



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Uwagi Izby Domów Maklerskich do dokumentu „Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych”

Wstęp

Na wstępie Izba pragnie podkreślić, iż transakcje na rynku OTC stanowią istotną część działalności polskich domów maklerskich. Usługi te cieszą się rosnącym zainteresowaniem klientów zarówno w Polsce jak i w całej Unii Europejskiej, o czym świadczy chociażby ogromna, idąca w setki liczba zagranicznych domów maklerskich, które notyfikowały Komisji Nadzoru Finansowego (dalej „KNF”) zamiar prowadzenia działalności maklerskiej na terytorium Polski, w zakresie instrumentów pochodnych na rynku OTC. Podobnie liczba jak i wolumen transakcji zawieranych za pośrednictwem polskich domów maklerskich na rynku OTC dynamicznie rośnie i już wielokrotnie przekracza liczbę i wolumen transakcji na polskich rynkach zorganizowanych. Z całą pewnością taka tendencja będzie się utrzymywać, rynek OTC będzie cieszył się w Polsce coraz większym zainteresowaniem klientów, a sam polski rynek będzie nadal bardzo atrakcyjny dla zagranicznych firm inwestycyjnych oferujących usługi na wspólnym rynku UE.

Izba z zadowoleniem przyjmuje niektóre z Wytycznych mające na celu pewne uszczegółowienie i wystandardyzowanie obowiązków wynikających z obowiązujących przepisów. Izba pragnie jednak zwrócić uwagę, lecz niektóre z Wytycznych nie wynikają oraz nie stanowią rozwinięcia obowiązujących przepisów prawa, a nakładają dodatkowe wymogi na firmy inwestycyjne, których wdrożenie jest albo niemożliwe albo istotnie ograniczy pozycję konkurencyjną polskich domów maklerskich. Zdaniem Izby Wytyczne takie nałożone na polskie firmy inwestycyjne mogą jedynie ograniczyć popyt na świadczone przez te firmy usługi. Z pewnością jednak nie ograniczą całkowicie popytu polskich klientów na usługi na rynku OTC. Spowoduje to tylko, że klienci polskich domów maklerskich w naturalny sposób przejdą do konkurencyjnych zagranicznych domów maklerskich oferujących te usługi bez ograniczeń wynikających z Wytycznych oraz po niższych kosztach, albo przejdą do tzw. „szarej strefy” co odbije się negatywnie na kondycji polskiego rynku finansowego.

Uwagi o charakterze ogólnym

W pierwszej kolejności Izba pragnie wskazać, że w naszej opinii wydanie Wytycznych powinno być poprzedzone szczegółowymi badaniami porównawczymi przeprowadzonymi celem zweryfikowania wniosków będących podstawą pewnych założeń i tez zawartych w projekcie Wytycznych. Zdaniem Izby inwestycje w pochodne instrumenty na rynku OTC nie wiążą się z istotnie różnym poziomem ryzyka niż ten charakterystyczny dla inwestycji w instrumenty pochodne, usługi inwestycyjne, czy nawet niektóre papiery wartościowe oferowane na innych rynkach. W ocenie Izby należałoby w sposób obiektywny zbadać czy mamy do czynienia z klasycznym efektem skali i odnieść liczbę reklamacji klientów oraz wysokość ponoszonych przez nich strat do wielkości oraz liczby transakcji zawieranych na tym rynku aby rzetelnie ocenić skalę ryzyka ponoszonego przez klientów oraz skalę problemów związanych z działalnością na rynku derywatów OTC.

W opinii Izby wymagane jest uściślenie czy Wytyczne obowiązują wyłącznie w stosunku do rynku OTC instrumentów pochodnych. Tym samym w ocenie Izby należy wyraźnie określić czy stosuje się je



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

również do firm inwestycyjnych, które nie świadczą usług wykonywania zleceń nabycia/zbycia instrumentów pochodnych na rynku OTC.

Przedmiotem dalszych zastrzeżeń ze strony Izby jest brak w Wytycznych jasnego wskazania zakresu terytorialnego ich stosowania, a mianowicie czy Wytyczne będą miały zastosowanie do zagranicznych firm inwestycyjnych działających na terytorium Polski, a także do polskich firm inwestycyjnych działających na rynkach poza granicami Polski i na jakiej podstawie. Zdaniem Izby kwestia ta ma fundamentalne znaczenie z punktu widzenia pozycji konkurencyjnej polskich firm inwestycyjnych wobec ich zagranicznych konkurentów zarówno w Polsce, jak i zagranicą. Należy zwrócić uwagę, iż Wytyczne powinny także podlegać procesowi konsultacji z zagranicznymi firmami inwestycyjnymi działającymi na terytorium Polski na podstawie art. 31-32 Dyrektywy 2004/39/EC MiFID. Wytyczne chociaż nie są obowiązującymi przepisami powinny w naszej ocenie zawierać wyraźne odniesienie do art. 31 Dyrektywy MiFID I 2004/39/EC oraz art. 4 Dyrektywy 2006/73/EC wraz ze wskazaniem czy spełniają one dyspozycję tych przepisów. W ocenie Izby nie zaprezentowano w Wytycznych narzędzi, które zagwarantowałyby, że Wytyczne będą przestrzegane przez zagraniczne firmy inwestycyjne. W efekcie może dojść od sytuacji, gdy konkurencyjność polskich firm inwestycyjnych w relacji do podmiotów z zagranicznych jurysdykcji drastycznie spadnie. Skutkiem tego może być sytuacja, gdy polski konsument nawiązując relację kontraktową z takim podmiotem będzie chroniony dużo gorzej niż gdyby był chroniony nawiązując relację z polskim podmiotem. Izba zwraca ponownie uwagę, iż w Polsce na podstawie art. 31 Dyrektywy MiFID I 2004/39/EC, zgodnie z rejestrem prowadzonym przez KNF, działa zupełnie legalnie około 1700 notyfikowanych zagranicznych firm inwestycyjnych, głównie z Wielkiej Brytanii, z których istotna część oferuje polskim klientom usługi na rynku pochodnych instrumentów finansowych. Zgodnie z powołanym powyżej art. 31 każde przedsiębiorstwo inwestycyjne, uprawnione i nadzorowane przez właściwe władze innego Państwa Członkowskiego może swobodnie świadczyć usługi inwestycyjne w Polsce. Dodatkowo Dyrektywa stanowi, iż żadne Państwo Członkowskie w tym Polska nie może nałożyć żadnych wymagań dodatkowych na takie przedsiębiorstwo inwestycyjne. Wprowadzenie dla polskich firm inwestycyjnych niektórych ograniczeń wynikających z Wytycznych (nie wynikających z unijnych Dyrektyw) w naturalny sposób doprowadzi do tego, iż wzrośnie koszt zawieranych transakcji oferowanych przez polskie firmy inwestycyjne dla klientów w porównaniu do zagranicznej konkurencji. W dalszej kolejności spowoduje to odpływ klientów do notyfikowanych zagranicznych firm inwestycyjnych, posiadających i tak już znaczną część polskiego rynku, które będą oferowały klientom możliwość handlu bez ograniczeń nałożonych Wytycznymi. Podkreślić także należy, iż polscy klienci przekazywać będą środki pieniężne na rachunki zagranicznych firm z siedzibą poza RP, a tym samym do firm inwestycyjnych działających według obcych reżimów prawnych, co znacznie pogorszy sytuację klientów w razie konieczności dochodzenia roszczeń, bezpieczeństwa ich środków, czy zawieranych transakcji.

