



DZIENNIK URZĘDOWY

KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Warszawa, dnia 1 sierpnia 2019 r.

Poz. 27

DECYZJA NR DAS.456.2.2019 KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

z dnia 1 sierpnia 2019 r.

w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD)

Na podstawie art. 42 ust. 1 lit. a Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84, ze zm., dalej jako „rozporządzenie 600/2014”) w związku z art. 23h ust. 1 i 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (j.t. Dz.U. z 2018 poz. 1417 ze zm., dalej jako: „ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym”)

Komisja Nadzoru Finansowego postanawia, co następuje:

1. Zakazuje się wprowadzania do obrotu polegającego na upowszechnianiu, kierowaniu do klientów detalicznych lub potencjalnych klientów detalicznych informacji, reklamowaniu lub promowaniu, oraz dystrybucji lub sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę za wyjątkiem przypadku, gdy łącznie spełnione są następujące warunki:
 - a) dostawca CFD wymaga, aby klient detaliczny wniósł początkowy depozyt zabezpieczający, przez który należy rozumieć każdą wpłatę w celu zawarcia kontraktu CFD, z wyłączeniem prowizji, opłat transakcyjnych i wszelkich innych powiązanych kosztów, o wartości procentowej określonej w pkt. 3 albo 4;
 - b) dostawca CFD zapewnia klientowi detalicznemu ochronę przez zamknięcie pozycji, przez którą należy rozumieć zamknięcie co najmniej jednej otwartej pozycji CFD na warunkach najkorzystniejszych dla klienta detalicznego zgodnie z art. 24 i 27 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. U. UE. L. z 2014 r. poz. 173 str. 349 ze zm.), gdy suma środków pieniężnych na rachunku transakcyjnym CFD, przez który należy rozumieć ewidencję kontraktów na różnicę oraz rachunek pieniężny powiązany z tą ewidencją, i niezrealizowanych zysków i strat z tytułu wszystkich otwartych pozycji CFD związanych z tym rachunkiem spadła poniżej połowy łącznej wartości ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego dla tych wszystkich otwartych pozycji CFD;
 - c) dostawca CFD zapewnia klientowi detalicznemu ochronę przed ujemnym saldem, przez którą należy rozumieć ograniczenie łącznych zobowiązań klienta detalicznego w odniesieniu do wszystkich pozycji CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD u dostawcy kontraktu CFD do wysokości środków na tym rachunku;

- d) dostawca CFD nie przekazuje bezpośrednio lub pośrednio klientowi detalicznemu żadnej płatności, korzyści pieniężnej lub jakiegokolwiek wykluczonej korzyści niepieniężnej w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą CFD, poza zrealizowanymi zyskami z dostarczonych CFD, przy czym przez wykluczoną korzyść niepieniężną należy rozumieć każdą korzyść niepieniężną poza narzędziami informacyjno-badawczymi w zakresie, w jakim dotyczą CFD;
- e) informacje reklamowe lub promocyjne, w tym korespondencja lub komunikaty, upowszechniane lub kierowane do klienta detalicznego lub potencjalnego klienta detalicznego bezpośrednio lub pośrednio przez dostawcę CFD, w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą CFD, zawierają ostrzeżenie o ryzyku, o którym mowa w pkt. 8, spełniające warunki, o których mowa w pkt. 7.

2. Przez „kontrakty na różnicę”, o których mowa w pkt. 1, lub przez „CFD” lub przez „kontrakty CFD”, należy rozumieć instrumenty pochodne, inne niż opcja, kontrakt terminowy futures, swap lub kontrakt terminowy forward na stopę procentową, których celem jest zapewnienie posiadaczowi (poprzez zajęcie długiej lub krótkiej pozycji) ekspozycji na wahania ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego, niezależnie od tego, czy są przedmiotem obrotu w systemie obrotu, i które muszą być rozliczane w środkach pieniężnych lub które można rozliczać w środkach pieniężnych na skutek wyboru jednej ze stron, przy czym wybór ten nie dotyczy przypadku niedotrzymania warunków kontraktu lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem kontraktu.

