KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Warszawa, dnia 27 marca 2012 r.

DRK/023/ 27/5 /V/14/2012/PT

Szanowna Pani
Szanowny Pan

Prezes Zarządu
Domu Maklerskiego

Dyrektor Biura Maklerskiego

Dyrektor/ Kierownik
jednostki organizacyjnej banku prowadzącej
działalność maklerską

Dyrektor Zarządzający Oddziału
Zagranicznej firmy inwestycyjnej

Wypełniając ustawowe zadania określone w art. 4 ust. 1 pkt 2 i 4 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym polegające na podejmowaniu działań służących prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego oraz działań informacyjnych w zakresie funkcjonowania rynku finansowego w załączeniu przedstawiam *Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego* przybliżające istotę i charakter usługi maklerskiej doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

W kontekście dynamicznego rozwoju rynku finansowego, a w szczególności rynku usług finansowych oraz różnorodności instrumentów finansowych znajdujących się w ofercie instytucji finansowych, powołany rodzaj usługi maklerskiej nabiera szczególnego znaczenia. Podmioty podejmujące decyzje inwestycyjne, w szczególności klienci detaliczni, mając do wyboru szereg różnorodnych instrumentów finansowych, częstokroć nie są w stanie samodzielnie ocenić, które z tych instrumentów są dla nich odpowiednie biorąc pod uwagę ich potrzeby i indywidualną sytuację. W konsekwencji, dokonując inwestycji na podstawie rekomendacji podmiotów nadzorowanych w przedmiocie inwestowania w dany instrument finansowy, klient opiera swoje działanie na zaufaniu, iż rekomendacja została przygotowana rzetelnie, z należytą starannością i z uwzględnieniem jego najlepiej pojętego interesu. Ważną okolicznością w tym procesie jest również możliwość rozróżnienia przez klienta informacji mających charakter reklamowy lub promocyjny od materiałów mających charakter zindywidualizowany tj. przygotowanych z uwzględnieniem jego profilu inwestycyjnego. Analogiczna sytuacja dotyczyć będzie zdolności odróżnienia rekomendacji personalnych od

00-950 Warszawa, Pl. Powstańców Warszawy 1, tel. (+48 22) 262 50 00, faks (+48 22) 262 51 11, www.knf.gov.pl

stanowisk w sprawie danego instrumentu finansowego, które mogą być udostępniane w oderwaniu od indywidualnej sytuacji odbiorcy.

Specyfika okoliczności, w jakich może dochodzić do świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego wymaga również szczególnej uwagi ze strony firmy inwestycyjnej. Niewątpliwie bowiem wyodrębnić można katalog stanów faktycznych - częstokroć silnie skorelowanych z bieżącą obsługą klienta - w których istnieje duże prawdopodobieństwo kwalifikacji czynności pracowników firmy inwestycyjnej jako wykonywanie usługi doradztwa inwestycyjnego. Powyższy stan determinuje więc konieczność podejmowania szczególnych działań ze strony władz firmy inwestycyjnej i komórek nadzoru zgodności działalności z prawem tak, aby nie doszło do kolizji z regulacjami prawnymi. Uchybienie to może zarówno dotyczyć udzielania rekomendacji przy nieposiadaniu stosownego zezwolenia, jak również naruszania norm prawnych przez podmioty legitymujące się uprawnieniami do wykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego (np. poprzez brak przeprowadzenia wymaganych testów odpowiedniości bądź formułowania rekomendacji przez osoby nieposiadające dostatecznej wiedzy teoretycznej i praktycznej).

Opracowane przez UKNF *Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego* ma na celu wyjaśnienie podmiotom prowadzącym lub zamierzającym prowadzić działalność maklerską w powyższym zakresie kwestii związanych z oznaczonym rodzajem działalności maklerskiej i zwrócenie szczególnej uwagi na zagadnienie prawidłowego postępowania w świetle istniejących uwarunkowań prawnych.

Poza wyjaśnieniami odnośnie rozumienia poszczególnych regulacji prawnych, na podstawie obserwacji praktyki rynkowej, przygotowane zostały również typowe stany faktyczne związane z tematyką doradztwa inwestycyjnego wraz z przybliżeniem ich kwalifikacji prawnej. W ocenie Urzędu, taka formuła prezentacji stanowiska pozwala na jego maksymalnie użyteczne uwzględnienie w codziennym funkcjonowaniu firm inwestycyjnych.