Izba pragnie zwrócić uwagę, iż niektóre ograniczenia wynikające z Wytycznych, chociaż nie są obowiązującym prawem, stanowią swoistego rodzaju wymóg, który pozostaje w sprzeczności z przepisami UE dot. swobody świadczenia usług maklerskich. Cytowane już wcześniej postanowienia stanowiące formalną gwarancję swobody działalności gospodarczej w zakresie świadczenia usług



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

maklerskich na terytorium Unii Europejskiej (art. 31 Dyrektywy 2004/39/EC) uzupełnione są wymogami art. 4 Dyrektywy MiFID I (2006/73/EC), która jest swoistego rodzaju Dyrektywą wykonawczą dla Dyrektywy 2004/39/EC i określa szczegółowo wymogi i ograniczenia jakim podlegają firmy inwestycyjne na wspólnym unijnym rynku. Zgodnie z art. 4 tej Dyrektywy Państwa Członkowskie mogą utrzymywać lub nakładać wymogi dodatkowe w stosunku do zawartych w Dyrektywie, jedynie w wyjątkowych przypadkach, tj. wówczas gdy takie wymogi są obiektywnie uzasadnione i proporcjonalne, po to, by przeciwdziałać konkretnym zagrożeniom dla bezpieczeństwa inwestorów lub integralności rynku, których to zagrożeń nie uwzględnia w odpowiednim zakresie MiFID. Wytyczne powinny brać pod uwagę, iż żadne takie dodatkowe wymogi zgodnie z Dyrektywą nie mogą ograniczać, ani też w inny sposób wpływać na prawa przedsiębiorstw inwestycyjnych wynikające z art. 31 i 32 Dyrektywy 2004/39/WE, zgodnie z którą Państwa Członkowskie powinny powiadomić Komisję Europejską o każdym takim wymogu, jaki zamierzają utrzymać przed datą transpozycji niniejszej Dyrektywy. Chociaż Wytyczne nie stanowią obowiązującego prawa zdaniem Izby projekt powinien zawierać odpowiednie uzasadnienie wykazujące najpierw, dlaczego zdaniem projektodawcy zaproponowane ograniczenia nie naruszają unijnych swobód, w szczególności swobody świadczenia usług maklerskich, a następnie dlaczego zaproponowane ograniczenia są obiektywnie uzasadnione i proporcjonalne biorąc pod uwagę brzmienie art. 4 Dyrektywy 2006/73/EC.

KNF przedstawiając projekt Wytycznych powołała się na przeprowadzone przez siebie badanie, zgodnie z którym większość inwestorów działających na rynku OTC poniosło straty, a na osiągnięcie zysku lub straty przez inwestora wpływa wysokość oferowanej na rynku OTC dźwigni. W naszej opinii wysokość dźwigni nie jest głównym czynnikiem determinującym poziom generowanych strat przez klientów. Izba jeszcze raz pragnie podkreślić, iż wyniki osiągane przez klientów są w przeważającej mierze związane z ich decyzjami inwestycyjnymi – instrumentem finansowym, momentem oraz kierunkiem otwarcia pozycji, nie zaś z wielkością depozytu zabezpieczającego. Dokładnie takie samo stanowisko przedstawiało w trakcie parlamentarnych prac dotyczących zmiany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Warto również zauważyć, iż KNF dodatkowo stawia tezę, iż ograniczenie dźwigni odbywa się wzorem innych Państw nie wspominając, iż są to jedynie 3 kraje, a mianowicie USA, Japonia oraz Turcja, zatem kraje spoza obszaru UE jak również spoza EOG.

W ocenie Izby w Wytycznych powinna się znaleźć ogólna wskazówka, że dokument nie zawiera norm prawnych bezwzględnie obowiązujących, a jedynie interpretację przepisów Ustawy o obrocie wraz z przepisami wykonawczymi do tejże Ustawy. Natomiast jeżeli chodzi o stosowanie się do Wytycznych z uwagi na ich zakres przedmiotowy powinna zostać przyjęta zasada „comply or explain” właściwa dla tzw. „miękkiego prawa”, gdzie domy maklerskie mogłyby odstąpić od stosowania określonych wytycznych, w sytuacji w której dostosowanie do nich byłoby w konkretnych przypadkach, niemożliwe, nadmiernie utrudnione lub wiązałoby się z nadmiernymi kosztami. Ma to znaczenie o tyle, że jeśli nie zostanie to wyraźnie wskazane w preambule dokumentu, interesariusze w postaci klientów, ich pełnomocników (także procesowych) oraz sądy mogą uzyskać mylne przeświadczenie, że zasady zapisane w tym dokumencie są powinnością firm inwestycyjnych, a brak ich stosowania prowadzi do naruszenia powszechnie obowiązujących przepisów prawa.



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Ponadto Izba wskazuje, iż w jej ocenie zarówno termin zgłaszania uwag do projektu Wytycznych, jak i okres przewidziany na ich ostateczne wdrożenie, jest za krótki. Zwracamy uwagę, iż dostosowanie się przez domy maklerskie do tak obszernych Wytycznych, ustanawiających liczne ograniczenia i wymogi, w tym wiele dotyczących systemów informatycznych, regulaminów świadczenia usług czy umów z klientami w tak krótkim czasie jest praktycznie niemożliwe. Izba wnosi o przedłużenie procesu konsultacji projektu Wytycznych, co najmniej do połowy roku 2016, w celu wypracowania uzgodnionych rozwiązań i przedłużenie okresu ich wdrożenia, co najmniej do połowy 2017 r. Zwracamy uwagę że część Wytycznych zdaje się uwzględniać wymogi MiFID II/ MiFIR, które zaczną obowiązywać prawdopodobnie najwcześniej za 2 lata, co oznacza, że ich treść wykracza poza deklarowany we wstępie cel ich wydania. Wytyczne mają przedstawiać sposób realizacji przepisów prawa a więc mogą odnosić się jedynie do aktualnie obowiązujących prawnie wymogów, a nie antycypować przyszły stan prawny. Dodatkowo Izba wskazuje, że uzasadnione byłoby, aby wzorem ESMA, Komisja opublikowała poza końcową wersją przedmiotowych wytycznych również opis samego procesu konsultacji.

Na koniec Izba pragnie zwrócić uwagę, iż w 2015 r. przy udziale przedstawiciela KNF pracowała nad stworzeniem Standardu dot. oceny odpowiedniości usługi maklerskiej do indywidualnej sytuacji klienta. Finalna wersja Standardu odnosi się do zakresu czynności objętych Wytycznymi. Standard został przekazany do Komisji. Uważamy, że należy zrezygnować z obejmowania Wytycznymi obszaru regulowanego przez istniejący już, stworzony przez praktyków rynku dokument, aby zgodnie z duchem Zielonej Księgi Unia Rynków Kapitałowych uniknąć tworzenia nadmiernej liczby regulacji.

Uwagi do poszczególnych Wytycznych

Wytyczna nr 1 - rola Rady Nadzorczej

Izba pragnie zwrócić uwagę, że obowiązki Rady Nadzorczej zostały już szczegółowo zdefiniowane w kodeksie spółek handlowych, tym samym należy się zastanowić czy liczba zagadnień, które przekazywane są zgodnie z projektem Wytycznych do wykonania Radzie Nadzorczej jest adekwatna do jej kodeksowej roli w firmie. Nakładanie dodatkowych obowiązków na Radę może grozić spadkiem efektywności nadzoru nad firmą inwestycyjną. W ocenie Izby tak szerokie uprawnienia Rady Nadzorczej skutkować będą ponadto naruszeniem zasady rozdziału funkcji zarządczych i nadzorczych przewidzianych w kodeksie spółek handlowych, a tym samym naruszeniem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa. Należy zwrócić uwagę w szczególności na art. 375¹ ksh, który stanowi, iż Rada Nadzorcza nie może wydawać Zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki. Tym samym proponowana Wytyczna jako wchodząca w zakres kompetencji Zarządu jest sprzeczna z ksh. Izba zwraca uwagę, że Rada Nadzorcza sprawuje ogólny nadzór nad całą, a nie nad jedną wybraną działalnością maklerską firmy inwestycyjnej. Rada Nadzorcza nie może zastępować Zarządu lub decydować o technicznych aspektach świadczenia danej usługi, gdyż to należy do obowiązków Zarządu. Rada Nadzorcza może jednak akceptować model biznesowy albowiem wynikają z niego określone ryzyka co mieści się w katalogu uprawnień Rady Nadzorczej określonych przepisami prawa.