3. Procentowa wartość początkowego depozytu zabezpieczającego, o którym mowa w pkt. 1 lit. a), wymagana do wniesienia przez klienta detalicznego nieposiadającego statusu klienta doświadczonego, wynosi co najmniej:

- a) 3,33 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest para walutowa składająca się z dowolnych dwóch z następujących walut: dolar amerykański, euro, jen japoński, funt szterling, dolar kanadyjski lub frank szwajcarski;

- b) 5 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest:

(i) jeden z następujących indeksów akcyjnych:

- Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100);
- Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40);
- Deutsche Boerse AG German Stock Index 30 (DAX30);
- Dow Jones Industrial Average (DJIA);
- Standard & Poors 500 (S&P 500);
- NASDAQ Composite Index (NASDAQ),
- NASDAQ 100 Index (NASDAQ 100);
- Nikkei Index (Nikkei 225);
- Standard & Poors / Australian Securities Exchange 200 (ASX 200);
- EURO STOXX 50 Index (EURO STOXX 50);

(i) para walutowa, w której co najmniej jedna waluta, jest inna niż wymienione w pkt. 3 lit. a); lub

(ii) złoto;

- c) 10 % wartości nominalnej CFD, jeżeli instrumentem bazowym jest towar lub indeks akcyjny inny niż wymienione w pkt. 3 lit. b);

- d) 50 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest kryptowaluta; lub

- e) 20 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest akcja lub instrument bazowy niewymieniony w niniejszym punkcie.

4. Dostawca CFD, na potrzeby ustalenia procentowej wartości początkowego depozytu zabezpieczającego, o którym mowa w pkt. 1 lit. a), pod warunkiem wcześniejszego uzyskania przez klienta detalicznego statusu klienta doświadczonego, o którym mowa w pkt. 5, może zastosować następujące minimalne procentowe wartości początkowego depozytu zabezpieczającego:

- a) 1 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest para walutowa składająca się z dowolnych dwóch z następujących walut: dolar amerykański, euro, jen japoński, funt szterling, dolar kanadyjski lub frank szwajcarski,
- b) 1 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest:
- (i) jeden z następujących indeksów akcyjnych:
 - Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100);
 - Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40);
 - Deutsche Boerse AG German Stock Index 30 (DAX30);
 - Dow Jones Industrial Average (DJIA);
 - Standard & Poors 500 (S&P 500);
 - NASDAQ Composite Index (NASDAQ),
 - NASDAQ 100 Index (NASDAQ 100);
 - Nikkei Index (Nikkei 225);
 - Standard & Poors / Australian Securities Exchange 200 (ASX 200);
 - EURO STOXX 50 Index (EURO STOXX 50);
 - (ii) para walutowa, w której co najmniej jedna waluta, jest inna niż wymienione w lit. a) powyżej; lub
 - (iii) złoto;
- c) 10 % wartości nominalnej CFD, jeżeli instrumentem bazowym jest towar lub indeks akcyjny inny niż wymienione w pkt. 4 lit. b);
- d) 50 % wartości nominalnej CFD, gdy instrumentem bazowym jest kryptowaluta; lub
- e) 20 % wartości nominalnej kontraktu CFD, gdy instrumentem bazowym jest akcja lub instrument bazowy niewymieniony w niniejszym punkcie.

5. Warunkiem uzyskania przez klienta detalicznego statusu klienta doświadczonego jest łączne spełnienie następujących warunków, z uwzględnieniem zasad, o których mowa w pkt. 6:

- 1) klient detaliczny zawarł w ciągu ostatnich 24 miesięcy:
- a) transakcje otwarcia w zakresie CFD o wartości nominalnej stanowiącej co najmniej równowartość w złotych 50.000 euro każda, z częstotliwością co najmniej 10 transakcji otwarcia na kwartał w ciągu czterech kwartałów; lub
 - b) transakcje otwarcia w zakresie CFD o wartości nominalnej stanowiącej co najmniej równowartość w złotych 10.000 euro każda, z częstotliwością co najmniej 50 transakcji otwarcia na kwartał w ciągu czterech kwartałów; lub
 - c) transakcje otwarcia w zakresie CFD o wartości nominalnej łącznie stanowiącej co najmniej równowartość w złotych 2.000.000 euro, przy czym klient zawarł co najmniej 40 transakcji otwarcia na kwartał w ciągu czterech kwartałów;
- 2) klient detaliczny posiada odpowiednią wiedzę dotyczącą instrumentów pochodnych, w tym CFD, popartą:
- a) uzyskaniem odpowiednich certyfikatów zawodowych, w szczególności: Doradcy Inwestycyjnego, Maklera Papierów Wartościowych, Chartered Financial Analyst, Financial Risk Manager, Professional Risk Manager, ACI Dealing Certificate, ACI Diploma, lub odpowiednim wykształceniem kierunkowym; lub
 - b) odbyciem minimum 50 godzin szkoleń dotyczących instrumentów pochodnych, w tym CFD, potwierdzonych uzyskaniem stosownych certyfikatów lub potwierdzeń wydanych na podstawie weryfikacji wiedzy przez właściwe podmioty przeprowadzające szkolenia, w okresie ostatnich 12 miesięcy; lub

c) potwierdzeniem, że klient ten wykonuje lub wykonywał czynności albo pracuje lub pracował na podstawie umowy o pracę lub innego stosunku umownego stanowiącego podstawę sprawowania funkcji, przez co najmniej rok na stanowisku, które wymaga wiedzy zawodowej dotyczącej zawierania transakcji w zakresie CFD lub innych instrumentów pochodnych.

6. Dostawca CFD, który zdecyduje się na oferowanie klientom detalicznym możliwości uzyskania statusu klienta doświadczonego, o którym mowa w pkt. 5, przestrzega następujących zasad:

- a) uzyskanie statusu klienta doświadczonego następuje na podstawie pisemnego wniosku klienta detalicznego złożonego dostawcy CFD;
- b) równowartość kwot wyrażonych w euro, o których mowa w pkt. 5, jest ustalana przy zastosowaniu średniego kursu euro ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu poprzedzającym datę złożenia wniosku przez klienta detalicznego, w którym kurs ten został ogłoszony;
- c) status klienta doświadczonego uzyskuje się wyłącznie w odniesieniu do kwestii określenia przez dostawcę CFD wartości początkowego depozytu zabezpieczającego w zakresie CFD, przy czym przyznanie tego statusu klientowi detalicznemu nie zwalnia dostawcy CFD z jakichkolwiek innych obowiązków wobec klienta detalicznego określonych w decyzji oraz obowiązujących przepisach prawa;
- d) dostawca CFD co najmniej raz w roku dokonuje weryfikacji spełniania przez klienta detalicznego, któremu przyznano status klienta doświadczonego, warunków, o których mowa w pkt. 5, oraz odpowiednio dokumentuje przeprowadzoną weryfikację;
- e) w przypadku powzięcia informacji, że klient doświadczony przestał spełniać warunki, o których mowa w pkt. 5, dostawca CFD podejmuje działania zmierzające do zmiany statusu klienta na potrzeby świadczenia na jego rzecz usług maklerskich w zakresie kontraktów CFD, przy czym pozostaje to bez wpływu na wartość początkowego depozytu zabezpieczającego dla pozycji wynikających z transakcji w zakresie CFD zawartych przed utratą tego statusu.