Z poważaniem,

PRZEWODNICZĄCY
KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Andrzej Jakubiak

Załącznik: Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne doradztwa inwestycyjnego.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Załącznik

Warszawa, dnia 27 marca 2012 r.

Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego.

1. Uwagi ogólne

Dynamiczny rozwój rynku usług finansowych w aspekcie globalnym sprawił, iż oferta produktowo – usługowa instytucji finansowych, w tym przede wszystkim firm inwestycyjnych i banków ulega systematycznie znaczącemu rozszerzeniu. Jednoczesny stopień skomplikowania oferowanych inwestorom usług i produktów inwestycyjnych spowodował, że szczególnego znaczenia nabiera sposób przekazywania przez instytucje finansowe inwestorom informacji, w tym związanych z trybem wykonywania wszelkiego rodzaju czynności o charakterze doradczym. Od instytucji finansowych jako instytucji zaufania publicznego inwestor, a w szczególności klient detaliczny oczekuje obiektywizmu, należytej staranności oraz rzetelności w zakresie formułowania przekazu informacyjnego w odniesieniu do usług lub produktów finansowych znajdujących się w ofercie danej instytucji finansowej. Klient o tego rodzaju statusie, nie posiada bowiem w szeregu przypadkach, specjalistycznej wiedzy i kompetencji, które pozwoliłyby mu na orientację co do pełnej charakterystyki danego instrumentu finansowego czy też dokonanie oceny instrumentu pod kątem odpowiedniości instrumentu w stosunku do planowanych działań inwestycyjnych. Z tych względów, przy podejmowaniu przez klienta decyzji o nabyciu lub zbyciu instrumentu finansowego niejednokrotnie rozstrzygające są informacje od instytucji finansowej.

Istotna przy tym jest nie tylko szeroko rozumiana staranność i rzetelność w podejmowaniu czynności na rzecz inwestora, ale również taki sposób zachowania instytucji, który pozwala inwestorowi na dostateczne rozróżnienie otrzymywanych wiadomości na informacje przekazywane w celu reklamy lub promocji, informacje ograniczone do faktów i liczb oraz rekomendacje sugerujące określone zachowania inwestycyjne.

Jest to szczególnie istotne w ostatniej sytuacji, gdyż klient ma prawo zakładać, że sugerowanie przez instytucję finansową określonych zachowań inwestycyjnych w stosunku do danego instrumentu finansowego następuje w wyniku działań w najlepiej pojętym interesie klienta, przy uwzględnieniu jego indywidualnej sytuacji i potrzeb.

Przedmiotowa aktywność jest kwalifikowana prawnie jako usługa doradztwa inwestycyjnego, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi[1]. Doradztwo inwestycyjne jest działalnością licencjonowaną, nadzorowaną i zastrzeżoną dla określonych kategorii podmiotów, w tym firm inwestycyjnych.

Zasadniczo usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie zawartej z klientem umowy, z inicjatywy klienta i ma charakter z reguły odpłatny[2].
W praktyce jednak, firmy inwestycyjne w toku prowadzonej działalności, podejmują określone czynności związane z obsługą klienta, które biorąc pod uwagę ich charakter i okoliczności – wykazują cechy doradztwa inwestycyjnego pomimo faktu, że nie są świadczone na podstawie umowy z klientem lub nawet z inicjatywy klienta. Sytuacja taka

[1] Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.; zwana dalej Ustawą.

[2] Należy mieć jednak na uwadze fakt, iż zarówno odpłatność jak i inicjatywa klienta nie stanowią przesłanek konstytuujących usługę doradztwa inwestycyjnego.

powoduje ryzyko naruszenia prawnie chronionych interesów klienta oraz stanowi podstawę do postawienia firmom inwestycyjnym zarzutu prowadzenia działalności z naruszeniem przepisów prawa, w tym wykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego bez stosownego zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności maklerskiej.

Celem niniejszego opracowania jest nie tylko przybliżenie istoty regulacyjnej doradztwa inwestycyjnego, ale również, na podstawie obserwacji zachowań rynkowych, ukazanie na przykładach, charakterystycznych kategorii stanów faktycznych, które mogą oznaczać świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego. Zaprezentowanie niniejszego stanowiska podyktowane jest dążeniem do zapewnienia maksymalnej ochrony klienta na rynku kapitałowym, niezależnie od faktu, że należy przyjmować, iż firmy inwestycyjne świadome są w pełni uwarunkowań prawnych i potrafią dokonywać prawidłowo kwalifikacji okoliczności faktycznych determinujących explicite konsekwencje regulacyjne.