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Ponadto w ocenie Izby przedmiotowa Wytyczna jest niespójna z obecnymi wytycznymi KNF w zakresie Zasad ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, które statuują między innymi, iż:

§ 14.3 Organ zarządzający powinien być jedynym uprawnionym i odpowiedzialnym za zarządzanie działalnością instytucji nadzorowanej.

§ 14.4 Zarządzanie działalnością instytucji nadzorowanej obejmuje w szczególności funkcje prowadzenia spraw, planowania, organizowania, decydowania, kierowania oraz kontrolowania działalności instytucji.

Nałożenie na Radę Nadzorczą licznych, nowych obowiązków o charakterze zarządczym (prowadzenie działań reklamowych, sposób przeprowadzenia oceny odpowiedniości instrumentu finansowego lub usług maklerskich czy „czytelność i przejrzystość zasad świadczenia usługi maklerskiej”) stoi tym samym w sprzeczności z treścią cytowanych wytycznych KNF w sprawie ładu korporacyjnego.

Izba zwraca uwagę, że w Wytycznych nie zostało jasno określone, które obowiązki należą do Rady Nadzorczej, a które do Zarządu. Nie wydaje się właściwym podejście aby Rada Nadzorcza i Zarząd dokonywały tych samych czynności w ramach zarządzania / nadzoru. Nie wydaje się również słuszne aby w ramach nadzoru Rada Nadzorcza była zobowiązana do podejmowania np. decyzji w sprawie konieczności wyznaczenia pracownika do obsługi rynku OTC. W naszej opinii jest to kompetencja Zarządu.

Przy okazji analizy tej Wytycznej powstała również wątpliwość czy w przypadku banku prowadzącego działalność maklerską, gdy usługi maklerskie na rynku OTC świadczone są w wydzielonej jednostce (biurze maklerskim), szczegółowe zadania w zakresie nadzoru, zatwierdzania modelu biznesowego, akceptowania sposobu ustalania depozytów itp. nałożone są na Zarząd i Radę Nadzorczą banku, czy też wystarczające byłoby adresowanie tych zadań do kierownictwa biura maklerskiego. Należy mieć tu także na względzie, że w przypadku banków prowadzących działalność maklerską – działalność ta, w tym przypadku usługi w zakresie wykonywania zleceń przy użyciu instrumentów finansowych OTC, stanowi zwykle ułamek działalności banku jako całości. W takich przypadkach Rada Nadzorcza banku nie dysponuje zasobami, aby poświęcać szczególną uwagę tej sferze działalności w takim zakresie.

Mając na uwadze powyższe postulujemy o doprecyzowanie tej kwestii w ramach Wytycznej.

Wytyczna nr 2- reklama promocja

ust. 2 tiret 1-2

Izba zwraca uwagę iż Członkowie Izby już odpowiednio kształtują treść komunikacji marketingowej i dobór grupy docelowej do której komunikacja ma dotrzeć biorąc pod uwagę obowiązujące przepisy prawa, a w szczególności rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych.

ust. 2 tiret 3 (w odniesieniu do ograniczeń w zakresie przekazywania świadczeń w celu zachęcania klientów do większego zaangażowania środków i większego obrotu)



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

- 1) Izba pragnie wskazać iż normalną praktyką rynkową w działalności maklerskiej, także na rynku regulowanym jest, iż zależnie od poziomu depozytu lub obrotów klienci otrzymują preferencyjne np. prowizje, opłaty, rabaty i świadczenia. Samo zachęcanie klientów różnego rodzaju świadczeniami do obracania instrumentami finansowymi lub deponowania środków na rachunkach maklerskich nie powoduje powstania konfliktu interesów pomiędzy interesami firmy inwestycyjnej, a klienta. Jest to naturalny mechanizm w gospodarce rynkowej, w której niższe stawki, promocje i dodatkowe benefity proponowane są klientom którzy kupującą więcej. Należy zwrócić uwagę iż Dyrektywa MiFID I 2006/73/EC wyraźnie wyklucza świadczenia pieniężne – w tym opłaty, prowizje lub korzyści niepieniężne wnoszone lub dostarczone na rzecz klienta bądź innej osoby działającej w jego imieniu z katalogu niedozwolonych zachęt i tym samym co do zasady zezwala firmom na przekazywanie takich zachęt (por. art. 26 ust. a). Podobnie Dyrektywa MiFID II 2014/65/EC nie ustanawia ograniczeń w tym zakresie. Podobne ograniczenia nie wynikają także z innych wytycznych organów Unii Europejskiej.
- 2) Nawet jeżeli przez fakt zachęcania klientów poprzez różnego rodzaju rabaty, promocje lub świadczenia do obrotu na instrumentach finansowych lub deponowania środków na rachunkach maklerskich, w określonych okolicznościach może powstać konflikt interesów, to powinny mieć w takim przypadku zastosowanie ogólne zasady dotyczące informowania klientów o potencjalnych konfliktach interesów i odpowiedniego zarządzania nimi, zgodne z Dyrektywą MiFID I i II. W przeciwnym wypadku może dojść do naruszenia naturalnych mechanizmów rynkowych i ograniczenia swobody działalności gospodarczej. Istotne jest bowiem że świadczenia takie w sposób naturalny zgodnie z zasadami gospodarki rynkowej powodują wzrost konkurencyjności oferty firm inwestycyjnych w zależności od oferowanych usług i zakresu działalności domów maklerskich i podwyższają istotnie jakość usług świadczonych na rzecz klienta. Ponadto należy zwrócić uwagę, iż ograniczenia w zakresie oferowania takich świadczeń postawią zagraniczne firmy inwestycyjne w dużo lepszej pozycji konkurencyjnej wobec polskich domów maklerskich.
- 3) Promocje oferowane klientowi opisane są w regulaminach i warunkach uprzednio akceptowanych przez klienta, co sprawia, że ma on pełną przejrzystość i opcjonalność wyboru oraz jasność co do zaproponowanych warunków.
- 4) Dodatkowo pragniemy zwrócić uwagę iż wdrożenie tej Wytycznej może praktycznie wyeliminować świadczenia dla klientów w postaci udostępniania serwisów informacyjnych (np. Reuters), czy też bezpłatnych rekomendacji inwestycyjnych klientom.
- 5) Wprowadzenie takiego ograniczenia stanowić będzie ograniczenie swobody działalności gospodarczej, które to ograniczenie nie znajduje jakiegokolwiek podstawy prawnej.
- 6) Należy zgodzić się, że wirtualny depozyt, bonusy, premie lub inne świadczenia pieniężne przekazywane klientowi na rachunek nie powinny móc stanowić zabezpieczenia. Jednakże z całą mocą należy podkreślić, że zabezpieczeniem tym może być inny instrument finansowy, co



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

wynika bezpośrednio z treści rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych § 70 ust. 2 w zw. z § 74 pkt 1 Rozporządzenia.