7. Dostawca CFD w celu wypełnienia wymogu, o którym mowa w pkt. 1 lit. e), przestrzega następujących zasad:

- a) ostrzeżenie o ryzyku powinno mieć formę zapewniającą jego widoczność; rozmiar czcionki ostrzeżenia powinien być co najmniej równy dominującemu rozmiarowi czcionki użytej w korespondencji, komunikacie lub informacjach; ostrzeżenie o ryzyku powinno być sporządzone w tym samym języku co korespondencja, komunikat lub informacje;
- b) jeżeli korespondencja, komunikat lub informacje znajdują się na trwałym nośniku lub na stronie internetowej, ostrzeżenie o ryzyku powinno mieć format zgodny z pkt. 8 lit. a);
- c) jeżeli korespondencja, komunikat lub informacje znajdują się na nośniku innym niż trwały nośnik lub strona internetowa, ostrzeżenie o ryzyku powinno mieć format zgodny z pkt. 8 lit. b);
- d) jeżeli liczba znaków zawarta w ostrzeżeniu o ryzyku w formacie określonym w pkt. 8 lit. a) lub pkt. 8 lit. b) przekracza limit znaków dopuszczony w standardowych warunkach zewnętrznego dostawcy usług marketingowych, ostrzeżenie o ryzyku, w drodze odstępstwa od zasad określonych w pkt. 7 lit. b) i c), może mieć format określony w pkt. 8 lit. c);
- e) jeżeli zastosowane zostanie ostrzeżenie o ryzyku w formacie określonym w pkt. 8 lit. c), korespondencja, komunikat lub informacje muszą zawierać również bezpośrednie łącze do strony internetowej dostawcy CFD zawierającej ostrzeżenie o ryzyku w formacie określonym w pkt. 8 lit. a);
- f) ostrzeżenie o ryzyku powinno zawierać informację o aktualnym procencie stratnych rachunków transakcyjnych CFD posiadanych przez klientów detalicznych, w tym klientów detalicznych posiadających status klienta doświadczonego, u danego dostawcy CFD. Wyliczenie informacji o aktualnym procencie stratnych rachunków transakcyjnych CFD jest przeprowadzane nie rzadziej niż co trzy miesiące i obejmuje 12-miesięczny okres poprzedzający dzień przeprowadzenia wyliczenia („dwunastomiesięczny okres obliczeniowy”). Do celów wyliczenia informacji o aktualnym procencie stratnych rachunków transakcyjnych CFD:
 - (i) uznaje się, że rachunek transakcyjny CFD klienta detalicznego przyniósł stratę, jeżeli suma wszystkich zrealizowanych i niezrealizowanych zysków i strat (wynik netto) z CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD jest ujemna w dwunastomiesięcznym okresie obliczeniowym;

- (ii) uwzględnia się wszelkie koszty dotyczące CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD, w tym wszystkie opłaty i prowizje;
- (iii) wyłącza się następujące elementy:
- każdy rachunek transakcyjny CFD, na którym nie było otwartej pozycji CFD w okresie obliczeniowym;
 - wszelkie zyski lub straty z produktów innych niż CFD związane z rachunkiem transakcyjnym CFD;
 - wszelkie wpłaty na lub wypłaty środków z rachunku transakcyjnego CFD.
- g) w drodze odstępstwa od pkt. 7 lit. b)–f), jeżeli w ciągu ostatniego 12-miesięcznego okresu obliczeniowego dostawca CFD nie wykonywał żadnych usług w zakresie otwartych pozycji CFD związanych z rachunkami transakcyjnymi CFD klientów detalicznych, taki dostawca CFD zobowiązany jest stosować standardowe ostrzeżenie o ryzyku w formacie wskazanym odpowiednio w pkt. 8 lit. d)–f).

8. Ostrzeżenia o ryzyku powinny mieć następujące formy:

a) **zindywidualizowane ostrzeżenie o ryzyku na trwałym nośniku i stronie internetowej:**

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej.
[wpisać procent odpowiedni dla danego dostawcy] % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy CFD.
Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

b) **skrótowe zindywidualizowane ostrzeżenie o ryzyku**

[wpisać procent odpowiedni dla danego dostawcy] % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy.
Zastanów się, czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.

c) **ostrzeżenie o ryzyku z ograniczoną liczbą znaków właściwe dla danego dostawcy**

[proszę wpisać odpowiedni odsetek przypadający na danego dostawcę] % rachunków detalicznych CFD odnotowuje straty.

d) **standardowe ostrzeżenie o ryzyku na trwałym nośniku i stronie internetowej**

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej.
74–89 % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD.
Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.

e) **skrótowe standardowe ostrzeżenie o ryzyku**

74–89 % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD.
Zastanów się, czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.

f) **standardowe ostrzeżenie o ryzyku z ograniczoną liczbą znaków**

74–89 % rachunków detalicznych CFD odnotowuje straty.

