UKNF URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

# Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zarządzania produktowego

# Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie zarządzania produktowego

## Spis treści


1. Uwagi ogólne ..... 2
2. Wymóg określenia grupy docelowej ..... 2
2.1 Zasada proporcjonalności ..... 4
2.2 „Szerokość" grupy docelowej ..... 4
2.3 Grupa docelowa i negatywna grupa docelowa – relacja ..... 5
2.4 Dystrybucja instrumentów finansowych, dla których grupa docelowa nie została określona ..... 5
2.5 Łańcuch pośredników – a obowiązek określania grupy docelowej ..... 6
2.6 Strategia dystrybucji ..... 6
2.7 Obowiązek przekazywania informacji ..... 7
2.8 Informacje na potrzeby określenia grupy docelowej ..... 8
3. Zakaz dystrybucji instrumentów finansowych do negatywnej grupy docelowej i wyjątki od tego zakazu. ..... 10
3.1 Wyłączna inicjatywa klienta ..... 10
4. Relacja „producent" – „dystrybutor" ..... 13
4.1 „Producent" ..... 13

## 1. Uwagi ogólne

Celem wprowadzenia regulacji w zakresie zarządzania produktowego w ramach świadczenia usług maklerskich, było uporządkowanie strategii dystrybucyjnych firm inwestycyjnych[1] a także podniesienie jakości świadczenia tych usług poprzez określenie katalogu instrumentów, które mogą być ich przedmiotem. Wymogi z zakresu zarządzania produktowego powinny w istotny sposób ograniczać m.in. zjawisko tzw. *missellingu*.

Wymogi z zakresu zarządzania produktowego są uregulowane w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi („Ustawa o obrocie") oraz Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. 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 („Rozporządzenie").

Zgodnie z § 143 ust. 1 Rozporządzenia, wymogi w zakresie zarządzania produktowego nie mają zastosowania do instrumentów finansowych wyemitowanych lub wystawionych przed dniem wejścia w życie tego Rozporządzenia, tj. przed 22 czerwca 2018 r., jeśli były one oferowane, rekomendowane lub w inny sposób udostępniane do nabycia lub objęcia przed tym dniem. Jeśli firma inwestycyjna oferuje, rekomenduje lub w inny sposób udostępnia do nabycia lub objęcia instrumenty finansowe po 22 czerwca 2018 r., jeżeli zostały one wyemitowane lub wystawione przed tym dniem, musi stosować wymogi z zakresu zarządzania produktowego.

Stanowisko koncentruje się na wymogach z zakresu zarządzania produktowego, dotyczących firm inwestycyjnych rekomendujących, oferujących lub w inny sposób umożliwiających nabycie lub objęcie instrumentu finansowego (Rozdział 2 Oddział 5 Rozporządzenia)[2]. Stanowisko ogranicza się do wybranych aspektów wymogów z zakresu zarządzania produktowego i nie powinno być traktowane jako kompleksowe opracowanie w tym zakresie.

W dniu 14 lutego 2020 r. zostało opublikowane „Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego", w którym została opisana relacja wymogów prawa z zakresu zarządzania produktowego i świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego.

## 2. Wymóg określenia grupy docelowej

Zgodnie z § 37 Rozporządzenia firma inwestycyjna określa grupę docelową dla danego instrumentu finansowego i usługi maklerskiej. W ramach tego procesu firma inwestycyjna określa klientów, których potrzebom, cechom i celom instrument finansowy nie odpowiada, ustalając w ten sposób tzw. negatywną grupę docelową.

Obowiązek określenia grupy docelowej oraz oferowania, rekomendowania lub w inny sposób umożliwiania nabycia lub objęcia instrumentu finansowego zgodnie z grupą docelową nie może być zastąpiony przeprowadzeniem testu odpowiedniości usługi maklerskiej czy instrumentu finansowego będącego przedmiotem tej usługi (§ 44 ust. 2 Rozporządzenia).

[1] Wszelkie wymogi i odniesienia wskazane w treści stanowiska odnoszące się do firm inwestycyjnych mają odpowiednie zastosowanie także do banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy.

[2] Wszelkie wymogi określone w tym stanowisku mają zastosowanie do firm inwestycyjnych rekomendujących, oferujących lub w inny sposób umożliwiających nabycie lub objęcie instrumentu finansowego, nawet jeśli w treści stanowiska znajduje się odwołanie do jednej z tych czynności.

Przy określaniu grupy docelowej oraz negatywnej grupy docelowej uwzględnia się co najmniej kryteria takie jak:

- rodzaj klienta, do którego dany produkt jest skierowany,
- wiedzę i doświadczenie klienta w odniesieniu do danego rodzaju instrumentu finansowego,
- sytuację finansową klienta,
- tolerancję ryzyka oraz
- cele inwestycyjne i potrzeby inwestycyjne.

Ponadto, zgodnie z § 37 ust. 1 Rozporządzenia, firma inwestycyjna (występując w roli dystrybutora) określa grupę docelową dla danego instrumentu finansowego, nawet, jeżeli emitent lub wystawca tego instrumentu nie określił grupy docelowej.