ust. 2 tiret 4

- 1) Należy zwrócić uwagę, iż domy maklerskie podlegają już podobnym ograniczeniom w przekazie reklamowym, które wynikają z przepisów powszechnie obowiązującego prawa. Dokument dostatecznie nie precyzuje, jak w praktyce powinien wyglądać przekaz reklamowy zgodny z wytycznymi Komisji oraz w jakiej formie powinny być prezentowane wymagane informacje. Z punktu widzenia firm inwestycyjnych istotne byłoby wskazanie na konkretnych przykładach, jak miałyby wyglądać przekaz reklamowy zgodny z Wytycznymi. Należy tu w szczególności zwrócić uwagę na wytyczne Financial Conduct Authority „FCA”¹, jako przykład, dotyczący przekazu reklamowego gdzie na konkretnych przykładach pokazany został balans pomiędzy informacjami o korzyściach jak i ryzykach płynących z inwestowania w instrumenty finansowe.
- 2) Wydaje się także, iż sposobem aby wyznaczyć określone standardy reklamy wśród firm inwestycyjnych uzupełniające obowiązujące przepisy prawa powinno być wypracowanie konkretnych rozwiązań pomiędzy firmami inwestycyjnymi, Komisją, UOKiK i jedną z pozarządowych organizacji np. Radą Reklamy, która posiada ugruntowane doświadczenie we wdrażaniu i egzekwowaniu podobnych standardów w zakresie reklamy i promocji usług finansowych.

ust. 2 tiret 4 pkt. V

Należy zwrócić uwagę, iż generalny zakaz prezentowania przez firmy inwestycyjne wyników na rachunkach demo w znacznej mierze uniemożliwi firmom inwestycyjnym prowadzenie działań edukacyjnych dla potencjalnych klientów, których celem jest, co do zasady promocja wiedzy dotyczącej inwestowania w instrumenty finansowe. Wydaje się, iż rozwiązaniem, które mogłoby zaadresować obawy Komisji mogłoby być wyraźne i precyzyjne wskazywanie przez firmę inwestycyjną klientowi, iż prezentowane wyniki pochodzą z rachunku demo wraz z precyzyjną informacją jakiego okresu wyniki dotyczą oraz informacją o różnicach pomiędzy środowiskiem demo, a realnym rachunkiem maklerskim i ryzykach z tego płynących dla klienta.

ust. 2 tiret 5-6

- 1) Wskazujemy podobnie jak przy Wytycznej 2 ust. 2 tiret 3, że sam fakt zachęcania klienta do zwiększonego obrotu czy deponowania środków, jako taki nie generuje konfliktu interesów. Aktualne są tu także wszystkie uwagi dot. Wytycznej 2 ust. 2 tiret 3 powyżej.
- 2) Dodatkowo pragniemy wskazać, iż domy maklerskie w swojej działalności już stosują się do wytycznej ESMA/2013/606, która kompleksowo reguluje zagadnienia związane z wynagradzaniem sprzedawców w firmach inwestycyjnych. Pożądane byłoby precyzyjne wskazanie przez Komisję czy Komisja zamierza wprowadzić ograniczenia dotyczące

¹ <http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/finalised-guidance/fg15-04>



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

wynagradzania sprzedawców idące dalej niż wytyczna ESMA, czy Wytyczna Komisji jedynie zmierza do powtórzenia przekazu zawartego w wytycznej ESMA.

- 3) Należy tutaj wskazać, iż co do zasady wytyczna ESMA nie zabrania firmom inwestycyjnym wynagradzania (w części zmiennej) swoich sprzedawców biorąc pod uwagę czynniki takie jak obrót, czy depozyty klientów, wskazując że są to tzw. kryteria ilościowe. Wytyczna ESMA wskazuje jedynie, iż firma inwestycyjna powinna zapewnić należytą równowagę kryteriów ilościowych i jakościowych przy wynagradzaniu sprzedawców aby zminimalizować ryzyko powstawania potencjalnych konfliktów interesów.

ust 2 tiret 6

Izba negatywnie ocenia oczekiwanie Komisji, iż firma inwestycyjna zaprzestanie starań o klienta, co klóci się z naczelnym celem ekonomicznym funkcjonowania każdego przedsiębiorcy. Jeżeli np. w wyniku pytania opiekuna klienta miałyby się okazać, że klient wypłaca środki z rachunku w jednej firmie inwestycyjnej z uwagi na promocję w innej, naturalnym jest, iż dom maklerski może zmierzać do zaproponowania klientowi indywidualnych warunków, które miałyby odpowiadać promocji konkurenta. Ingerowanie w działania firm inwestycyjnych, przedsiębiorców w takim zakresie, co do zasady jest nieuzasadnionym ingerowaniem w swobodę działalności gospodarczej. Zdaniem Izby Wytyczna powinna być interpretowana w ten sposób, iż niedopuszczalne są działania, które prowadzą do wstrzymania lub opóźnienia wycofania przez klienta środków zdeponowanych z firmie inwestycyjnej, a nie same działania mające na celu zachęcenie klienta do dalszego korzystania z usług firmy inwestycyjnej.

Wytyczna nr 3 - podmioty trzecie

Należy zwrócić uwagę, iż w przedmiotowej Wytycznej Komisja wprowadza podobne środki nadzoru i ograniczenia dotyczące wykorzystywania podmiotów trzecich jak te opisane w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi i właściwe dla agenta firmy inwestycyjnej, co nie znajduje uzasadnienia w obowiązujących przepisach prawa. Wytyczna w tym zakresie jest więc w naszej ocenie próbą rozciągnięcia reżimu właściwego dla agenta firmy inwestycyjnej na wszelkie podmioty trzecie uczestniczące w procesie pozyskiwania klientów lub promocji usług firmy inwestycyjnej. Izba pragnie podkreślić, iż istotą roli agenta firmy inwestycyjnej jest, co do zasady wykonywanie czynności związanych z zawarciem umowy maklerskiej lub z jej wykonaniem - przyjmowanie zleceń, obsługa klienta itp. Podmioty opisane w Wytycznej, których jedynym zajęciem jest pozyskiwanie klientów na rzecz domów maklerskich, nie mające dostępu do wrażliwych informacji, ani nie prowadzące obsługi klientów nie biorą udziału w świadczeniu usług maklerskich. Tym samym nie powinny być obejmowane restrykcjami właściwymi dla roli agenta firmy inwestycyjnej.

Należałoby dodatkowo rozróżnić różnego rodzaju afiliantów, takich jak portale albo osoby, które bezpośrednio w sposób względnie bierny pozyskują klientów poprzez umieszczanie na swoich stronach różnego rodzaju materiałów promocyjnych, bez wykonywania żadnych czynności związanych z prowadzoną działalnością maklerską (Google, Onet, Money.pl).



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Izba zwraca uwagę, że pobieranie lub wymuszanie pobierania oświadczeń z różnych rejestrów bez podstawy prawnej, a następnie przetwarzanie danych zawartych w tych oświadczeniach jest niezgodne z ustawą o ochronie danych osobowych.

