Warszawa, dnia 21 lipca 2015 r.

Departament Firm Inwestycyjnych
i Infrastruktury Rynku Kapitałowego
DRK/WRM/485/33/ 4 /2015/46/PT

Szanowna Pani/Pan

Prezes Zarządu Domu Maklerskiego

Zagranicznej Firmy Inwestycyjnej

Dyrektor

Biura Maklerskiego

W związku z wejściem w życie w dniu 16 lipca br. przepisu art. 1 pkt 14 a ustawy z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (dalej: Ustawa o zmianie ustawy - Dz. U. z 2015 poz. 73), jak również wobec pojawiających się pytań ze strony firm inwestycyjnych odnośnie zakresu zastosowania w/w przepisu, Departament Firm Inwestycyjnych i Infrastruktury Rynku Kapitałowego (dalej: DRK, Departament) przedstawia stanowisko dotyczące wymaganego poziomu depozytu zabezpieczającego dla instrumentu finansowego.

W świetle nowowprowadzanych przepisów art. 73 ust. 2a - 2c ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (zwanej dalej „Ustawą o obrocie"), firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c – i Ustawy o obrocie, nierozliczane przez CCP, złożone przez klienta detalicznego, pod warunkiem, iż depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 1 % wartości nominalnej tego instrumentu finansowego

Od wprowadzonej zasady ustanowiony został wyjątek w art. 73 ust. 2b Ustawy o obrocie - w przypadku zleceń zbycia opcji skutkujących wystawieniem opcji. W takiej sytuacji, wymagany depozyt zabezpieczający powinien być nie mniejszy niż wartość premii obliczonej z zastosowaniem przez firmę inwestycyjną uznanego modelu wyceny opcji, podanego do wiadomości klienta detalicznego, powiększonej o 1% wartości nominalnej tej opcji.

Dokonując analizy i następnie wykładni treści przywołanych regulacji, należy mieć na względzie okoliczność specjalistycznego charakteru przepisów. Postanowienia art. 73 ust. 2a-2c Ustawy o obrocie są wszakże dedykowane wyłącznie szczególnemu rodzajowi instrumentów finansowych, tzn. instrumentom pochodnym. Okoliczność ta ma znamienne implikacje dla prawidłowego odczytywania norm prawnych z nich wynikających. W interpretacji tych przepisów należy bowiem przyjmować *per se* uwzględnienie specyfiki obrotu

Pl. Powstańców Warszawy 1, skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1, tel. +48 22 262 50 00, faks +48 22 262 51 11, www.knf.gov.pl

tą kategorią instrumentów finansowych, która m.in. w zakresie wykonywania zleceń wyróżnia się od obrotu, którego przedmiotem są inne instrumenty finansowe, np. papiery wartościowe.

Dodatkowo, wziąć trzeba pod uwagę cel wynikający z wprowadzenia oznaczonych regulacji. Jednym z głównych założeń było ograniczenie ryzyka klienta detalicznego w przedmiocie inwestycji w wysokolewarowane instrumenty pochodne, w tym związanego z utratą, nierzadko całości, przeznaczonego kapitału, w przypadku nawet minimalnej zmienności cen instrumentów bazowych. Wspomniana *ratio legis* – ochrona klienta przed stratą również niewątpliwie wpływa na sposób dokonywania wykładni.

Mając na względzie przedstawione powyżej okoliczności, należy wskazać, że ustawodawca w treści art. 73 ust. 2a Ustawy o obrocie, wyraźnie dokonał rozróżnienia kwestii wymogu posiadania określonej wartości depozytu zabezpieczającego od czynności realizacji decyzji inwestycyjnych podjętych przez klienta. Co więcej, regulacja w zakresie sposobu wykonywania zleceń, uwzględnia specyfikę obrotu w zakresie instrumentów pochodnych. Stąd też, wymóg posiadania depozytu zabezpieczającego w określonej wysokości w powiązaniu ze ze sformułowaniem „*firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, wymienionych w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c-i złożone przez klienta detalicznego*" należy odnosić do trzech stanów faktycznych, tzn: złożenie przez klienta detalicznego:

a) zlecenia nabycia instrumentu finansowego, albo

b) zlecenia zbycia instrumentu finansowego, albo

c) zleceń nabycia i zbycia instrumentu finansowego, przy czym – zgodnie z treścią przepisu taka sekwencja czynności klienta powinna odnosić się do tego skonkretyzowanego instrumentu finansowego i znajdować zastosowanie o ile firma inwestycyjna dopuszcza w warunkach kontraktowych świadczenia tej usługi maklerskiej tego rodzaju rozwiązanie.

Przyjmowanie wariantu aktywności klienta przewidzianego w lit. c) jest konsekwencją odzwierciedlenia w sferze regulacyjnej praktyki działalności inwestycyjnej inwestorów w zakresie instrumentów pochodnych. Inwestorzy dążąc bowiem przede wszystkim do zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego składają poza zleceniami otwarcia pozycji w instrumentach pochodnych, zlecenia zamykające pozycje na danym instrumencie pochodnym w przypadku zaistnienia określonych parametrów cenowych (zlecenia typu „stop loss", „take profit") bądź też, co również jest spotykane w obrocie, składają na danym instrumencie pochodnym zlecenia przeciwstawne.

