy do adresatów oferty



uwaga na korzystanie z usług podmiotów zewnętrznych, w szczególności finfluencerów

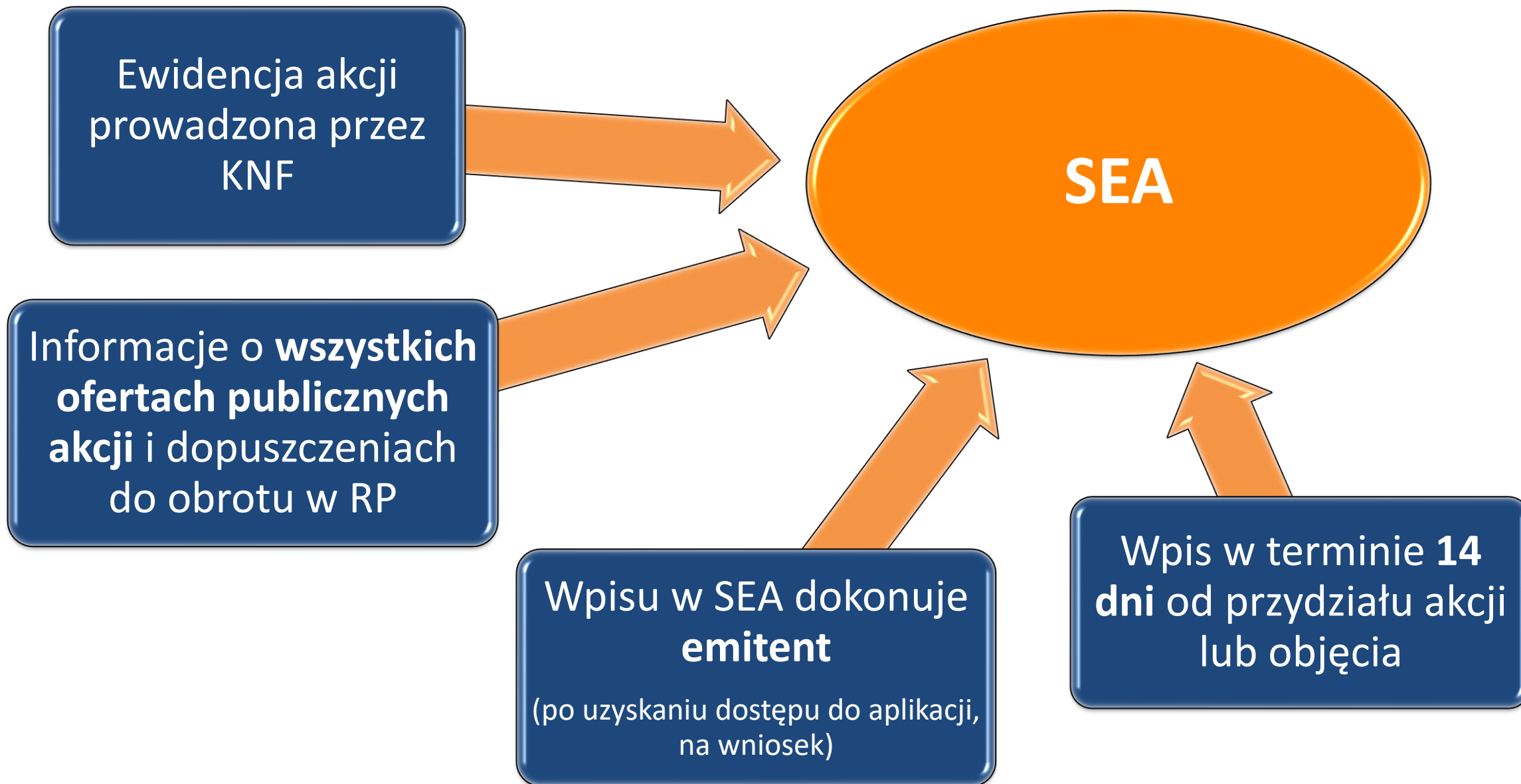
Kiedy zaczyna się oferta publiczna i ile może trwać?