9. W odniesieniu do dostawców CFD mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, wymogi, o których mowa w pkt. 1, nie mają zastosowania do usług świadczonych poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli:

- a) w państwie członkowskim innym niż Rzeczpospolita Polska, na terytorium którego dostawca CFD mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej świadczy usługi bez otwierania oddziału lub w formie oddziału, wprowadzono, na podstawie art. 42 rozporządzenia 600/2014, środek nadzoru odnoszący się do jakiegokolwiek z wymogów określonych w pkt. 1, który ma zastosowanie do dostawców CFD mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej,
- b) w państwie członkowskim innym niż Rzeczpospolita Polska, na terytorium którego dostawca CFD mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej świadczy usługi bez otwierania oddziału lub w formie oddziału, wprowadzono inne, niż środek nadzoru wydany na podstawie art. 42 rozporządzenia 600/2014, prawnie wiążące regulacje odnoszące się do jakiegokolwiek z wymogów określonych w pkt. 1, które mają zastosowanie do dostawców CFD mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.
- 10.** W przypadkach, o których mowa w pkt. 9, dostawcy CFD mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej stosują w odniesieniu do działalności prowadzonej na terytorium tych państw członkowskich wyłącznie wymogi, o których mowa w pkt. 9, wprowadzone w tych państwach.
- 11.** Postanowienie pkt. 10 stosuje się odpowiednio do usług świadczonych klientom z państw członkowskich innych niż Rzeczpospolita Polska z własnej wyłącznej inicjatywy klienta.
- 12.** Terytorium, o którym mowa w pkt. 9, na którym dostawcy CFD mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej świadczą usługi, określa się według siedziby lub miejsca zwykłego pobytu klienta.
- 13.** Status klienta doświadczonego, o którym mowa w pkt. 5, może być przyznany wyłącznie klientowi detalicznemu, który ma siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej ustalone na moment zawarcia umowy o świadczenie usług.
- 14.** Zakazuje się świadomego i celowego uczestnictwa w działaniach, których celem lub skutkiem jest ominięcie postanowień wskazanych w pkt. 1, w tym działań podejmowanych przez podmiot działający w charakterze substytutu dostawcy CFD.
- 15.** Decyzja wchodzi w życie z dniem następującym po dniu jej opublikowania w Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego.

Uzasadnienie

I. Rynek kontraktów na różnicę oferowanych klientom detalicznym

Kontrakty na różnicę są pochodnymi instrumentami finansowymi.

Zgodnie z art. 3 pkt 28a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (j.t. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 ze zm.; dalej jako „ustawa o obrocie instrumentami finansowymi”) przez instrumenty pochodne rozumie się opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników, oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego. Mając na uwadze ww. definicję instrumentu pochodnego stwierdzenia wymaga, że kontrakty na różnicę są ze swej istoty instrumentami złożonymi, obciążonymi dużym ryzykiem braku uzyskania oczekiwanego zwrotu z inwestycji, często będącymi przedmiotem spekulacji.

Komisja Nadzoru Finansowego (dalej również jako „KNF” oraz „organ nadzoru”) obserwowała do połowy 2018 r.¹⁾ na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (dalej jako „RP”) gwałtowny wzrost wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży kontraktów na różnicę. Instrumenty te oferowane były zarówno przez firmy inwestycyjne mające swoją siedzibę na terytorium RP i świadczące swoje usługi na terytorium RP oraz

¹⁾Od dnia 1 sierpnia 2018 r. zaczęła obowiązywać decyzja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) nr 2018/796 w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) (Dz. Urz. UE L 136 z 1.06.2018, str. 50).

z terytorium RP, jak i przez firmy zagraniczne prowadzące działalność maklerską na terytorium RP (zwane dalej również „dostawcami CFD”).