2. Podstawy regulacyjne doradztwa inwestycyjnego – ujęcie na gruncie prawa krajowego i wspólnotowego.

Jak nadmieniono wcześniej, doradztwo inwestycyjne stanowi działalność maklerską, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 5 Ustawy. Świadczenie usług w tym zakresie wymaga uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: KNF).

Przedmiotowa usługa maklerska została zdefiniowana w treści art. 76 Ustawy.

W świetle w/w regulacji w umowie o doradztwo inwestycyjne firma inwestycyjna zobowiązuje się do przygotowania w oparciu o potrzeby i sytuację klienta i przekazywania mu pisemnej lub ustnej rekomendacji dotyczącej:

a) kupna, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykonania lub wykupu określonych instrumentów finansowych albo powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczącej tych instrumentów,
b) wykonania lub powstrzymania się od wykonania uprawnień wynikających z określonego instrumentu finansowego do zakupu, sprzedaży, subskrypcji, wymiany, wykonania lub wykupu instrumentu finansowego.

Regulacja art. 69 ust. 2 pkt 5 Ustawy stanowi implementację do krajowego porządku prawnego instytucji „*investment advice*", o której mowa w załączniku I sekcja A 5 do Dyrektywy 2004/39 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (dalej: MIFID). Natomiast definicja z art. 76 Ustawy stanowi odzwierciedlenie regulacji zawartej w art. 4 ust. 1 pkt 4 MIFID w związku z art. 52 Dyrektywy 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE ...(dalej: MiFID II).

3. Przesłanki konstytuujące doradztwo inwestycyjne.

Analiza instytucji doradztwa inwestycyjnego wymaga przybliżenia podstawowych jej elementów w oparciu o m.in. regulacje Ustawy, praktykę nadzorczą wypracowaną w ramach KNF oraz interpretacje Komitetu Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (CESR) zawarte w dokumencie z dnia 19 kwietnia 2010 r. Questions and Answers - Understanding the definition of advice under MIFID[3].

[3] http://www.esma.europa.eu/system/files/10_293.pdf.

Uwzględniając powyższe akty prawne i opracowanie należy wskazać, że:

a) Doradztwo inwestycyjne polega na udzielaniu rekomendacji inwestycyjnych tak w formie ustnej jak i pisemnej, co zasadniczo odróżnia je od przekazywania wyłącznie informacji odnośnie ceny lub wartości instrumentów finansowych albo innych zdarzeń, które mogą mieć wpływ na cenę lub wartość tych instrumentów (z zastrzeżeniem wyjaśnień przedstawionych poniżej). Zgodnie z literalną wykładnią opartą na definicji wskazanej w słowniku języka polskiego[4] rekomendacją jest m.in. pozytywna lub negatywna ocena wydana o kimś/ o czymś. Jest to tym samym wypowiedź języka o charakterze ocennym, opiniującym zawierającym wskazanie określonego zachowania.

W zakresie sposobu sformułowania kierunku zachowania inwestycyjnego należy stwierdzić, że za rekomendację uznane będzie nie tylko sformułowanie (wypowiedź) jednoznacznie, wyraźnie wskazująca typ zachowania inwestycyjnego (np. „kupuj", „sprzedaj", „trzymaj") lecz również wskazanie sugerowanego sposobu zachowania w sposób pośredni, dorozumiany.

Przykładem pośredniego rekomendowania zachowania inwestycyjnego (w formie ustnej lub pisemnej) może być postępowanie firmy inwestycyjnej stwierdzającej, że analiza przeprowadzona przez firmę inwestycyjną zakłada, iż dany fundusz nie realizuje celów inwestycyjnych zakładanych przez klienta na początku inwestycji natomiast inny fundusz, który został przez firmę przeanalizowany wypełnia zakreślone przez klienta cele inwestycyjne, przynajmniej w ujęciu historycznym. Innym przykładem może być wskazywanie klientowi, że inwestorzy o analogicznej sytuacji i potrzebach dokonaliby zakupu danego instrumentu finansowego.