Określając grupę docelową firma inwestycyjna powinna wziąć również pod uwagę koszty i strukturę opłat związanych z danym instrumentem finansowym (§31 ust. 7 Rozporządzenia). Przykładowo, jeśli nabycie instrumentu finansowego wymaga poniesienia wysokich opłat początkowych, które nie mogą zostać pokryte w krótkim czasie ze zwrotu z inwestycji, taki instrument nie powinien się znajdować w grupie docelowej instrumentów krótkoterminowych. Sposób określenia wpływu kosztów i opłat na zwrot z inwestycji powinien być odpowiednio udokumentowany a struktura kosztów i opłat związanych z instrumentem finansowym powinna być określona w taki sposób, by pozwalała na taką ocenę.

Zgodnie z § 37 ust. 2 Rozporządzenia, firma inwestycyjna określa grupę docelową instrumentu finansowego lub usługi na etapie ustalania przez zarząd firmy inwestycyjnej celów biznesowych i strategii dystrybucji, przed rozpoczęciem świadczenia usług w odniesieniu do danego instrumentu finansowego. Wdrożone przez firmę rozwiązania powinny także zapewniać zgodność zamierzonej strategii dystrybucji z określoną grupą docelową (§ 39 ust. 1 Rozporządzenia).

Wymogi zarządzania produktowego nakładają na firmę inwestycyjną obowiązek analizy instrumentów finansowych pod kątem ich odpowiedniości dla klientów należących do grup docelowych, wyodrębnionych na podstawie kryteriów wskazanych powyżej.

Firma inwestycyjna powinna zatem najpierw określić grupy docelowe dla instrumentów finansowych, a w kolejnym kroku zbadać, do której z nich należy dany klient. Firma inwestycyjna może rekomendować klientowi tylko te produkty, które zostały „przypisane" do grupy docelowej, do której został zakwalifikowany dany klient.

W przypadku gdy bank będący emitentem instrumentu finansowego określił grupę docelową tego instrumentu finansowego, biuro maklerskie tego banku, które dystrybuuje taki instrument nie jest zobowiązane do ponownego określania grupy docelowej tego instrumentu finansowego (art. 83 ust. 17 Ustawy o obrocie).

Sposób określenia grup docelowych w ramach banku tj. przez jego biuro maklerskie i inne jednostki organizacyjne banku, jeśli określają one grupy docelowe, powinien być spójny.

## 2.1 Zasada proporcjonalności

Zgodnie z § 37 ust. 5 pkt 6 Rozporządzenia oraz mającym odpowiednie zastosowanie § 31 ust. 7 Rozporządzenia, firma inwestycyjna określa grupę docelową w sposób odpowiedni i proporcjonalny, z uwzględnieniem charakteru instrumentu finansowego, jego złożoności, w tym związanych z nim kosztów oraz struktury opłat, wskaźnika zysku do ryzyka, płynności lub jego innowacyjnego charakteru.

Jak wskazuje Recital 18 Dyrektywy Delegowanej[3], zasady zarządzania produktami powinny mieć zastosowanie do wszystkich produktów sprzedawanych na rynku pierwotnym i wtórnym, bez względu na rodzaj oferowanego produktu lub świadczonej usługi oraz na wymogi mające zastosowanie w miejscu sprzedaży. Zasady te można jednak stosować w sposób proporcjonalny, w zależności od złożoności produktu oraz stopnia, w jakim można pozyskać dostępne publicznie informacje, uwzględniając charakter instrumentu, usługi inwestycyjnej i rynku docelowego. Proporcjonalność oznacza, że zasady te mogłyby być stosunkowo proste w odniesieniu do pewnych prostych produktów dystrybuowanych na zasadzie ograniczenia się do realizacji składanych zleceń *(execution-only),* jeżeli takie produkty odpowiadałyby potrzebom i cechom masowego rynku detalicznego.

Im bardziej skomplikowany instrument finansowy, szczególnie pod względem złożoności obliczeń stopy zwrotu oraz związanych z nim kosztów, tym bardziej szczegółowo powinna być określona grupa docelowa.

W przypadku nieskomplikowanych i łatwo dostępnych instrumentów finansowych, których cechy można łatwo porównać, możliwe jest określenie grupy docelowej na podstawie wspólnego podejścia dotyczącego jednego rodzaju instrumentów a opis kryteriów branych pod uwagę przy określaniu grupy docelowej może być dokonany w sposób ogólny.

## 2.2 „Szerokość" grupy docelowej

Przy określaniu grupy docelowej, z zachowaniem zasady proporcjonalności, firma inwestycyjna powinna wziąć pod uwagę kryteria określone w § 37 ust. 5 Rozporządzenia, w szczególności przeprowadzić dokładną analizę cech swojej bazy potencjalnych i istniejących klientów. Firma inwestycyjna może uwzględnić dodatkowe kryteria, które uzna za właściwe w celu określenia grupy docelowej.

Firma inwestycyjna powinna tak określić kryteria na potrzeby określenia grupy docelowej i sposób ich oceny, który będzie wskazywał na poziom danego kryterium np. w sposób przedziałowy (np. instrument finansowy jest w grupie docelowej klienta akceptującego ryzyko w przedziale 20% - 40% lub 3-4 w skali 7) lub opisowy (np. poziom ryzyka bardzo niski, niski, średni, wysoki, bardzo wysoki). Ustalone kryteria, zasady ich stosowania oraz sposób ich oceny powinny być obiektywne, spójne i jednolite w odniesieniu do wszystkich instrumentów finansowych, dla których określana jest grupa docelowa oraz negatywna grupa docelowa.