Wytyczna nr 4

pkt 1 tiret 1

Wytyczna nie precyzuje, w jaki sposób firma inwestycyjna ma działać, aby „mieć pewność, że klient lub potencjalny klient ma świadomość, w jakiego typu instrumenty finansowe inwestuje”. Wydaje się, że taka konstrukcja zapisu przenosi obowiązek udowodnienia, że klient miał świadomość, na firmę inwestycyjną. W skrajnym przypadku należałoby to interpretować jako obowiązek weryfikowania tej świadomości poprzez testy świadomości klienta po zawarciu umowy.

pkt. 1 tiret 2 pkt. (iii)

Izba zwraca uwagę, że szczegółowa informacja nt. obowiązków podatkowych, dostosowana do sytuacji indywidualnego klienta (w innej sytuacji informacja ta będzie nierzetelna, gdyż klienci różnią się również ich formą prawną) stanowić może świadczenie usługi doradztwa podatkowego, która to usługa jest czynnością regulowaną.

pkt 3 tiret 5

Pragniemy zwrócić uwagę, iż nie istnieją rozwiązania organizacyjne i techniczne, które umożliwiają ustalenie, czy klient rzeczywiście zapoznał się z informacjami przekazywanymi mu przez firmę inwestycyjną niezależnie od formy w jakiej zawiera umowę. W szczególności nie ma możliwości, aby upewnić się że rzeczywiście zapoznał się z dokumentami które są mu prezentowane, poza odebraniem od klienta oświadczenia w tym zakresie. W tym więc zakresie wykonanie Wytycznej jest niemożliwe. Zgodnie z przepisami wykonawczymi do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dom maklerski powinien natomiast dołożyć należytej staranności, aby udostępnić klientom w przypisanej formie wszelkie prawnie wymagane informacje dotyczące oferowanych usług przed zawarciem umowy. Sam sposób zawarcia umowy regulowany jest natomiast przez właściwe przepisy kodeksu cywilnego oraz uzupełniające je przepisy ustaw właściwe dla funkcjonowania firm inwestycyjnych. Wskazujemy, iż nie jest możliwe dodatkowe ustalenie czy np. przed zawarciem umowy klient rzeczywiście się z nią zapoznał. Ponadto Wytyczna jest sprzeczna z art.384 kc i orzecznictwem sądowym z tym związanym, zgodnie z którym dokumenty wiążą drugą stronę jeżeli zostały jej doręczone przed zawarciem umowy.

pkt 3 tiret 6 pkt (i) nazywanie instrumentów zgodnie z terminologią ustawy o obrocie

Izba zwraca uwagę, iż w toku analizy niniejszej Wytycznej powstała wątpliwość czy np. instrument typu rolling spot (definiowany w regulaminie jako „pochodny instrument finansowy rynku walutowego z dźwignią finansową) powinien być (zgodnie z treścią Wytycznej) nazywany zgodnie z terminologią ustawową tj. - „walutowym kontraktem na różnicę”.



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Wytyczna nr 6 pkt 2

W ocenie Izby Wytyczna 6 (badanie odpowiedniości usług maklerskich) znacząco wychodzi poza ramy przepisów MiFID I zaimplementowanych na poziomie rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych. Ostatnie tiret punktu 2 wykracza poza wymogi nałożone rozporządzeniem, gdyż wydaje się, że wymagane jest dodatkowe oświadczenie klienta. Zgodnie z Wytyczną klient ma zapewnić na trwałym nośniku danych, że pomimo powzięcia od firmy inwestycyjnej informacji, że usługa jest dla niego nieodpowiednia, klient chce nadal zawrzeć umowę. Przepisy ograniczają się w tym zakresie wyłącznie do poinformowania klienta o wyniku oceny. Nie nakazują firmom odbierania dodatkowych oświadczeń.

Wytyczna nr 7 - depozyt:

Izba nie zgadza się ze stanowiskiem, iż art. 73 ust. 2 a-c ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, który określa minimalną wysokość pobieranego przez firmę inwestycyjną depozytu zabezpieczającego determinuje jednocześnie poziom „stop out” stosowany przez firmy inwestycyjne w transakcjach na pochodnych instrumentach finansowych.

Izba przekazuje opinie prawne potwierdzające powyższe stanowisko Izby dotyczące wysokości depozytu zabezpieczającego.

W uzupełnieniu dodatkowo pragniemy wskazać, iż wszystkie domy maklerskie oferujące transakcje na pochodnych instrumentach finansowych na rynku pozagiełdowym „OTC” pobierają od klienta depozyt zabezpieczający, którego rzeczywista wysokość zależy od oferowanej dźwigni oraz wartości nominalnej transakcji. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, a mianowicie art. 73 ust. 2 a-c ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wysokość depozytu zabezpieczającego pobieranego od klienta wynosi obecnie co najmniej 1 % wartości nominalnej transakcji. Pragniemy wskazać, iż depozyt zabezpieczający blokowany lub pobierany jest przez dom maklerski na rachunku klienta w momencie zawierania transakcji na pochodnym instrumencie finansowym. W czasie całego „życia transakcji” depozyt zabezpieczający pobrany przez firmę inwestycyjną pozostaje niezmienny i wynosi co najmniej 1 % wartości nominalnej transakcji oraz jest blokowany lub fizycznie pobrany z rachunku klienta w taki sposób, iż klient nie może go wypłacić ani otwierać przy jego użyciu dalszych transakcji.

Domy maklerskie wykorzystują pobrany depozyt rozliczeniowy jako środki służące, zależnie od wyniku transakcji, do zaspokojenia wynikających z transakcji należności. Jednocześnie prowadzą politykę mającą na celu ograniczenie zaangażowania klientów, które prowadziłoby do tego, że kwota należności wynikająca z zawartych transakcji przekraczałaby wartość zdeponowanych przez klienta na rachunku środków, w tym pobranego depozytu zabezpieczającego, tym samym powodowała na rachunku klienta ujemne saldo- „debet”. Jest to tzw. „mechanizm stop out”, który powoduje zamykanie automatyczne transakcji klienta, jeżeli poziom należności klienta z tych transakcji groziłby przekroczeniem wartości zdeponowanych przez klienta na rachunku środków. Jednocześnie zwracamy uwagę, że w szczególnie niesprzyjających warunkach rynkowych „mechanizm stop out” nie gwarantuje tego, iż suma należności klienta wynikająca z zawartych transakcji nie przekroczy wartości środków zdeponowanych na jego rachunku. Ma to miejsce w sytuacjach, w których występują tzw.



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

„luki cenowe” i niemożliwe jest zamknięcie stratnych pozycji klienta po cenie, która gwarantowałaby klientowi dodatnie saldo na rachunku. Z uwagi na możliwości występowania „luk cenowych”, niemożliwe jest też zobowiązanie się domu maklerskiego do wykonania „stop out” przy jakimkolwiek określonym poziomie relacji należności klienta do sumy zgromadzonych na rachunku środków, czy depozytu zabezpieczającego. Po pierwsze, z uwagi na możliwy brak ceny po której zamknięcie transakcji klienta gwarantowałoby zachowanie tej relacji. Po drugie z uwagi na konieczność zabezpieczania przez domy maklerskie ryzyka wynikającego z zawieranych przez klientów transakcji z dostawcami płynności, co prowadzi do konieczności zawierania transakcji przez klientów na warunkach rynkowych. Po trzecie z uwagi na to, że nie istnieją systemy transakcyjne które umożliwiłyby takie rozwiązanie. Obecnie funkcjonujące systemy uniemożliwiają automatyczne zamykanie transakcji klientów po ustalonych arbitralnie nierynkowych cenach, po których wykonanie transakcji gwarantowałoby zachowanie jakiegokolwiek z góry określonej relacji należności klienta w stosunku do sumy zdeponowanych na rachunku środków.

Należy ponadto zauważyć, że przepis prawa mówi, że „firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów (...) złożone przez klienta detalicznego pod warunkiem, że depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 1% wartości nominalnej tego instrumentu finansowego (...)”. Przy tej okazji należy odróżnić działalność maklerską z art. 69 ust. 2 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi („wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie”) od działalności maklerskiej z art. 69 ust. 4 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi („przechowywanie lub rejestrowanie instrumentów finansowych, w tym prowadzenie rachunków papierów wartościowych i rachunków zbiorczych oraz prowadzeniu rachunków pieniężnych”).