Wyjaśnić dodatkowo trzeba, że rekomendowanie określonych zachowań inwestycyjnych nie należy utożsamiać wyłącznie, ze wskazaniem w sposób jednoznaczny lub w sposób opisowy, kierunku działania inwestycyjnego np. zbycia lub nabycia. Tego rodzaju stanowisko może być również wyrażane poprzez przekazywanie klientowi informacji o szczegółowych parametrach transakcji, jaką powinien wykonać np. wielkość zlecenia i cena jednostkowa instrumentu. Z tak skonstruowanego przekazu możliwe jest bowiem wyprowadzenie wniosku odnośnie kierunku zachowania inwestycyjnego.

W praktyce obrotu spotyka się również rozwiązanie polegające na otrzymywaniu przez inwestorów komunikatów o osiągnięciu oznaczonej ceny przez instrument finansowy lub zaistnieniu określonego zdarzenia w funkcjonowaniu podmiotu będącego emitentem, lub wystawcą danego instrumentu (np. raport bieżący spółki publicznej). Wskazać należy, że czynność polegająca na dostarczaniu tego rodzaju informacji sama w sobie nie stanowi wykonywania doradztwa inwestycyjnego. Zwraca jednak uwagę fakt, że częstokroć przekazywanie tego rodzaju wiadomości jest następstwem uprzednich ustaleń dokonanych przez firmę inwestycyjną z klientem, związanych z informowaniem o momentach, w których klient powinien dokonać określonych działań inwestycyjnych. Przekazywane informacje ujęte całościowo w kontekst sytuacyjny, oznaczają w istocie przekazywanie rekomendowanego sposobu zachowania inwestycyjnego. Przykładowo, w przypadku, gdy klient posiada określone

[4] http://sjp.pwn.pl/szukaj/rekomendacja.

instrumenty finansowe, informacja o osiągnięciu określonego, wysokiego kursu instrumentu finansowego - w aspekcie istniejących okoliczności faktycznych, w tym w uwzględnieniu dokonanych wcześniej ustaleń z firmą inwestycyjną, będzie postrzegana przez klienta, że określone informacje przekazane mu przez firmę inwestycyjną są równoznaczne z rekomendacją określonego zachowania inwestycyjnego np. w tej sytuacji jako sugestia zbycia tych aktywów.

b) Kolejnym kryterium konstytuującym czynności jako doradztwo inwestycyjne jest jego przedmiot. W przypadku doradztwa inwestycyjnego, aspekt przedmiotowy wskazany został w definicji tejże instytucji, gdzie ustawodawca wskazał, iż jego przedmiotem mogą być określone instrumenty finansowe[5]. Tym samym wskazać należy, że doradztwo inwestycyjne nie odnosi się do rekomendowania zachowań w zakresie instrumentów finansowych, postrzeganych w ujęciu rodzajowym (np. akcje, CFD czy jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych[6]) lecz dotyczy zachowań w zakresie oznaczonego indywidualnie waloru w danym rodzaju, klasie bądź grupie instrumentów finansowych (np. akcje oznaczonego emitenta, jednostki określonego funduszu inwestycyjnego). Za rekomendację inwestycyjną uznać należy jednak, nie tylko sugestie zachowań inwestycyjnych, która posługuje się sprecyzowanym, indywidualnym oznaczeniem instrumentu (np. akcje emitenta wyróżnionego przez jego firmę). Przymiot rekomendacji inwestycyjnej będzie miał również przekaz wskazujący klientowi kierunek inwestycyjny, posługujący się opisem cech instrumentu, które pozwalają w sposób jednoznaczny na identyfikację, jakiego oznaczonego instrumentu finansowego dotyczą (np. akcje spółki z branży paliwowej lub energetycznej zaklasyfikowanej do danego indeksu giełdowego).