Regulacje wewnętrzne firmy inwestycyjnej muszą precyzyjnie definiować pojęcia, którymi firma inwestycyjna posługuje się określając grupy docelowe, w szczególności unikać pojęć

[3] Dyrektywa Delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych (Dyrektywa Delegowana)

nieostrych. Zakres i szczegółowość zadawanych pytań klientowi lub adekwatnych informacji posiadanych o kliencie przez firmę inwestycyjną powinny uwzględniać poziom skomplikowania instrumentów finansowych jak i charakter usługi świadczonej na rzecz klienta przez firmę inwestycyjną. Uzyskane w ten sposób informacje powinny pozwolić firmie inwestycyjnej na ustalenie, czy klient należy do grupy docelowej instrumentu finansowego.

## 2.3 Grupa docelowa i negatywna grupa docelowa – relacja

Firma inwestycyjna określa i ocenia sytuację i potrzeby klientów, dla których zamierza świadczyć usługi, tak aby zapewnić, by interesy klientów nie zostały naruszone w wyniku nacisków handlowych lub finansowych. W tym celu firma określa wszystkie grupy klientów, z których potrzebami, cechami i celami instrument finansowy lub usługa nie są zgodne, ustalając w ten sposób negatywną grupę docelową (§ 39 ust. 2 Rozporządzenia).

W przypadku gdy ze względu na specyficzne cechy określonej przez firmę inwestycyjną grupy docelowej klienci należący do tej grupy będą posiadali automatycznie cechy przeciwstawne, firma inwestycyjna może ustalić negatywną grupę docelową poprzez stwierdzenie, że dany instrument finansowy lub dana usługa nie odpowiadają żadnemu klientowi poza grupą docelową (§ 39 ust. 4 Rozporządzenia). Stosowanie tej regulacji w praktyce obrazuje poniższy przykład.

Jeśli firma inwestycyjna wskazuje, że w grupie docelowej instrumentu finansowego X znajdują się klienci profesjonalni i uprawnieni kontrahenci, to firma powinna wskazać, czy np. klienci detaliczni stanowią negatywną grupę dla tego instrumentu finansowego.
Nieokreślenie przez firmę inwestycyjną, czy np. klienci detaliczni należą do grupy docelowej lub negatywnej grupy docelowej może spowodować, że niektórzy z klientów detalicznych mogą znaleźć się zarówno poza grupą docelową jak i poza negatywną grupą dla instrumentu finansowego X. Z tego powodu zasadnym jest określenie negatywnej grupy docelowej dla instrumentu finansowego X poprzez uwzględnienie w niej wszystkich klientów detalicznych.

## 2.4 Dystrybucja instrumentów finansowych, dla których grupa docelowa nie została określona

Brak wystarczających informacji pozwalających na określenie grupy docelowej instrumentów finansowych uruchamia zakaz ich dystrybucji (§ 36 ust. 4 Rozporządzenia), z wyjątkiem sytuacji gdy ich nabycie lub objęcie następuje wyłącznie z inicjatywy klienta (Patrz pkt 3.2.).

Za niedopuszczalne należy uznać praktyki, zgodnie z którymi firma inwestycyjna nie określa grup docelowych dla niektórych instrumentów i oferuje je osobom/podmiotom, które jednocześnie składają oświadczenie, że nabycie tych instrumentów nastąpiło z ich własnej inicjatywy (Patrz pkt. 3.1.).

§ 39 ust. 5 - 7 Rozporządzenia wskazuje katalog czynności niezbędnych w celu określenia grupy docelowej. Tylko w przypadku, gdy firma inwestycyjna zrealizuje obowiązki tam określone i pomimo tego nie będzie w stanie przeprowadzić pełnej oceny, zastosowanie może mieć § 37 ust. 8 Rozporządzenia.

## 2.5 Łańcuch pośredników – a obowiązek określania grupy docelowej

Firma inwestycyjna musi określić grupę docelową jedynie w odniesieniu do klientów końcowych, którzy nie oferują, nie rekomendują albo w inny sposób nie udostępniają danego instrumentu finansowego do nabycia bądź objęcia przez innych klientów (§ 37 ust. 9 Rozporządzenia).

W przypadku gdy klient profesjonalny albo uprawniony kontrahent nabywa lub obejmuje od firmy inwestycyjnej instrument finansowy z zamiarem jego dalszej sprzedaży, takiego klienta albo uprawnionego kontrahenta nie uznaje się za klienta końcowego. Klient profesjonalny albo uprawniony kontrahent działający z zamiarem dalszego oferowania, rekomendowania albo udostępniania w inny sposób danego instrumentu finansowego do nabycia bądź objęcia przez innych klientów jest zobowiązany do określania grup docelowych i spełniania innych obowiązków z tym związanych wskazanych w Rozdziale 2, Oddział 5 Rozporządzenia.

Jeśli zatem firma inwestycyjna prowadzi dystrybucję określonych instrumentów finansowych jedynie do klientów profesjonalnych albo uprawnionych kontrahentów, którzy działają z zamiarem dalszego oferowania, rekomendowania albo udostępniania w inny sposób danego instrumentu finansowego do nabycia bądź objęcia przez innych klientów, powinna określić grupę docelową w odniesieniu do klienta końcowego tj. ostatniego klienta w łańcuchu pośredników.

## 2.6 Strategia dystrybucji

Strategia dystrybucji to zamierzony sposób, w jaki instrument finansowy może być nabyty lub objęty przez grupę docelową (art. 83b ust. 11 Ustawy o obrocie).

Strategia dystrybucji jest nierozerwalnie związana z przyjętą przez firmę inwestycyjną strategią biznesową, zarówno w zakresie oferty produktów, świadczonych usług maklerskich jak i klientów, do których ta oferta jest kierowana.