Ponadto pragniemy zwrócić uwagę, iż już obecnie większość domów maklerskich oferując instrumenty finansowe, które charakteryzują się dużą zmiennością stosuje politykę zakładającą wyższe niż wymagane przez ustawę minimalne poziomy depozytu zabezpieczającego oraz stosuje progresywne, wyższe niż określone stawki wymaganego zabezpieczenia, gdzie poziom wymaganego depozytu zabezpieczającego rośnie wraz ze wzrostem ilości środków zgromadzonych na rachunku klienta. Należy zwrócić uwagę, iż wbrew temu co twierdzi Komisja, w Wytycznej nr 4 praktyka ta symetrycznie ogranicza ryzyko obydwóch stron transakcji wynikające ze zmienności cen instrumentów finansowych oraz podobnie symetrycznie ogranicza ryzyko potencjalnie dużej ekspozycji klientów posiadających znaczne środki finansowe. Uzależnienie wysokości depozytu zabezpieczającego od zmienności albo wartości rachunku klienta jest światowym standardem zarówno w przypadku klientów detalicznych jak i w przypadku instytucji finansowych nie tylko na rynku OTC ale także na rynkach regulowanych jak i w alternatywnych systemach obrotu. Izba wskazuje, iż stosowanie najniższych stawek depozytów zabezpieczających w relacji do najbardziej popularnych instrumentów pochodnych rynku OTC wynika ze zmienności tych instrumentów.

Dzięki wysokiej popularności tych instrumentów płynność na tych instrumentach jest wysoka co w efekcie skutkuje niską zmiennością. Zgodnie z teorią, powszechnie przyjętą, uniwersalną miarą ryzyka jest zmienność definiowana jako odchylenie standardowe stóp zwrotu. Wraz ze spadkiem płynności



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

rosną koszty, a co za tym idzie zwiększa się zmienność rynkowa, a sam walor zyskuje większy pierwiastek ryzyka w relacji do innych aktywów.

Pragniemy zwrócić uwagę iż rynek OTC działa 24 godziny na dobę i zarówno płynność jak i dostęp do informacji na temat wyceny aktywów na nim jest istotnie wyższa, a co za tym idzie zmienność jest niższa niż na jakimkolwiek rynku zorganizowanym. Ingerowanie przez Komisję w tak ustalony sposób ustalania stawek depozytów zabezpieczających może istotnie zachwiać pozycją konkurencyjną polskich firm inwestycyjnych w porównaniu do zagranicznej konkurencji, a także zakłócić konkurencję pomiędzy domami maklerskimi.

Mając na uwadze powyższe wskazujemy, że wykonanie Wytycznej w tym zakresie jest więc niemożliwe.

Wytyczna nr 8

Pragniemy wskazać, iż domy maklerskie, co do zasady są w stanie wyliczyć średnie czasy wykonywania zleceń klientów w celach informacyjnych. Należy jednak zwrócić uwagę, iż średnie czasy wykonywania istotnie różnią się w zależności od instrumentu finansowego, płynności, zmienności, pory dnia, kalendarza ekonomicznego, rodzaju zlecenia, trybu egzekucji, szczególnych instrukcji klienta, poziomów cenowych i wielu innych czynników. Nie jest więc możliwe ustalenie ogólnego średniego czasu wykonania zlecenia oraz uczynienie go elementem relacji umownej z klientem. Podobnie z uwagi na powyższe okoliczności oraz naturę rynku jako takiego, nie jest możliwe podanie nawet w stopniu przybliżonym zamkniętego katalogu sytuacji, w których zlecenie klienta będzie wykonane w czasie odbiegającym od średniego czasu wykonania zlecenia, a tym bardziej uczynienie tego elementem relacji umownej z klientem, czy danie mu jakichkolwiek gwarancji w tym zakresie. Izba pragnie więc wskazać iż w tym zakresie Wytyczna Komisji nie jest możliwa do zrealizowania.

Pragniemy wskazać, iż domy maklerskie zrzeszone w Izbie wypełniają obowiązki w zakresie działania w najlepiej pojętym interesie klienta oraz wymogi „best execution”, w których czynniki takie jak szybkość realizacji zlecenia mają istotne znaczenie. Pragniemy jednak podkreślić, iż szybkość realizacji zlecenia jest tylko jednym z wielu czynników, które domy maklerskie biorą pod uwagę realizując zlecenia klienta w celu osiągnięcia jak najlepszych rezultatów dla klienta. Zasady oraz wymogi dotyczące best execution wynikają z Dyrektywy MiFID I, która nie zobowiązuje firm inwestycyjnych do wykonywania zleceń klientów w ściśle określonym czasie. Podobne wymogi nie wynikają też z nowej Dyrektywy MiFID II oraz nie były wcześniej przedmiotem wytycznych unijnych organów nadzoru.

Wytyczna nr 9

Izba pragnie zwrócić uwagę, iż wymóg prezentowania przez domy maklerskie informacji na temat wyników osiągniętych przez klientów wyłącznie dla rynku OTC ma charakter dyskryminujący wobec domów maklerskich oferujących usługi na tym rynku. Biorąc pod uwagę swobodę świadczenia usług maklerskich na wspólnym unijnym rynku, działania te są odbierane jako dyskryminujące polskie domy



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

maklerskie również w stosunku do zagranicznych firm inwestycyjnych np. z Cypru, czy Wielkiej Brytanii, oferujących swobodnie swoje usługi polskim klientom. Wymóg prezentowania informacji na temat wyników nie daje także klientom pełnego obrazu na temat zyskowności inwestycji w poszczególne rodzaje instrumentów finansowych. Jeżeli wymóg ten miałby mieć walor informacyjny i dawać klientowi jakąkolwiek informację na temat rzeczywistego ryzyka inwestowania w instrumenty pochodne rynku OTC, na poszczególnych rynkach, czy na poszczególnych instrumentach, powinien on mieć zastosowanie do wszystkich rodzajów instrumentów finansowych oferowanych rynku oraz powinien mieć powszechnie zastosowanie w całej Unii Europejskiej żeby pokazać np. wpływ poziomu wiedzy klientów na ponoszone przez nich straty, co wymagałoby podjęcia działań na poziomie Unii Europejskiej. Bez tego odniesienia i porównania klient nie będzie miał informacji na temat rzeczywistego ryzyka związanego z inwestowaniem na rynku OTC oraz czynników mających na nie wpływ. Bezwzględnie, taki obowiązek nie wynika z przepisów prawa, w szczególności w zakresie nowego obowiązku dołączenia takiej informacji do pakietu kontraktowych informacji przekazywanej przed zawarciem umowy.