Istotne jest przy tym podkreślenie, że przedmiotem jednej rekomendacji może być więcej niż jeden oznaczony instrument finansowy. W takiej sytuacji, firma inwestycyjna powinna mieć na uwadze, że wyszczególnione przez nią wszystkie instrumenty finansowe powinny w sposób równorzędny uwzględniać indywidualną sytuację klienta.

c) Istotnym elementem determinującym wskazywanie zachowań inwestycyjnych jako wykonywanie usługi doradztwa inwestycyjnego jest uwzględnienie indywidualnych potrzeb i sytuacji klienta w zakresie jego wiedzy, doświadczenia, sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych klienta. W kontekście tego zagadnienia należy przywołać treść § 16 ust. 5 rozporządzenia w sprawie trybu i warunków, w świetle którego firma inwestycyjna nie może świadczyć na rzecz klienta usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, jeśli nie uzyska informacji dotyczących: wiedzy i doświadczenia klienta lub potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do określonego rodzaju instrumentu finansowego lub usługi maklerskiej, sytuacji finansowej klienta lub potencjalnego klienta, celów inwestycyjnych klienta lub potencjalnego klienta. Wyżej wymieniony przepis rozporządzenia w sprawie trybu i

[5] Instrumenty finansowe w rozumieniu art. 2 ust. 1 Ustawy m.in. papiery wartościowe, niebędące papierami wartościowymi: tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, instrumenty rynku pieniężnego, katalog instrumentów pochodnych (regulacja krajowa stanowi implementację załącznika I sekcja C MIFID).

[6] Tego rodzaju czynności kwalifikowane są jako udzielanie porad inwestycyjnych o charakterze ogólnym – czynności, o których w § 9 ust. 12 rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków o których mowa w art. 70 ust.2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 204, poz. 1577; zwane dalej rozporządzeniem w sprawie trybu i warunków).

warunków w ocenie Departamentu nie implikuje, iż warunkiem uznania określonej działalności za doradztwo inwestycyjne jest spełnienie przesłanek, o których mowa w tym przepisie. Definicja doradztwa inwestycyjnego została wskazana w treści Ustawy, natomiast przepis przywołanego rozporządzenia określa jedynie oczekiwany przez prawodawcę tryb i warunki wykonywania tej działalności. Mając jednak na uwadze zapis art. 76 Ustawy, w świetle którego doradztwo stanowi przygotowanie dla klienta rekomendacji w oparciu o jego potrzeby i sytuację należy uznać, iż warunkiem uznania danej działalności za doradztwo inwestycyjne jest pozyskanie przez podmiot udzielający rekomendacji jakichkolwiek informacji od klienta pozwalających mu na ustalenie jego sytuacji i potrzeb inwestycyjnych. Brak podstawowej wiedzy w tym zakresie wyłącza możliwość uznania, że mamy do czynienia z doradztwem inwestycyjnym, które charakteryzuje się dopasowaniem rekomendacji do indywidualnych potrzeb klienta. Jednocześnie należy zwrócić uwagę, iż przesłanką świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, jaką jest konieczność uwzględnienia potrzeb i sytuacji klienta wyklucza z ram tej usługi rekomendacje adresowane do nieoznaczonego kręgu odbiorców lub upowszechnianych za pomocą środków masowego przekazu.

Okolicznością warunkującą kwalifikowanie czynności jako wykonywanie doradztwa inwestycyjnego jest również zagadnienie adresata (odbiorcy), któremu jest przekazywana rekomendacja. Biorąc pod uwagę istotę jakiejkolwiek umowy, niespornym jest, że przekazywanie materiałów zawierających sugestię zachowań inwestycyjnych nie będzie stanowiło usługi doradztwa inwestycyjnego, w sytuacji gdy rekomendację adresuje się do nieoznaczonego kręgu odbiorców i upowszechnia za pośrednictwem kanałów dystrybucji (internet) czy też innych środków masowego przekazu.

Jeżeli jednak informacje o określonej treści zostały przekazane za pośrednictwem kanałów dystrybucji (np. e - mail, użycie strony internetowej dostępnej po zalogowaniu) nawet do szerszego grona odbiorców, stan ten będzie determinować świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego, o ile każdy z klientów otrzyma rekomendację zachowania inwestycyjnego w zakresie oznaczonych instrumentów finansowych, którą należy postrzegać w świetle całokształtu okoliczności faktycznych, jako uwzględniającą jego indywidualną sytuację. Należy jednocześnie mieć na uwadze, że firma inwestycyjna w stosunku do każdego z klientów powinna być w stanie wykazać rekomendowanie właściwego i optymalnego instrumentu finansowego, w ramach oferowanego zakresu analizy.