Z tego powodu przy określaniu strategii dystrybucji firma inwestycyjna powinna wziąć pod uwagę co najmniej następujące elementy:

- charakterystykę produktów i usług w tym ryzyka z nimi związane,
- charakterystykę klienta, do którego kierowana jest oferta (w oparciu o kryteria dla określania grupy docelowej zgodnie z Rozporządzeniem),
- identyfikację i zapobieganie konfliktom interesów (zgodnie z zasadami określonymi w firmie inwestycyjnej),
- możliwości dotarcia do klienta docelowego dzięki wybranemu kanałowi dystrybucji.
- jakość obsługi klienta w danym kanale dystrybucji.

Firmy inwestycyjne powinny dokonywać okresowego przeglądu dystrybuowanych instrumentów i jeśli zajdzie taka konieczność dostosować odpowiednio strategię dystrybucji.

## 2.7 Obowiązek przekazywania informacji

Rozporządzenie nakłada na firmy inwestycyjne będące dystrybutorami instrumentów finansowych i usług określone obowiązki informacyjne względem emitentów i wystawców instrumentów finansowych.

Zgodnie z § 42 ust. 1 Rozporządzenia, firma inwestycyjna jest zobowiązana do przekazania informacji, jeżeli oferowała, rekomendowała lub w inny sposób umożliwiła nabycie lub objęcie instrumentu finansowego w ramach negatywnej grupy docelowej, nawet gdy służyło to dywersyfikacji ryzyka klienta czy zabezpieczenia pozycji wynikających z instrumentów finansowych.

Jednocześnie w przypadkach określonych w § 43 ust. 1 Rozporządzenia, jeśli firma inwestycyjna oferuje instrument finansowy, rekomenduje go lub w inny sposób udostępnia do nabycia bądź objęcia przez klienta nienależącego do grupy docelowej, zobowiązana jest w sprawozdaniu na temat odpowiedniości tego instrumentu finansowego uzasadnić takie sytuacje indywidualnymi okolicznościami faktycznymi oraz jasno udokumentować te okoliczności.

Dodatkowo firma inwestycyjna ma obowiązek przekazywania emitentom i wystawcom instrumentów finansowych informacji dotyczących sprzedaży, a w stosownych przypadkach także informacji dotyczących przeglądów, umożliwiających emitentom lub wystawcom ich wykorzystywanie w trakcie prowadzonych przez nich przeglądów (§ 47 Rozporządzenia).

Pewne wątpliwości może budzić natomiast to, czy firma inwestycyjna jest zobowiązana do przekazywania tych informacji każdemu emitentowi i wystawcy, czy tylko podmiotom, które zgodnie z Rozporządzeniem są zobowiązane do określania grup docelowych.

Firma inwestycyjna powinna w każdym przypadku przekazywać wskazane powyżej informacje podmiotowi, który zgodnie z Rozporządzeniem jest zobowiązany do określania grup docelowych oraz strategii dystrybucji, tj. innej firmie inwestycyjnej, która emituje lub wystawia instrumenty finansowe lub udziela porad w ich zakresie. Wymóg ten istnieje także w przypadku, gdy emitent lub wystawca instrumentu finansowego, będąc zobowiązanym na podstawie Rozporządzenia, nie przekazał firmie inwestycyjnej rekomendującej, oferującej lub w inny sposób umożliwiającej nabycie lub objęcie instrumentu finansowego informacji o grupie docelowej.

Wymogi w zakresie przekazywania informacji emitentowi lub wystawcy instrumentu finansowego są obowiązkiem firmy inwestycyjnej rekomendującej, oferującej lub w inny sposób umożliwiającej nabycie lub objęcie instrumentu finansowego i ich wypełnienie nie zależy w żaden sposób od aktywności emitenta lub wystawcy tego instrumentu finansowego tj. wystąpienia z żądaniem przekazania tych informacji.

Jeżeli jednak firma inwestycyjna rekomendująca, oferująca lub w inny sposób umożliwiająca nabycie lub objęcie instrumentu finansowego otrzymała informacje o grupie docelowej lub strategii dystrybucji od emitenta lub wystawcy, na którym taki obowiązek nie ciążył to zasadne jest, aby na podstawie umowy firma inwestycyjna przekazywała mu informacje wskazane w § 47 Rozporządzenia.

## 2.8 Informacje na potrzeby określenia grupy docelowej

Określenie grupy docelowej dla danego instrumentu jest procesem niezależnym od procesu badania odpowiedniości instrumentu finansowego lub usługi i powinno być dokonane zanim firma inwestycyjna zaoferuje dany instrument finansowy klientowi. Oznacza to, że określenie grup docelowych dla instrumentów finansowych poprzedza analizę odpowiedniości instrumentu w stosunku do konkretnego klienta.

Z zastrzeżeniem § 41 ust. 1 Rozporządzenia, firma inwestycyjna może rekomendować klientowi tylko te instrumenty finansowe, w których grupie docelowej, znajduje się dany klient. W praktyce, świadcząc inne usługi, firma inwestycyjna może gromadzić informacje o kliencie, na podstawie których będzie możliwe przypisanie takiego klienta do grupy docelowej. Firma inwestycyjna korzystając z tych informacji powinna sprawdzić ich kompletność i aktualność pod kątem weryfikacji kryteriów wskazanych w pkt 2 Stanowiska lub innych kryteriów stosowanych przez firmę inwestycyjną w określaniu grup docelowych.