Zaobserwowano dodatkowo, że kontrakty na różnicę coraz częściej były oferowane przede wszystkim klientom detalicznym z wykorzystaniem agresywnych technik marketingowych oraz z pominięciem przekazywania rzetelnych i przejrzystych informacji, które umożliwiałyby klientom detalicznym zrozumienie ryzyka związanego z inwestowaniem w tego rodzaju instrumenty. Takie zastrzeżenia, w szczególności sygnalizujące, że klienci inwestowali określone kwoty właśnie pod wpływem marketingu, często telefonicznego, ze strony przedstawicieli firm inwestycyjnych, były również formułowane przez klientów detalicznych w skargach kierowanych do Rzecznika Finansowego²⁾.

Przed wprowadzeniem interwencji produktowej przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (dalej także jako: „ESMA”) KNF przez szereg lat przeprowadzał wśród krajowych dostawców CFD badanie w zakresie zrealizowanych wyników klientów, będących efektem transakcji zrealizowanych w danym roku na platformach transakcyjnych umożliwiających inwestowanie w pozagiełdowe instrumenty pochodne (głównie kontrakty CFD). Wyniki tych badań podawane były do publicznej wiadomości w postaci komunikatów, o których mowa poniżej, wskazujących jednocześnie na wysoki poziom ryzyka związanego z inwestycjami w instrumenty pochodne rynku OTC (biorąc pod uwagę warunki polskiego rynku, pod tym pojęciem organ nadzoru rozumie także tzw. „rynek Forex”).

Poniższa tabela obrazuje wyniki badań przeprowadzonych w powyższym zakresie za lata 2014-2018.³⁾

Tabela 1. Wyniki klientów będących efektem transakcji zrealizowanych w danym roku na platformach transakcyjnych umożliwiających inwestowanie w pozagiełdowe instrumenty pochodne w latach 2014 – 2018.

Rok	2014	2015	2016	2017	2018
Zrealizowany zysk klientów (w zł)	96 191 438	98 536 713	141 587 703	146 845 869	138 052 958
Liczba aktywnych klientów, którzy zrealizowali zysk	6 114	6 748	8 018	8 165	9 194
Średni zysk przypadający na klienta (w zł)	15 733	14 602	17 649	17 985	15 016
Zrealizowana strata klientów (w zł)	-482 750 039	-607 302 294	-530 727 310	-635 638 422	-576 370 211
Liczba aktywnych klientów, którzy ponieśli stratę	24 525	31 207	30 673	32 044	34 464
Średnia strata przypadająca na klienta (w zł)	-19 684	-19 460	-17 303	-19 836	-16 724
Odsetek klientów, którzy zrealizowali zysk w liczbie aktywnych klientów	20,0%	17,8%	20,7%	20,3%	21,1%
Odsetek klientów, którzy ponieśli stratę w liczbie aktywnych klientów	80,0%	82,2%	79,3%	79,7%	78,9%
Średni wynik osiągnięty przez klienta (w zł)*	-12 617	-13 404	-10 060	-12 156	-10 040

*Bez uwzględnienia grupy klientów, która nie wykazała ani straty, ani zysku

Źródło: opracowanie organu nadzoru na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

²⁾ Raport Rzecznika Finansowego pt. „Problemy klientów na rynku forex”, marzec 2018 r. https://rf.gov.pl/pdf/Raport_Forex_RF.pdf

³⁾ https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_UKNF_nt_wynikow_klientow_na_rynku_Forex_2019_65254.pdf

Powyższe wyniki wskazują w szczególności na występowanie wysokich strat klientów związanych z inwestycjami w instrumenty pochodne rynku OTC (średni roczny wynik netto w badanym okresie stanowił stratę w wysokości od: -10 040 zł do -13 404 zł), jak również niski odsetek klientów realizujących zysk na tym rynku (17,8% - 21,1%).

Z danych organu nadzoru wynika, że w 2018 roku zdecydowaną większość inwestorów dokonujących transakcji na rynku Forex za pośrednictwem krajowych domów maklerskich i biur maklerskich stanowili klienci detaliczni z 98,87% udziałem w liczbie aktywnych klientów. Dane wskazane powyżej w tabeli należałoby odnosić zatem przede wszystkim do klientów detalicznych.