W świetle powyższego za usługę doradztwa inwestycyjnego uznać również należałoby umieszczanie na domenach internetowych firmy inwestycyjnej określonych formularzy z opcją ich wypełniania (po uprzedniej identyfikacji) i aplikacjami ewaluacyjnymi w ramach badania profilu inwestycyjnego klienta, a następnie rekomendowania określonego zachowania inwestycyjnego mającego za przedmiot oznaczony instrument finansowy, właściwy profilowi inwestycyjnemu klienta.

4. Praktyczne przykłady związane z zagadnieniem usługi doradztwa inwestycyjnego.

Spełnienie wszystkich przesłanek opisanych powyżej konstytuuje usługę doradztwa inwestycyjnego. Z dotychczasowej obserwacji praktyki rynkowej wynika, że pomimo jasnego

zdefiniowania w obowiązujących przepisach usługi doradztwa inwestycyjnego firmy inwestycyjne, dokonując obsługi klienta w ramach świadczenia innych usług maklerskich, w tym w szczególności przyjmowania i przekazywania zleceń i wykonywania zaleceń, naruszają przepisy prawa świadcząc usługi doradztwa inwestycyjnego bez wymaganego zezwolenia lub nie zachowując wszystkich wymogów określonych w przepisach prawa w zakresie świadczenia tej usługi. Analogiczne spostrzeżenie odnosi się do przypadków, w których zachowania firm inwestycyjnych nominalnie postrzegane są jako czynności o charakterze informacyjnym bądź też świadczenie innych usług o charakterze konsultacyjnym. Z tych względów niezależnie od powyższych wyjaśnień, zaprezentowane zostaną dodatkowo charakterystyczne stany faktyczne związane z praktycznym funkcjonowaniem rynku kapitałowego, w których może nastąpić świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 1

Stan faktyczny

Klient posiadający wolne środki pieniężne i zamierzający je zainwestować w produkty finansowe kontaktuje się w tym celu z firmą inwestycyjną. Pracownik firmy inwestycyjnej prezentuje klientowi ogólną sytuację na rynku finansowym, w tym również w odniesieniu do poszczególnych sektorów gospodarki w aspekcie globalnym i regionalnym, wraz z wpływem tej sytuacji na cenę lub wartość poszczególnych instrumentów finansowych. W trakcie rozmowy pracownik pozyskuje również od klienta (kompleksowo lub fragmentarycznie) informacje o jego indywidualnej sytuacji i potrzebach. Pracownik firmy inwestycyjnej, biorąc pod uwagę tak zobrazowany profil klienta, prezentuje ofertę produktowo – usługową firmy inwestycyjnej, a następnie rekomenduje klientowi określone zachowanie inwestycyjne wobec konkretnego instrumentu finansowego lub instrumentów finansowych.

Ocena

Stan faktyczny opisany powyżej (zachowanie pracownika w zakresie sugerowania zachowania inwestycyjnego w stosunku do instrumentu finansowego) stanowi przykład okoliczności, w ramach których usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona mimo, że klient nie zwrócił się *expressis verbis* do firmy inwestycyjnej o jej świadczenie.

Przykład 2

Stan faktyczny

Klient firmy inwestycyjnej systematycznie kontaktuje się z maklerem papierów wartościowych w celu składania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do wykonania[7]. *W trakcie jednej z rozmów, makler papierów wartościowych informuje klienta, że przygotował mu na bazie analizy technicznej interesujące w świetle dotychczas składanych zleceń, opracowanie na temat notowań akcji określonego emitenta oraz wniosków na temat obecnego i przyszłego kursu tego instrumentu. Materiał ten został wysłany pocztą elektroniczną na adres e-mailowy klienta.*

Ocena

Analogicznie jak w Przykładzie 1 należałoby uznać, że doszło do świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego pomimo, że działanie to nie nastąpiło z inicjatywy klienta. Taką

[7] Stan ten naturalnie implikuje fakt, iż makler papierów wartościowych zna przynajmniej przybliżony profil klienta.

kwalifikację zachowania pracownika firmy inwestycyjnej determinuje dodatkowo fakt, że przygotowanie i przekazanie opracowania nastąpiło w uwzględnieniu dotychczasowych kontaktów z klientem i znajomości co do jego preferencji inwestycyjnych.