Przykładowo, jeśli klient przez kilka lat inwestował za pośrednictwem firmy inwestycyjnej w instrumenty pochodne, firma może stwierdzić, że klient zdobył doświadczenie w inwestowaniu w takie instrumenty. Informacja taka nie umożliwia jednak firmie oceny aktualnej sytuacji finansowej tego klienta czy celów i potrzeb inwestycyjnych. W przykładzie tym firma inwestycyjna powinna upewnić się, czy posiadane przez nią informacje o kliencie są aktualne a następnie zebrać inne wymagane informacje, pozwalające na zakwalifikowanie klienta do odpowiedniej grupy docelowej. Z tego powodu, firma inwestycyjna powinna określić w regulacjach wewnętrznych częstotliwość aktualizacji danych o swoich klientach.

W przypadku zamiaru nabycia przez klienta instrumentów finansowych, które zabezpieczają ryzyka wynikające ze zmienności paramentów rynkowych takich jak np. ryzyko kursowe czy ryzyko stóp procentowych, informacje mające na celu określenie np. sytuacji finansowej klienta oraz zdolności do ponoszenia strat, mogą być oceniane przez firmę inwestycyjną na podstawie informacji uzyskanych w związku z innymi świadczonymi przez nią usługami np. w przypadku banków w oparciu o informacje uzyskane na etapie badania oceny zdolności kredytowej klienta.

Zanim firma inwestycyjna umożliwi klientowi nabycie instrumentów finansowych służących zabezpieczeniu zmienności parametrów rynkowych, powinna zweryfikować czy klient ma wiedzę o tym, w jaki sposób nabycie takiego instrumentu pozwoli mu na uzyskanie zamierzonego efektu tj. ograniczenia określonego ryzyka zmienności parametrów rynkowych. Weryfikacja ta powinna również obejmować to, czy klient posiada wiedzę i rozumie ryzyka związane z instrumentami finansowymi, które nabywa celem zabezpieczenia.

Powyższe nie wyklucza zawarcia ogólnej umowy ramowej pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną, której przedmiotem będzie wykonywanie na rzecz klienta transakcji zabezpieczających (przy wykorzystaniu dostępnych w firmie inwestycyjnej instrumentów finansowych) jednak z jej treści powinno jasno wynikać, że dokonanie konkretnej transakcji zabezpieczającej przy wykorzystaniu konkretnego instrumentu finansowego musi być poprzedzone badaniem, czy klient należy do grupy docelowej instrumentu finansowego i oceną, czy rodzaj instrumentu finansowego, jaki firma inwestycyjna zamierza wykorzystać do wykonania transakcji zabezpieczającej

jest adekwatny i dopasowany do pozycji zabezpieczanej, jej charakteru, celu, jaki ma być osiągnięty przez zastosowanie tego instrumentu zabezpieczającego. W takim przypadku firma inwestycyjna powinna zweryfikować, czy transakcja dokonywana w celu zabezpieczenia ryzyk rynkowych i nie ma charakteru spekulacyjnego.

Jeżeli klient nabywałby ten sam instrument finansowy, jednak nie w celu zabezpieczenia się przed zmiennością parametrów rynkowych, a jako instrument inwestycyjny (spekulacyjny), to ze względu na odmienność tego celu, poziom ryzyka związany z nabyciem takiego instrumentu jest odpowiednio wyższy, gdyż ryzyka związane z pozycją zabezpieczaną i transakcją zabezpieczającą nie będą się znosiły. W takim przypadku firma inwestycyjna nie powinna umożliwiać klientowi nabycia takiego instrumentu finansowego.

Klient może również samodzielnie aktualizować informacje przekazane firmie inwestycyjnej niezbędne do określenia jego profilu (na potrzeby weryfikacji, czy znajduje się on w grupach docelowych poszczególnych instrumentów finansowych). Firma inwestycyjna powinna zwrócić uwagę na przypadki, gdzie po wprowadzeniu do oferty produktowej nowego instrumentu finansowego, grupa jej dotychczasowych klientów aktualizuje informacje przekazywane firmie na potrzeby określenia ich profilu, wskazując większą tolerancję ryzyka, tak, że zostają przypisani do grupy docelowej tego bardziej ryzykownego instrumentu finansowego. Może to wskazywać np. na nakłanianie klientów przez pracowników firmy inwestycyjnej do wprowadzania tych zmian w celu poszerzenia bazy klientów, którym firma inwestycyjna może zaoferować nowy instrument finansowy.

Jeśli na podstawie posiadanych o kliencie informacji firma inwestycyjna nie jest w stanie określić, czy klient ten znajduje się w grupie docelowej instrumentu finansowego to oferując, rekomendując czy w inny sposób umożliwiając nabycie instrumentu finansowego, firma inwestycyjna ponosi ryzyko naruszenia zakazu, o którym mowa w § 39 ust. 9 Rozporządzenia. Z tego powodu za nieprawidłową należy uznać praktykę, w której klient, zanim zostanie zakwalifikowany do grupy docelowej instrumentu finansowego, otrzyma zindywidualizowaną (np. w trakcie spotkania z doradcą) informację o wszystkich dostępnych w firmie inwestycyjnej instrumentach finansowych. Firma inwestycyjna może przekazać klientowi informacje instrumentach finansowych jedynie w przypadku gdy klient należy do grupy docelowej tych instrumentów finansowych.