Powyższa konstatacja odnośnie katalogu stanów faktycznych i przyjmowanego celu ograniczenia ryzyka znajduje przełożenie odnośnie wartości posiadanego depozytu zabezpieczającego. Warunek, iż depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego (przy otwarciu jak i dalszym utrzymywaniu pozycji) jest nie mniejszy niż 1 % wartości nominalnej tego instrumentu finansowego odnosić należy do każdej, poszczególnej sytuacji wyróżnionej w lit. a-c.

W związku z powyższym, konsekwentnie odnosząc się do wyróżnionych sytuacji, Departament wskazuje, że:

Ad. a) Firma inwestycyjna wykonuje zlecenie nabycia instrumentów finansowych, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c – i Ustawy o obrocie – wymóg posiadania przez klienta detalicznego depozytu zabezpieczającego w wysokości nie mniejszej niż 1 % wartości nominalnej nabywanego instrumentu finansowego.

Ad b) Firma inwestycyjna wykonuje zlecenie zbycia instrumentu finansowego, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c – i Ustawy o obrocie – wymóg posiadania przez klienta detalicznego depozytu zabezpieczającego w wysokości nie mniejszej niż 1 % wartości nominalnej zbywanego instrumentu finansowego.

Ad. c) Firma inwestycyjna wykonuje zlecenie nabycia (zbycia) instrumentu finansowego, o którym mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c – i Ustawy o obrocie, a następnie przyjmuje do wykonania zlecenie zbycia (nabycia) tego samego instrumentu finansowego.

W powyższym stanie faktycznym, możemy wyróżnić dalsze kategorie zachowań tzn.:

1) firma inwestycyjna wykonuje zlecenie nabycia (zbycia) instrumentu finansowego i jednocześnie przyjmuje do wykonania zlecenie zbycia (nabycia) tego samego, instrumentu finansowego, w którym określone zostały przez klienta, już na etapie składania tego zlecenia parametry cenowe jego przyszłego wykonania - maksymalny poziom strat możliwy do realizacji na danym instrumencie finansowym (stop loss), albo oczekiwany poziom zysku z inwestycji w ten instrument finansowy (take profit).

2) firma inwestycyjna wykonuje zlecenie nabycia (zbycia) instrumentu finansowego i przyjmuje w dalszym odstępie czasowym do wykonania lub wykonuje zlecenie zbycia (nabycia) tego samego instrumentu finansowego, w którym określone zostały przez klienta parametry cenowe jego wykonania - maksymalny poziom strat możliwy do realizacji na danym instrumencie finansowym, albo oczekiwany poziom zysku z inwestycji w ten instrument finansowy.

W takiej sytuacji, mając na względzie fakt, że realizacja zlecenia przeciwnego zamyka pozycję, a tym samym eliminuje z obrotu zindywidualizowany instrument pochodny, z którym wiąże się wymóg posiadania depozytu zabezpieczającego (utrzymywanego już w efekcie pierwszego zlecenia) nie jest wymagane wnoszenie dodatkowego depozytu zabezpieczającego w wysokości nie mniejszej niż 1 % wartości nominalnej instrumentu finansowego.

W scenariuszach wymienionych w pkt. 1-2, nie jest pobierany depozyt zabezpieczający od wartości nominalnej instrumentów finansowych objętych zleceniem zamykającym pozycje na instrumentach pochodnych, pod warunkiem jednak, że wartość zlecenia zamykającego nie

przekracza wartości zamykanych pozycji. Jeżeli wartość instrumentów finansowych objętych zleceniem np. zbycia instrumentów finansowych przewyższa wartość otwartych pozycji, które są zamykane tym zleceniem, wówczas powinien zostać pobrany depozyt zabezpieczający w wysokości 1% różnicy między wartością nominalną instrumentów finansowych objętych zleceniem zamykającym pozycje a sumą wartości zamykanych tym zleceniem pozycji. W takiej bowiem sytuacji dochodzi do zamknięcia konkretnej pozycji, a nadto zostaje otwarta nowa pozycja o wielkości przekraczającej wartość zamykanej pozycji.

3) Firma inwestycyjna wykonuje jedno lub więcej zleceń klienta nabycia instrumentu finansowego wskazanego w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c – i Ustawy o obrocie. Następnie klient składa zlęcenia przeciwstawne na danym instrumencie finansowym, które jednak nie prowadzą do zamknięcia pozycji pierwotnie otwartej.

W takiej sytuacji, z uwagi na zmitygowanie przez klienta detalicznego ryzyka poniesienia strat poprzez fakt istnienia zlecenia (zleceń) przeciwstawnych, ustawowy warunek posiadania depozytu zabezpieczającego w wysokości nie mniejszej niż 1 % wartości nominalnej instrumentu finansowego należy rozumieć jako posiadanie depozytu w wysokości nie mniejszej niż 1 % wartości nominalnej instrumentu finansowego liczonego od zlecenia o wyższej wartości.

Z poważaniem,

DYREKTOR DEPARTAMENTU
Firm Inwestycyjnych i Infrastruktury Rynku Kapitałowego
Marek Szuszkiewicz