Przykład 3

Stan faktyczny
Klient firmy inwestycyjnej zapoznaje się z jej ofertą produktowo-usługową. Pracownik firmy inwestycyjnej podczas obsługi klienta, w trakcie której uzyskał dane na temat indywidualnej sytuacji klienta, prezentuje informacje o określonych instrumentach finansowych (np. jednostkach uczestnictwa różnych funduszy inwestycyjnych), które mogą być nabyte za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Pracownik, w trakcie rozmowy kładzie szczególny nacisk na korzyści związane z inwestowaniem przez klienta w jeden z prezentowanych, określonych instrumentów finansowych.

Ocena
W przedmiotowej sprawie, pracownik udzielał wprawdzie nominalnie informacji o określonych poszczególnych instrumentach finansowych, jednakże sposób prezentacji i wyjaśnień na temat jednego z instrumentów (silny akcent na zalety związane z jego nabyciem) daje podstawy do twierdzenia, że postępowanie pracownika nie miało charakteru informacyjnego. Osoba obsługująca klienta wyrażała natomiast *de facto* ocenę w przedmiocie danego instrumentu finansowego i sugerowała klientowi jego nabycie. W konsekwencji, działania pracownika należałoby zakwalifikować jako wykonywanie usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 4

Stan faktyczny
Firma inwestycyjna, w ramach wykonywanej usługi doradztwa inwestycyjnego, przekazuje określonej grupie klientów, za pośrednictwem poczty elektronicznej, rekomendację nabycia oznaczonego instrumentu finansowego np. jednostek uczestnictwa oznaczonego funduszu inwestycyjnego, zgodnie z którego polityką lokacyjną aktywa inwestowane są w obligacje Skarbu Państwa i bony skarbowe. Jako kryterium wyselekcjonowania grupy klientów przyjęto bardzo niski poziom akceptowanego przez nich ryzyka.

Ocena
O ile firma inwestycyjna wysyłając rekomendację inwestycyjną dokonała również selekcji klientów z uwzględnieniem innych wiadomości pozyskanych w trakcie przeprowadzania testów odpowiedniości jej działanie należy uznać za prawidłowe. W przypadku jednakże zaniechania takich czynności firma inwestycyjna naraża się na zarzut nieprawidłowego wykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego, a to z uwagi na fakt rekomendowania instrumentów nieodpowiednich do profilu klienta. W opisywanym stanie faktycznym, taka sytuacja miałaby miejsce w przypadku przekazania rekomendacji klientom zakładającym różny okres planowanych inwestycji, np. krótkoterminowy i długoterminowy horyzont inwestycyjny. Z uwagi na swój charakter i specyfikę, jednostki uczestnictwa funduszy

inwestycji nie należą do instrumentów finansowych odpowiednich dla krótszego okresu inwestowania[8].

Przykład 5

Stan faktyczny

Firma inwestycyjna dystrybuuje wśród wybranej grupy klientów „Opracowania reklamowe" na temat oznaczonych instrumentów finansowych, które można zakupić za jej pośrednictwem. Materiały te zawierają informacje o wynikach osiąganych w przeszłym okresie referencyjnym w związku z inwestowaniem w poszczególne instrumenty, korzyściach i ryzykach związanych z nabywaniem tego typu instrumentu finansowego oraz prognozę przyszłego kształtowania się wartości poszczególnych instrumentów. Dodatkowo, w materiałach tych zawarte zostały wzmianki, że oznaczone instrumenty finansowe są optymalną krótkoterminową inwestycją dla osób, które akceptują wysoki poziom ryzyka. Wśród grupy klientów, którzy otrzymali tego rodzaju informacje znajdują się osoby, które preferują ten sposób działania inwestycyjnego.

Ocena

Materiały przekazane przez firmę inwestycyjną oznaczone zostały formalnie jako materiały w celu reklamy instrumentów finansowych znajdujących się w ofercie firmy. Poza jednak danymi informacyjnymi sensu stricte firma inwestycyjna wyraziła jednocześnie przekonanie, że inwestycja w określone instrumenty jest właściwa dla pewnej grupy osób, wśród których znajdowali się klienci otrzymujący te opracowania. W świetle powyższego, jakkolwiek przedmiotowe materiały oficjalnie zostały zatytułowane jako reklamowe ich treść należy zakwalifikować jako rekomendowanie kupna instrumentów finansowych w odniesieniu do klientów o analogicznym profilu inwestycyjnym do scharakteryzowanego w przekazanych materiałach.