Firmy inwestycyjne powinny wymagać od klientów przekazania informacji, na potrzeby określenia grup docelowych, wskazując jednocześnie, jaki jest cel pozyskania tych informacji. Otrzymane informacje powinny mieć taki zakres, który pozwoli na przypisanie klienta do określonych grup docelowych/grupy docelowej.

Pytania zadawane klientom na potrzeby dopasowania klienta do grup docelowych powinny być jednoznaczne, precyzyjne, zobiektywizowane, a sposób ich skonstruowania nie powinien sugerować odpowiedzi ani prowadzić do dokonania samooceny przez klienta.
Należy przyjąć, że na potrzeby zakwalifikowania klienta do grup docelowych obowiązują takie same zasady, jak w przypadku zadawania klientom pytań na potrzeby przeprowadzania badania odpowiedniości instrumentu finansowego lub usługi.

W celu zapewnienia spójności obsługi klienta w ramach firmy inwestycyjnej powinien zostać określony jeden profil inwestycyjny danego klienta. Nie jest prawidłowe odrębne badanie

celów, potrzeb i charakterystyki klienta na potrzeby różnych usług świadczonych przez firmę inwestycyjną. Za nieprawidłową należy uznać praktykę odmiennego określenia profilu inwestycyjnego klienta w banku świadczącym usługi na podstawie art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie oraz biurze maklerskim wyodrębnionym w tym banku. Profile te powinny być co do zasady spójne tj. ten sam klient nie powinien mieć określonego profilu ryzyka w biurze maklerskim banku jako niski a w banku jako wysoki lub odwrotnie.

## 3. Zakaz dystrybucji instrumentów finansowych do negatywnej grupy docelowej i wyjątki od tego zakazu

Przepis § 39 ust. 9 Rozporządzenia wprowadza zakaz oferowania, rekomendowania i umożliwiania nabycia lub objęcia instrumentu finansowego, jeżeli na podstawie posiadanych informacji i danych, firma inwestycyjna oceni, że dany instrument finansowy nie odpowiada potrzebom i cechom istniejących lub przyszłych klientów. Powyższe oznacza, że firma inwestycyjna nie może prowadzić dystrybucji takiego instrumentu, wśród klientów znajdujących się poza grupą docelową dla takiego instrumentu. Jednocześnie § 39 ust. 10 Rozporządzenia wprowadza wyjątek od tego zakazu wskazując, że nie ma on zastosowania do instrumentów finansowych, których nabycie lub objęcie następuje wyłącznie z inicjatywy klienta.

### 3.1 Wyłączna inicjatywa klienta

Zgodnie z motywem 85 preambuły do Dyrektywy MiFID II[4], usługę uznaje się za świadczoną z inicjatywy klienta, o ile klient nie żąda jej świadczenia w odpowiedzi na zindywidualizowane informacje otrzymane od firmy lub w jej imieniu i przekazane danemu klientowi, a zawierające ofertę, bądź mające na celu wywarcie wpływu na klienta w odniesieniu do danego instrumentu finansowego czy transakcji. Usługę uznaje się za świadczoną z inicjatywy klienta bez względu na to, czy klient żąda jej w oparciu o jakiekolwiek informacje zawierające ofertę instrumentów finansowych sporządzoną za pomocą jakichkolwiek środków przekazu oraz ogólną w swojej treści i skierowaną do ogółu bądź większej grupy, czy kategorii klientów lub potencjalnych klientów.

Zgodnie z art. 83h ust. 7 w zw. z ust. 5 pkt 2 Ustawy o obrocie, jeżeli do zawarcia umowy dochodzi w wyniku skierowania do klienta lub potencjalnego klienta zindywidualizowanych informacji o firmie inwestycyjnej, instrumentach finansowych, usłudze lub transakcji, przyjmuje się, że nie została ona zawarta z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta.

Prowadzenie przez firmę inwestycyjną działań o charakterze marketingowo-promocyjnym nie musi prowadzić do uznania, że do transakcji doszło z inicjatywy firmy inwestycyjnej a nie z własnej inicjatywy klienta. Transakcje mogą być uznane za zawarte z własnej inicjatywy klienta w przypadku działań firmy inwestycyjnej polegających na przekazywaniu klientom :

- ogólnych informacji o samej firmie inwestycyjnej, mających na celu jej promocję;

[4] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (…) (MIFID II)

- ogólnych informacji o usługach świadczonych przez firmę inwestycyjną,
- informacji możliwości udziału klienta w szkoleniach dotyczących charakterystyki rynku, rodzajów instrumentów czy ryzyk związanych z inwestowaniem, pod warunkiem, że ich przedmiotem nie jest promocja konkretnych instrumentów finansowych;
- informacji o nowych ofertach instrumentów finansowych dostępnych za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, pod warunkiem że przekazanie następuje na wyraźne żądanie klienta a nie w ramach udzielonych przez klienta ogólnych zgód marketingowych,
- ogólnej charakterystyce i cechach poszczególnych rodzajów instrumentów finansowych np. obligacji, ETF-ów, swap-ów i ryzykach z nimi związanych. Informacje te nie powinny jednak odsyłać klienta do bardziej szczegółowych informacji o konkretnych instrumentach finansowych, możliwości realizacji transakcji np. poprzez wskazanie miejsca na stronie internetowej, gdzie dostępne są te instrumenty (bądź w jakikolwiek inny sposób określać lub wskazywać tych instrumentów);
- ogólnych informacji o zasadach funkcjonowania transakcji zabezpieczających (bez przekazywania informacji o wszystkich czy wybranych instrumentach finansowych).