Rozpoczęcie: pierwsze udostępnienie adresatom oferty informacji, na podstawie której inwestor może **podjąć decyzję inwestycyjną**



Czas trwania – nie ma granicy, ale:

- (1) nie dłużej niż 3 miesiące od rozpoczęcia zapisów (jeżeli są zapisy na akcje)
- (2) 6 miesięcy na zgłoszenie do KRS uchwały o podwyższeniu KZ



Dane emisji - Akcje - podgląd

[Wyjście](#)
[Pobierz do druku](#)
[Dane emisji](#)
[Dane emitenta](#)

Rodzaj zdarzenia

Oferta publiczna akcji

Rodzaj papierów wartościowych

☒ Akcje

Data dopuszczenia/wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu

Data rozpoczęcia oferty publicznej

2025-03-17

Data przydziału papierów wartościowych/data wydania papierów wartościowych

2025-03-26

Data zatwierdzenia prospektu

Podstawa prawna z rozporządzenia UE 2017/1129 braku obowiązku prospektowego

- art. 1 ust. 4 lit. a Rozporządzenia 2017/1129

Rynek notowań

Oznaczenie emisji lub nazwy papierów wartościowych

akcje serii N

Liczba głosów wykonanych z jednej akcji

1

Emitent jest prostą spółką akcyjną

☐

Jednostkowa wartość nominalna

0,1

Waluta wartości nominalnej

PLN

Liczba papierów wartościowych/zagregowana liczba papierów wartościowych dopuszczonych/wprowadzonych do obrotu

Liczba papierów wartościowych oferowanych w ofercie publicznej/zagregowana liczba papierów wartościowych oferowanych w ofercie publicznej w przypadku braku możliwości rozróżnienia emisji, serii lub nazwy

8 157 894

Liczba papierów wartościowych przydzielonych/zagregowana liczba papierów wartościowych przydzielonych w przypadku braku możliwości rozróżnienia emisji, serii lub nazwy

8 157 894

Brak możliwości wskazania ceny emisyjnej z uwagi na brak możliwości rozróżnienia emisji/serii akcji

☐

Jednostkowa cena emisyjna/cena sprzedaży (cena sprzedaży dotyczy wyłącznie oferty publicznej)

190

Waluta ceny emisyjnej/ceny sprzedaży

PLN

Rodzaj oferty publicznej

Oferta publiczna akcji nowej emisji

Czy rynek ASI pamięta o zgłaszaniu emisji do SEA?

Liczba zgłoszonych ofert do SEA	Dominujące podstawy oferty	Liczba ZASI
116	Oferta do 149 inwestorów nieprofesjonalnych (72) i oferta do inwestorów profesjonalnych (37)	ok. 350

Dlaczego warto pamiętać o SEA (?)



kara pieniężna do
100k PLN
nakładana przez
KNF

za brak lub
nieprawidłowe
zgłoszenie do SEA

kara może być
nałożona na
członka zarządu
ZASI (!)