Wytyczna nr 11

w zw. z Wytyczną nr 12 ust. 3 tiret 2

Należy zwrócić uwagę, iż Wytyczna nie jest możliwa do wykonania przez polskie domy maklerskie w zakresie w jakim nakazuje ujawnianie klientom danych dotyczących wysokości (wielkości) marży (tzw. mark-up), jaką do spreadu rynkowego (otrzymywanego od dostawców kwotowań) dolicza firma inwestycyjna, czy też marży jaką polskie firmy inwestycyjne nakładają na punkty swapowe oraz podania w czasie rzeczywistym konkretnych źródeł cen instrumentów finansowych. Należy dodatkowo zwrócić uwagę, iż domy maklerskie w celu ustalenia ceny instrumentu pochodnego korzystają częstokroć z cen instrumentów dostarczanych z wielu źródeł cen. Źródła te cały czas zmieniają się w czasie rzeczywistym i niejednokrotnie w tym samym czasie podawana jest cena instrumentu finansowego przy wykorzystaniu cen pochodzących od różnych dostawców kwotowań w celu dostarczenia klientom ceny najbardziej odpowiadającej warunkom rynkowym. Ujawnienie takich informacji wraz z precyzyjną informacją na temat dostawcy nie będzie możliwe z uwagi na tajemnicę handlową jaką domy maklerskie związane są z dostawcami kwotowań oraz może wiązać się z istotnym wzrostem opłat jakie firmy inwestycyjne ponoszą za dane rynkowe. Po drugie ujawnianie tak szczegółowych danych jest ujawnianiem know-how domów maklerskich dotyczącego procesu kształtowania ceny i de facto wystawi domy maklerskie na ryzyko działań ze strony nieuczciwych klientów i odbiorców płynności. Dodatkowo należy wskazać, iż obowiązki wynikające z Wytycznej nie mogą mieć zastosowania do firm oferujących usługi maklerskie na rynku OTC działających w modelu „market maker”, które same kształtują cenę pochodnego instrumentu finansowego w oparciu o cenę instrumentu bazowego i które nie nakładają żadnej marży na oferowany klientom spread, który w tym przypadku cały jest marżą domu maklerskiego. Wydaje się więc, że Wytyczna nie powinna mieć zastosowania do tych domów maklerskich.

Ponadto wdrożenie mechanizmów pozwalających firmom inwestycyjnym na udostępnianie takich informacji wiąże się z istotnymi nakładami inwestycyjnymi i może okazać się niemożliwe. Należy



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

wskazać, iż Polska byłaby jedynym krajem na świecie gdzie obowiązywałby taki wymóg, nie są więc dostępne gotowe rozwiązania IT, które umożliwiałyby wprowadzenie takiego rozwiązania, a stworzenie takich rozwiązań po stronie domów maklerskich może okazać się czasochłonne, a dla niektórych firm inwestycyjnych praktycznie niemożliwe.

Dodatkowo pragniemy zauważyć, iż wymogi takie nie wynikają z unijnych przepisów w tym w szczególności z Dyrektywy MiFID I ani z Dyrektywy MiFID II, czy też z Rozporządzenia MiFIR. Podobnie wymagań takich nie nakładają żadne z wytycznych unijnych organów nadzoru.

Izba kwestionuje też celowość przekazywania klientom informacji na temat marży w zakresie określonym Wytyczną. Należy wskazać, iż warunki umów jakie domy maklerskie oferują klientom umożliwiają klientowi zakwestionowanie ceny w przypadku gdy odbiega ona od warunków rynkowych. Także w interesie firm inwestycyjnych jest aby ceny pochodnych instrumentów finansowych jak najmniej odbiegały od cen instrumentów bazowych na właściwych rynkach. Należy podkreślić, iż ceny instrumentów pochodnych podawane są klientom w czasie rzeczywistym, zarówno w zakresie ceny bid jak i ask. Wszelkie próby manipulowania ceną przez firmę inwestycyjną będą więc zawsze działały na jej niekorzyść, wystawiając ją na możliwość arbitrażu. Rynek OTC jest rynkiem zdecentralizowanym i ceny pochodnych instrumentów finansowych opartych np. o kursy walutowe nieznacznie się od siebie różnią jednakże w interesie samej firmy inwestycyjnej jest to żeby cena instrumentu finansowego który oferuje, jak najbardziej odpowiadała cenie rynkowej.

Nie ma też jednej ceny instrumentu bazowego, która jest rynkowa, gdyż kwotowania cen tworzone są przez kontrahentów transakcji, z których każdy zazwyczaj pobiera marżę. Cena oferowana klientowi detalicznemu tworzona jest de facto przez łańcuszek kontrahentów, z których każdy pobiera pewną marżę. Ujawnianie klientowi marży pobieranej w ostatniej fazie obrotu jest zdaniem Izby bezcelowe i nie tworzy dla klienta żadnej wartości dodanej. Porównanie wielkości marży nie daje bowiem klientowi żadnego obrazu jakości czy rynkowości ceny na którą wpływ ma dużo więcej czynników, takich jak marże pobrane w poprzedniej fazie obrotu, czy w ogóle jakość kwotowania. Dodatkowo należy wskazać, iż tak mocne ingerowanie w proces kształtowania cen stanowi istotne ograniczenie swobody świadczenia usług maklerskich i szerzej, swobody działalności maklerskiej w ogóle.

ust. 3 tiret ostatni

Izba wskazuje, iż niemożliwa jest do wykonania Wytyczna zgodnie z którą niedopuszczalne jest pomniejszenie rachunku posiadacza krótkiej pozycji w kontrakcie na różnicę opartym o cenę akcji, z których wypłacana jest dywidenda, o wartość podatku od dywidendy, przy jednoczesnym uznaniu rachunku posiadacza długiej pozycji w tym instrumencie finansowym, o wartość dywidendy pomniejszonej o wartość podatku od dywidendy. Należy zwrócić uwagę, iż w celu oferowania swoim klientom transakcji na instrumentach finansowych CFD opartych o cenę akcji dom maklerski opiera cenę instrumentu na zawartej odpowiadającej transakcji na instrumencie finansowym lub na ofercie cenowej na właściwych instrumentach rynku bazowego. W momencie wypłaty dywidendy z akcji



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

dom maklerski z racji utrzymywania odpowiadających transakcji na rynku instrumentu bazowego lub z uwagi na fakt, iż cena instrumentu finansowego oparta jest na konkretnej cenie obowiązującej na rynku bazowym otrzymuje dywidendę pomniejszoną o podatek lub wyznacza cenę instrumentu finansowego w oparciu o cenę z rynku bazowego. W przypadku konieczności dostosowania się domów maklerskich do przedmiotowej Wytycznej firmy inwestycyjne zmuszone byłyby do wypłacania klientom ekwiwalentu dywidendy brutto od utrzymywanych przez nich pozycji na CFD opartych o cenę akcji, w sytuacji gdy same firmy inwestycyjne otrzymywałyby dywidendę pomniejszoną o podatek od instrumentów finansowych, które dom maklerskich utrzymuje w celu zabezpieczenia transakcji klienta albo musiałyby przekazywać klientom dywidendę nie odpowiadającą dywidendzie którą klient uzyskałby na rynku instrumentu bazowego. W skrajnym przypadku mogłoby to doprowadzić do arbitrażu podatkowego – korzystniej byłoby posiadać pozycję w CFD na akcję w dniu ustalenia prawa do dywidendy, niż sam instrument bazowy. Tym samym część z firm inwestycyjnych musiałyby dopłacać z własnych środków różnicę pomiędzy dywidendą netto jaką otrzymują a dywidendą brutto którą przekazują klientowi. Może to istotnie wpłynąć na opłacalność i możliwość oferowania instrumentów finansowych opartych o ceny akcji, a tym samym na konkurencyjność polskich domów maklerskich.

Wytyczna nr 12

Izba pragnie wskazać, iż nie jest możliwe wykonanie Wytycznej w zakresie w jakim zakazuje korygowania cen transakcji zawieranych po błędnej cenie bez zgody klienta, czy zakazuje odstąpienia od transakcji w sytuacji, w której błąd w cenie instrumentu finansowego nastąpił z przyczyn zależnych od firmy inwestycyjnej. W przypadku kiedy prawo do odstąpienia lub skorygowania transakcji zawartej po błędnej cenie zostanie ograniczone jedynie do sytuacji, w której błąd nastąpił z przyczyn niezależnych od domów maklerskich zwiększy się istotnie ryzyko prowadzonej przez nie działalności.