Każdorazowo, rozstrzygające znaczenie ma tutaj treść przekazu kierowanego do klienta. Za niedopuszczalne należy uznać praktyki, gdzie firma inwestycyjna przedstawia klientowi pełną ofertę instrumentów finansowych, obejmującą także te, w przypadku których klient został zakwalifikowany do negatywnej grupy docelowej, a następnie dokonuje transakcji odbierając od klienta oświadczenie, że do jej zawarcia doszło z inicjatywy klienta. Nie można mówić o wyłącznej inicjatywie klienta w przypadku, gdy firma inwestycyjna w ramach oferty prywatnej kieruje do niego ofertę nabycia instrumentów finansowych a klient w odpowiedzi na otrzymaną ofertę, przyjmuje ją.

Przekazanie klientowi ostrzeżenia (*disclaimera),* że klient nie został przypisany do grupy docelowej nie może stanowić dla firmy inwestycyjnej podstawy do przekazywania klientowi informacji o instrumentach finansowych, w przypadku których klient został zakwalifikowany do negatywnej grupy docelowej. Dla uznania czy do transakcji doszło z własnej inicjatywy klienta, rozstrzygająca będzie aktywność firmy inwestycyjnej oraz zakres przekazywanych klientowi informacji. Jeśli zatem firma inwestycyjna podejmowała czynności mające na celu wywarcie na klienta wpływu celem nabycia przez klienta instrumentu z negatywnej grupy docelowej, to nie może się ona powoływać na własną inicjatywę klienta, nawet jeżeli klient złożył takie oświadczenie.

Zarówno Ustawa o obrocie, jak i Dyrektywa MiFID II posługują się pojęciem „zindywidualizowane informacje". Indywidualizacja informacji nie powinna być rozumiana jedynie jako dopasowanie jej treści w oparciu o potrzeby i sytuację klienta, ale jako zindywidualizowany przekaz, określający kanał dystrybucji tej informacji, sposób przekazania jej klientowi/potencjalnemu klientowi. Taka interpretacja wynika z celu tej regulacji, jakim jest przede wszystkim eliminacja negatywnych zjawisk w obrocie instrumentami finansowymi, polegających na nakłanianiu potencjalnych inwestorów do nabycia instrumentów finansowych w sposób niepodlegający żadnej weryfikacji.

Z tego powodu firma inwestycyjna, planując swoją aktywność marketingową, powinna liczyć się z tym, że skierowanie do klienta zindywidualizowanych informacji będzie wykluczało możliwość przyjęcia, że działanie klienta nastąpiło z jego własnej inicjatywy.

Umieszczenie informacji promocyjnych na ogólnodostępnej stronie internetowej firmy inwestycyjnej nie powinno być traktowane jako zindywidualizowany przekaz. Inaczej postrzegana będzie spersonalizowana korespondencja e-mailowa. Personalizacja korespondencji elektronicznej nie wymaga użycia zwrotów osobowych skierowanych do adresata e-maila. Personalizacja ta następuje już na etapie kierowania (nawet szablonowej) korespondencji elektronicznej na konkretny adres e-mail danej osoby. Uwzględniając powyższe, za zindywidualizowany przekaz należy również uznać bezpośredni kontakt (w tym telefoniczny) zainicjowany przez osobę działającą na rzecz firmy inwestycyjnej, dotyczący instrumentu finansowego znajdującego się w ofercie tej firmy.

Jeśli klient zamierza z jego wyłącznej inicjatywy nabyć instrument finansowy, który nie był przedmiotem zindywidualizowanego przekazu informacji skierowanego do niego przez firmę inwestycyjną, a wcześniej nabywał inne instrumenty tego samego emitenta (nawet, jeżeli nie nabył ich z własnej inicjatywy) i jednocześnie klient ten znajduje się poza grupą docelową instrumentu finansowego, to firma inwestycyjna może umożliwić takiemu klientowi nabycie tego instrumentu finansowego.

Firma inwestycyjna powinna dokumentować przypadki transakcji dokonywanych z własnej inicjatywy przez klientów, szczególnie jeśli do transakcji dochodzi w wyniku bezpośredniego kontaktu pracownika firmy inwestycyjnej. Jeśli np. jest sporządzana notatka ze spotkania powinno z niej wynikać, że to klient z własnej inicjatywy dokonuje danej transakcji wraz z podaniem faktów, na podstawie których pracownik firmy inwestycyjnej dokonał takiej klasyfikacji kontaktu z klientem i zawarcia transakcji przez klienta tj. że doszło do niej z własnej inicjatywy klienta.

## 3.2 Doradztwo inwestycyjne i zarządzanie portfelem, w którego skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych

Zgodnie z § 41 ust. 1 Rozporządzenia, firma inwestycyjna świadcząca usługę zarządzania portfelem, w którego skład wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych lub doradztwa inwestycyjnego, może uwzględniać lub wykorzystywać instrumenty finansowe nienależące do grupy docelowej klienta, do dywersyfikacji ryzyka i zabezpieczenia pozycji wynikających z instrumentów finansowych pod warunkiem, że rekomendowany albo zarządzany portfel instrumentów finansowych, jako całość lub jako połączenie instrumentu finansowego z jego zabezpieczeniem, są odpowiednie dla klienta.