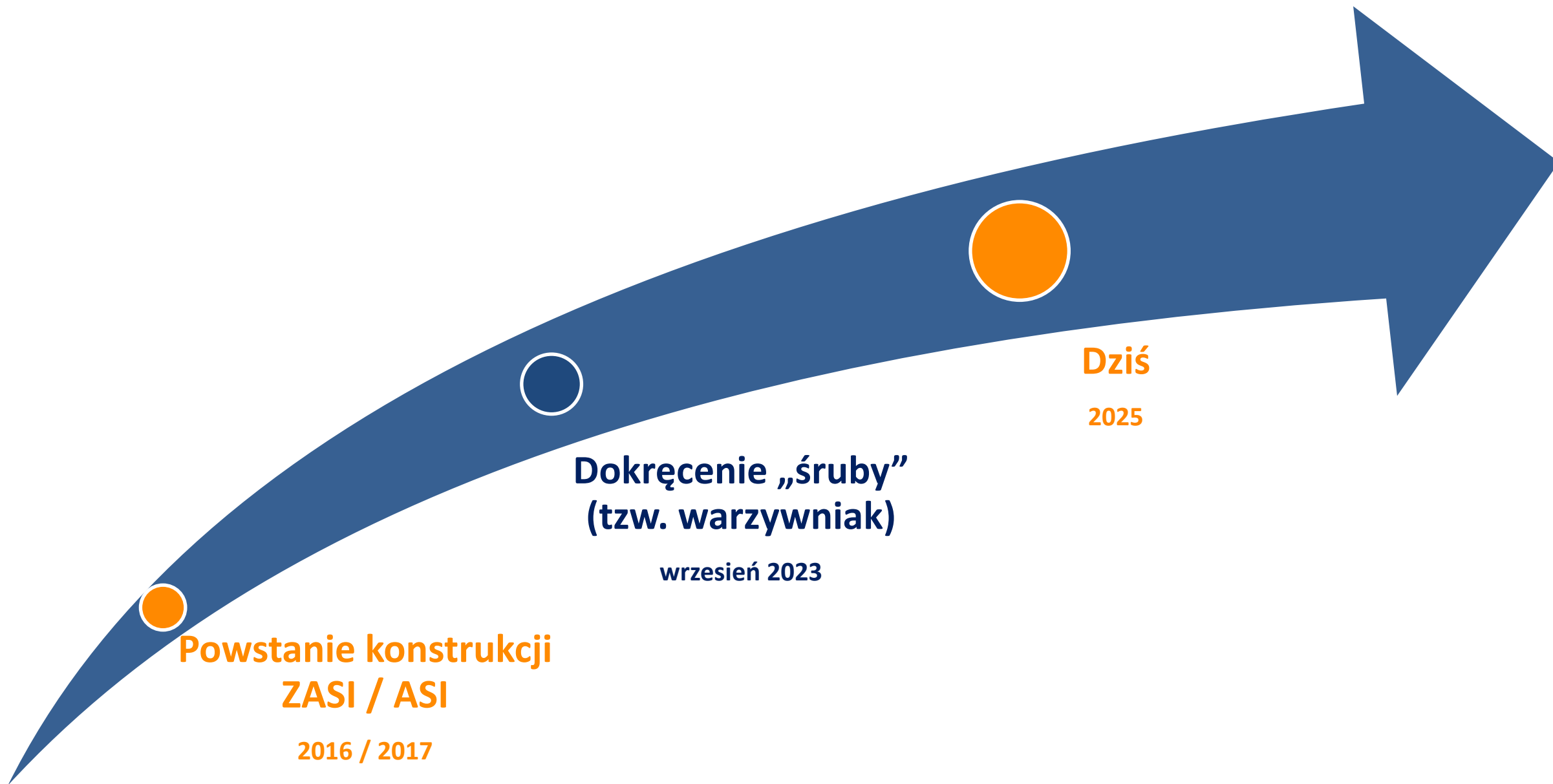


Stanowiska i oczekiwania organów nadzoru

Kacper Czyżewski

Instytucje finansowe / Fintech / Risk & Compliance / VC & Corporate

ASI / ZASI – gdzie jesteśmy?



1

- ASI jest produktem **podwyższonego ryzyka**, dla **inwestora doświadczonego**, który musi to akceptować (ASI nie dla każdego)

2

- Generalną zasadą jest kierowanie oferty ASI do **inwestora instytucjonalnego** – ASI co do zasady nie jest produktem dla Kowalskiego

3

- Osoba fizyczna tylko wtedy, gdy przejdzie **procedurę weryfikacji wiedzy i doświadczenia** + spełni warunki z ustawy (60k)





5

- Weryfikacja wiedzy i doświadczenia powinna być rzetelnym procesem, dostosowanym do inwestycji ASI – a nie formalnym wymogiem realizowanym „taśmowo”

6

- KNF w **ograniczony sposób nadzoruje ZASI**, ale może żądać informacji (w tym o inwestorach i ich pozyskiwaniu)

7

- ZASI powinien działać niezależnie i w interesie inwestorów ASI

Dziękujemy za uwagę 😊



SMART LEGAL



r.pr. Michał Karwasiński

509 140 310

Michal.Karwasinski@ksz-legal.pl



r.pr. Kuba Szpringer

792 471 892

Kuba.Szpringer@ksz-legal.pl



r.pr. Kacper Czyżewski

791 151 056

Kacper.Czyzewski@ksz-legal.pl

Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp.j.

ul. Koszykowa 61 (Mindspace)
00-667 Warszawa



www.ksz-legal.pl



kontakt@ksz-legal.pl

[LinkedIn](#)

[Newsletter](#)