Należy wskazać, iż unormowania dotyczące możliwości anulowania bądź korygowania transakcji zawartych po błędnych cenach pozwalają domowi maklerskiemu anulować, albo korygować transakcję w sytuacji, kiedy cena pochodnego instrumentu finansowego odbiega istotnie od ceny jego instrumentu bazowego, w taki sposób, iż transakcja ta nie ma oparcia w jakichkolwiek warunkach rynkowych.

Zapisy umów z klientami umożliwiające anulowanie bądź korygowanie transakcji zawartych po nierynkowych cenach są w pełni usprawiedliwione charakterem stosunku prawnego. Zaistnienie bowiem błędu w cenie instrumentu finansowego po jakiej nabył go klient, bez względu na przyczyny błędu powodowałoby, iż dom maklerski musiałby sfinansować taką transakcję bez względu na koszty. W skrajnym przypadku błąd ten mógłby być tak duży, iż konsumowałby wszystkie aktywa firmy. Standardem w umowach domów maklerskich działających w Unii Europejskiej jest rozwiązanie odwrotne do wskazanego w Wytycznej.

Należy dodatkowo zauważyć, iż zawieranie transakcji po cenach nierynkowych (niezależnie od ich przyczyn) może prowadzić do bezpodstawnego wzbogacenia klienta w sytuacji błędnej ceny rynkowej. Dodatkowo stosowanie możliwości odstąpienia przez firmę inwestycyjną od transakcji



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

tylko w przypadku zdarzeń niezależnych od tej firmy inwestycyjnej nie wyklucza stosowania przez konsumenta prawa do odstąpienia lub żądania zmiany parametrów transakcji. W efekcie gdy firma inwestycyjną ma zawarte transakcje po obydwóch stronach rynku, należy się spodziewać, że konsumenci reprezentujący tylko transakcje z jednej strony zgłoszą się do firmy inwestycyjnej po dokonanie korzystnej dla siebie zmiany. Klienci posiadający pozycje przeciwne nie zgłoszą się do firmy inwestycyjnej. W efekcie dojdzie do materializacji zdarzenia o charakterze „asymmetric slippage”

Dodatkowo pragniemy zauważyć, iż wymogi takie nie wynikają z unijnych przepisów w tym w szczególności ani z Dyrektywy MiFID I ani z Dyrektywy MiFID II, czy też z Rozporządzenia MiFIR. Podobnie wymagań takich nie nakładają żadne z wytycznych unijnych organów nadzoru.

Ponadto zwracamy uwagę, że rozwiązanie polegające na uzyskiwaniu każdorazowej zgody na skorygowanie transakcji zawartej po błędnej cenie jest dla firm inwestycyjnych wysoce niekorzystne. Z obserwacji firm inwestycyjnych wynika, że klienci nie zgadzają się na proponowane warunki korekty lub co gorsza nie reagują na próby kontaktu ze strony firmy inwestycyjnej. Jednocześnie składają drogą elektroniczną dyspozycje wypłaty środków z rachunku, w tym środków, których źródłem jest bezpodstawne wzbogacenie. W efekcie dochodzi do zbiegu dwóch zdarzeń – zawieszony zgody klienta na dokonanie korekty wraz z jednoczesnym upłynięciem regulaminowego terminu na wypłatę środków.

ust. 3 tiret 4

Izba stoi na stanowisku, że jeżeli z warunków umowy zawartej z klientem wynika, iż firma inwestycyjna świadcząc usługi wykonywania zleceń zaspokaja swoje roszczenia ze środków klientów zgromadzonych na rachunku, nie ma potrzeby każdorazowej zgody klienta. Tym samym udzielenie takiej zgody wystarczające jest w umowie lub w pełnomocnictwie. Podobne rozwiązania stosowane są w umowach kredytowych i w pełni akceptowane przez UOKiK i sądy powszechne jako uprawniające do korzystania ze środków klienta bez konieczności dodatkowych zgód na wypadek zaistnienia określonych okoliczności.

Pragniemy wskazać, iż co do zasady przy odstępowaniu lub korygowaniu transakcji zawartych po błędnych cenach przez domy maklerskie nie ma uznaniowości, gdyż regulaminy domów maklerskich jednoznacznie opisują precyzyjne zasady dokonywania korekt i odstąpień.

Izba pragnie także wskazać, że zgodnie z artykułem 40 ust. 6 Ustawy o prawach konsumenta prawo odstąpienia od umowy (umowa w tym przypadku jest transakcją zawieraną na podstawie szerszej umowy ramowej zawieranej tylko raz) nie przysługuje konsumentowi w przypadkach umów dotyczących instrumentów rynku pieniężnego, zbywalnych papierów wartościowych, tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, sprzedaży papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu oraz operacji finansowych, w których ustalono cenę, kurs, stopę procentową lub indeks, a w szczególności nabywanie walut, papierów wartościowych, złota lub innych metali szlachetnych, towarów lub praw, w tym umowy obliczone tylko na różnice cen, opcje i prawa pochodne, zawarte na umówioną datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym.



Izba Domów Maklerskich

od 20 lat

Izba pragnie wskazać, iż nie jest możliwa do wykonania Wytyczna zgodnie, z którą wszelkie zmiany w wielkości poziomu depozytu w trakcie utrzymywania otwartej pozycji powinny być wprowadzone co najmniej po uprzednim poinformowaniu klienta, w dostatecznie długim odstępie czasu przed wprowadzeniem zmiany. Należy zwrócić uwagę, iż w niektórych nadzwyczajnych sytuacjach rynkowych np. takich jak sytuacja związana z frankiem szwajcarskim w styczniu 2015 r. może się okazać, iż konieczna jest natychmiastowa zmiana poziomów depozytów zabezpieczających transakcji klientów, w celu ograniczenia ekspozycji domów maklerskich na ryzyko rynkowe i uniknięcia niewypłacalności firmy inwestycyjnej, albo nawet całego sektora domów maklerskich i tym samym zagrożenia aktywów wszystkich klientów zgromadzonych w firmach inwestycyjnych. W przypadku konieczności dostosowania się do tej Wytycznej może mieć to istotny wpływ na ryzyko prowadzonej przez domy maklerskie działalności.

Ad. 3 tiret piąte punkt iii

Wytyczna odnosi się, co zresztą wprost wynika z jej brzmienia, do stosowania przez strony „zasad prawa cywilnego”, czyli zakresu niepodlegającego kontroli organu administracji publicznej. W tym zakresie należy uwzględnić przede wszystkim podstawową zasadę prawa cywilnego wyrażoną w art. 353(1) Kodeksu cywilnego. Zgodnie z nim „Strony zawierające umowę mogą ułożyć stosunek prawny według swego uznania, byleby jego treść lub cel nie sprzeciwiały się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego”. Jedynie przepis rangi ustawowej może przewidywać ograniczenia stosowania zasady wyrażonej w art. 353 (1) Kodeksu cywilnego, a jedynym organem władnym do oceny, że „treść lub cel nie sprzeciwiały się właściwości (naturze) stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego” jest sąd powszechny. Należy wskazać, że materia Wytycznej nr 12 może być przedmiotem ograniczeń przykładowo w zakresie prawa konsumenckiego. W tym zakresie jednak właściwym kompetencyjnie jest UOKiK. Należy dodać, że obowiązek stosowania zasady wyrażonej w Wytycznej nie wynika z przepisów prawa powszechnie obowiązującego, ani prawa europejskiego, w szczególności Dyrektywy MiFID, przepisów ją implementujących lub Dyrektywy MiFID II ani rozporządzenia MiFIR.