Pomimo że w przypadku wskazanym powyżej możliwe jest oferowanie, rekomendowanie lub umożliwianie nabycia lub objęcia instrumentu przez klienta należącego do negatywnej grupy docelowej, to powinno to mieć miejsce w wyjątkowych sytuacjach (§ 42 ust. 2 Rozporządzenia).

## 4. Relacja „producent” – „dystrybutor”

### 4.1 „Producent”

Wymogi z zakresu zarządzania produktowego mają zastosowanie do:

- firm inwestycyjnych emitujących lub wystawiających instrumenty finansowe jak i firm udzielających porad w zakresie emitowania lub wystawiania instrumentu finansowego (w rozumieniu Dyrektywy Delegowanej MiFID II tzw. producent) oraz
- firm inwestycyjnych rekomendujących, oferujących lub w inny sposób umożliwiających nabycie lub objęcie instrumentu finansowego (w rozumieniu Dyrektywy Delegowanej MiFID II tzw. dystrybutor).

Jeśli np. firma inwestycyjna jest zaangażowana na etapie projektowania/określania parametrów instrumentu finansowego np. przy emisji obligacji w określenie ceny emisyjnej czy wysokości odsetek, to należy uznać, że jest ona „producentem” i stosuje się do niej wymogi określone w Rozdziale 2 Oddział 4 Rozporządzenia. Firma inwestycyjna będzie bowiem w takim przypadku udzielała porad emitentowi/wystawcy instrumentu finansowego.

Odmiennie należy rozpatrywać sytuację, w której dystrybutor (firma inwestycyjna) sygnalizuje producentowi, że jest gotowy do dystrybucji np. produktów strukturyzowanych, jeśli będą one spełniać warunki wskazane przez dystrybutora i producent samodzielnie, bez udziału dystrybutora opracowuje parametry instrumentu finansowego i następnie emituje ten instrument.

W takim bowiem przypadku dystrybutor nie jest zaangażowany w proces „wytwarzania” tego instrumentu, a jego gotowość do dystrybucji instrumentu o wskazanej charakterystyce należy ocenić jako impuls dla producenta do emisji takiego instrumentu. W tej sytuacji dystrybutor nie jest „producentem” i nie stosuje się do niego wymogów określonych w Rozdziale 2 Oddział 4 Rozporządzenia.

### 4.2 Informacje przekazywane przez „producenta” a możliwość dystrybucji

W celu określenia grupy docelowej i negatywnej grupy docelowej firma inwestycyjna, jeśli jest emitentem lub wystawcą instrumentu finansowego lub udziela porad w ich zakresie, jest zobowiązana do określenia grupy docelowej dla tego instrumentu, jak i do przekazania tej informacji innej firmie inwestycyjnej oferującej, rekomendującej lub umożliwiającej nabycie lub objęcie tego instrumentu.

Obowiązki te nie dotyczą zatem wszystkich emitentów lub wystawców instrumentów finansowych, którzy korzystają z pośrednictwa firm inwestycyjnych przy sprzedaży takich instrumentów a jedynie firm inwestycyjnych, które występują we wskazanych powyżej rolach. Firma inwestycyjna może dystrybuować instrumenty finansowe takich emitentów lub wystawców, ale musi dołożyć należytej staranności w celu uzyskania przez nią od takich emitentów lub wystawców informacji dotyczących instrumentów finansowych, pozwalających firmie inwestycyjnej na określenie grupy docelowej takiego instrumentu finansowego (§ 36 ust. 2 Rozporządzenia). Firma inwestycyjna, która nie jest w stanie uzyskać w żaden sposób dostatecznych informacji na temat wyemitowanych lub wystawionych instrumentów

finansowych nie może oferować, rekomendować lub w inny sposób umożliwiać nabycia lub objęcia takich instrumentów finansowych, chyba że takie nabycie lub objęcie następuje wyłącznie z inicjatywy klienta (§36 ust. 4).

Firma inwestycyjna (dystrybutor) powinna np. w treści umowy zawartej z emitentem lub wystawcą instrumentu finansowego zobowiązać go do dostarczenia takich informacji, które umożliwią lub ułatwią firmie inwestycyjnej określenie grupy docelowej instrumentu finansowego. Zakres przekazywanych informacji, metodologia określania grupy docelowej, powinny być doprecyzowane w treści umowy łączącej emitenta z firmą inwestycyjną (dystrybutorem). Firma inwestycyjna (dystrybutor) powinien zadbać o to, aby otrzymywane od emitenta lub wystawcę instrumentu finansowego informacje były co do zasady zgodne z metodologią stosowaną przez firmę inwestycyjną na potrzeby określania przez nią samą grup docelowych.

Brak pozyskania od emitenta lub wystawcy instrumentu finansowego informacji na temat grupy docelowej instrumentu finansowego lub informacji o tym instrumencie, nie zwalnia firmy inwestycyjnej (dystrybutora) z obowiązku ustalenia grupy docelowej, jeżeli ustalenie grupy docelowej jest możliwe na podstawie informacji posiadanych przez firmę inwestycyjną lub uzyskanych z innych źródeł. Zgodnie z § 46 ust. 1 Rozporządzenia, zarząd firmy inwestycyjnej odpowiada za wykonywanie obowiązków z zakresu zarządzania produktowego. W szczególności, powinien on zapewnić, by przekazywane mu systematycznie sprawozdania dotyczące przestrzegania tych przepisów zawierały informacje związane z oferowanymi lub rekomendowanymi przez firmę inwestycyjną produktami oraz świadczonymi usługami.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

ul. Piękna 20

00-549 Warszawa