Mając na uwadze zidentyfikowane problemy związane z inwestowaniem w CFD, Komisja Nadzoru Finansowego przeprowadziła szereg działań nadzorczych w celu ich wyeliminowania:

- W dniu 17 lipca 2013 r. organ nadzoru opublikował *Stanowisko w sprawie funkcjonowania firm inwestycyjnych na rynku Forex*. Powodem opracowania stanowiska był zaobserwowany dynamiczny rozwój tego obszaru usług maklerskich mających za przedmiot instrumenty pochodne niedopuszczone do obrotu zorganizowanego, w szczególności będące przedmiotem transakcji na rynku Forex jak również wnioski wynikające z bieżącego nadzoru i dokonywanych czynności kontrolnych. Organ nadzoru, wobec zidentyfikowanych ryzyk i zagrożeń istniejących na rynku Forex zaprezentował w swoim *Stanowisku* obszernie wyjaśnienia w zakresie:

- standardu i warunków przekazywania informacji klientowi lub potencjalnemu klientowi,
- oceny odpowiedniości usługi maklerskiej i instrumentu finansowego,
- klasyfikacji wykonywanych czynności na rzecz klienta w świetle katalogu działalności maklerskiej, o którym mowa w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi,
- treści relacji kontraktowej z klientem,
- zagadnień dotyczących outsourcingu systemów informatycznych wykorzystywanych na rynku Forex.

Organ nadzoru podkreślił także w *Stanowisku*, iż fundamentalną zasadą funkcjonowania firm inwestycyjnych w relacjach z klientami jest wyrażona w art. 83 a ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi reguła działania w najlepiej pojętym interesie klienta.

- W dniu 24 maja 2016 r. Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła *Wytyczne dotyczące świadczenia usług na rynku OTC instrumentów pochodnych*. Wytyczne te przekazywane są również zagranicznym firmom inwestycyjnym notyfikującym działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie bezodpłatowej w zakresie rynku OTC.

Wytyczne służyły przedstawieniu firmom inwestycyjnym oraz bankom świadczącym usługi inwestycyjne standardów w zakresie realizacji obowiązków wynikających z interpretacji przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i rozporządzeń w zakresie świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych. W *Wytycznych* organ nadzoru zwrócił uwagę m.in. na następujące nieprawidłowości:

- a) niewłaściwe badanie odpowiedniości usług maklerskich oraz instrumentów finansowych,
- b) nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych w zakresie kosztów ponoszonych przez klienta,
- c) nieczytelność lub nierównowagę w określaniu praw i obowiązków stron umowy, w tym brak przejrzystości zasad kwotowania instrumentów finansowych, naliczania kosztów i opłat,
- d) brak zachowywania zasady symetrii praw przy anulowaniu albo korygowaniu zawartych transakcji w przypadku błędnych kwotowań instrumentów finansowych, oraz
- e) trudności klientów w procesie reklamacyjnym z uwagi na brak dostępu do danych, którymi dysponuje firma inwestycyjna.

Wydany dokument objął w szczególności wytyczne dotyczące:

- zasad informowania klienta o świadczonej usłudze, kosztach, opłatach i ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami pochodnymi,
- prawidłowych zasad realizacji zleceń klientów,
- zasad zawierania umów z klientami i pozyskiwania klienta przez firmy inwestycyjne,
- uwzględnieniu w prowadzonej działalności, w tym działaniach reklamowo-promocyjnych, najlepiej pojętego interesu klienta lub potencjalnego klienta,
- konieczności określenia przez firmę odpowiedniego poziomu depozytu zabezpieczającego klienta przy uwzględnieniu rzeczywistych warunków rynkowych,
- informowania klientów o wynikach osiągniętych przez klientów na rynku OTC instrumentów pochodnych.

Wytyczne zostały opublikowane na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego w języku polskim oraz angielskim.