5. Rola systemu zgodności działalności z prawem w zakresie wykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przedstawione powyżej wyjaśnienia wskazują jednoznacznie, że usługa doradztwa inwestycyjnego jest szczególnym rodzajem działalności maklerskiej, której specyfika sprowadza się w szczególności do różnorodnych, możliwych form jej wykonywania oraz szerokiego zakresu stanów faktycznych, w których możliwe jest zakwalifikowanie, że doszło do świadczenia tej usługi. Nadmienić należy, że istnieje realne ryzyko w których udzielanie rekomendacji inwestycyjnych ma miejsce wbrew intencji samej firmy inwestycyjnej, a jest następstwem zachowań (częstokroć nieświadomych) osób świadczących pracę na jej rzecz. Obszarem wysokiego ryzyka są zwłaszcza sytuacje, w których firma inwestycyjna realizuje czynności, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 Ustawy na rzecz klienta detalicznego. Osoby z oznaczonej kategorii klientów częstokroć przed złożeniem zlecenia oczekują bowiem wskazówek co do właściwych dla nich decyzji inwestycyjnych. To zaś z kolei implikować może sytuacje, w których osoby zatrudnione w firmie inwestycyjnej wypowiadać będą w sposób nieuprawniony poglądy na temat odpowiednich dla klientów oznaczonych instrumentów finansowych. Przy czym działania w kolizji z prawem mogą przybierać różnorodną postać i polegać na świadczeniu usługi doradztwa inwestycyjnego bez posiadania właściwego zezwolenia Komisji, z naruszeniem przepisów prawa przewidzianych przy świadczeniu tej usługi (np. nieprzeprowadzenie testu odpowiedniości w wymaganym

[8] Jakkolwiek reguła ta nie ma charakteru absolutnego i np. jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego mogą być odpowiednie także dla krótszego okresu inwestowania.

zakresie) bądź też czynnościach osób, które nie legitymują się odpowiednimi kompetencjami merytorycznymi.

Z tych względów fundamentalnym zagadnieniem staje się podejmowanie przez firmę inwestycyjną działań, które zapobiegać będą występowaniu tego rodzaju ryzyk. Zasadniczą rolę w tym przedmiocie należy przypisać komórce ds. nadzoru zgodności działalności z prawem. Jednostka ta realizując, wynikający z § 14 ust. 5 pkt 1 i 2 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 23 listopada 2009 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, oraz banków powierniczych[9], obowiązek badania i regularnej oceny adekwatności i skuteczności przyjętego systemu nadzoru zgodności działalności z prawem oraz doradztwa i bieżącej pomocy osobom powiązanym wykonującym czynności w ramach prowadzonej przez firmę inwestycyjną działalności maklerskiej powinna dokonywać stałego, regularnego monitoringu i oceny czynności pracowników firmy inwestycyjnej i innych osób powiązanych z firmą inwestycyjną w zakresie związanym z zagadnieniem doradztwa inwestycyjnego. Ocena powinna w szczególności uwzględniać sposób postępowania z klientami, wykonywania innych usług o charakterze doradczym, prezentowania oferty marketingowej firmy inwestycyjnej.

Jednocześnie w/w komórka, w ramach wykonywania obowiązków, o których mowa w § 14 ust. 5 pkt 2 rozporządzenia powinna na bieżąco konsultować z pracownikami zagadnienia, które mogą wywołać wątpliwości interpretacyjne i udzielać im merytorycznego wsparcia w zakresie prawidłowego, zgodnego z prawem sposobu postępowania.

Jednocześnie, mając na względzie fakt, że zapewnienie wysokiej świadomości prawnej u pracowników i innych osób powiązanych z firmą inwestycyjną jest podstawowym narzędziem ograniczania ryzyka wystąpienia działań naruszających prawo, oznaczona komórka powinna zapewnić przeprowadzanie regularnych szkoleń w zakresie tematyki związanej z usługą doradztwa inwestycyjnego.
Dodatkowo, słusznym działaniem, które mogłoby być realnie pomocne w zapewnianiu prawidłowych zachowań byłoby opracowanie przez komórkę i przekazanie praktycznych wytycznych w zakresie świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego. Materiał ten mógłby być uzupełniony o zaprezentowanie typowych dla sposobu działania firmy inwestycyjnej, stanów faktycznych, które mogą determinować wystąpienie sytuacji świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego.

[9] Dz. U. Nr 204, poz. 1579.