- Organ nadzoru podejmował szereg działań o charakterze informacyjno-wyjaśniającym skierowanych zarówno do szerokiego kręgu odbiorców, jak również do podmiotów rynku kapitałowego, mających na celu przybliżenie charakteru inwestowania w instrumenty pochodne na rynku OTC oraz ryzyk z tym związanych. Działania te przybierały formułę m.in. publikacji, komunikatów, ostrzeżeń, informacji.

Publikacje, komunikaty, ostrzeżenia i informacje publikowane przez organ nadzoru dotyczyły różnych aspektów związanych z działalnością na rynku Forex, i obejmowały m.in. następujące formy:

- a) Komunikat w sprawie identyfikacji koncentracji przychodów uzyskiwanych z instrumentów finansowych oferowanych w ramach platform transakcyjnych oraz określenie stopnia jednolitości instrumentów oferowanych przez te podmioty,
 - b) Komunikaty w sprawie wyników osiągniętych przez inwestorów na rynku Forex począwszy od 2011 r.,
 - c) Utworzenie osobnej strony internetowej na stronie organu nadzoru o nazwie Forex - poświęconej instrumentom pochodnym na rynku OTC, na której znajdują się m.in.: materiały informacyjne i edukacyjne, wytyczne i stanowiska organu nadzoru, przydatne linki, pytania i odpowiedzi,
 - d) Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 czerwca 2015 r. „Maksymalna dźwignia na forexie – zmiany w prawie od 16 lipca 2015 r.”. Komunikat ten informował o wprowadzonym w polskich przepisach ograniczeniu dźwigni finansowej dla klientów detalicznych inwestujących w instrumenty pochodne OTC do wysokości 100:1,
 - e) Stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 21 lipca 2015 r. dotyczące wymaganego poziomu depozytu zabezpieczającego dla instrumentu finansowego, określające szczegółowe zasady związane z wprowadzonym ustawowo ograniczeniem wysokości dźwigni,
 - f) Przekazanie informacji o ograniczeniu dźwigni w Polsce oraz o *Wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego dotyczących świadczenia usług na rynku OTC instrumentów pochodnych do zagranicznych firm inwestycyjnych*, które notyfikowały prowadzenie działalności w Polsce,
 - g) Wydanie książek: „Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych”, J. Bąk, W. Pietrzyk, 2018, oraz „Zysk a ryzyko na rynku Forex”, M. Kurzajewski, D. Nowalińska, 2017,
 - h) Informowanie o Pytaniach i Odpowiedziach (Q&A) ESMA, ostrzeżeniach ESMA, Raportach IOSCO w sprawie oferowania spekulacyjnych instrumentów pochodnych OTC klientom detalicznym,
 - i) Organizowanie seminariów CEDUR skierowanych do uczestników rynku, organów ścigania oraz innych urzędów poświęcone m.in. tematyce rynku Forex.
- Ponadto organ nadzoru podejmował następujące działania o charakterze nadzorczym wobec firm oferujących usługi na rynku instrumentów pochodnych OTC, w tym w zakresie CFD:
 - a) od 2012 r. systematycznie uwzględniano w planach kontroli organu nadzoru na kolejne lata firmy inwestycyjne, świadczące usługi na rynku Forex,

- b) kontrole działalności firm inwestycyjnych na rynku Forex prowadzone były od początku licencjonowania tej działalności (2004 r.), natomiast w okresie od 2006 r. niektóre z przedmiotowych firm inwestycyjnych były kontrolowane już kilkakrotnie,
- c) zakres przedmiotowy kontroli, zgodnie z ustawą o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, obejmuje różne rodzaje usług maklerskich, które firma inwestycyjna świadczy na rynku Forex, a także nadzór wewnętrzny nad prowadzeniem tej działalności, tryb i warunki postępowania z klientami oraz warunki techniczne i organizacyjne świadczenia usług maklerskich na rynku Forex,
- d) w związku z wydaniem w 2016 r. *Wytycznych Komisji Nadzoru Finansowego dotyczących świadczenia usług na rynku OTC instrumentów pochodnych*, w kontrolach uwzględniano także sposób ich wdrożenia w obszarach opisanych w *Wytycznych* (m. in. w zakresie stosowania zasad *best execution*, anulowania i korygowania transakcji, stosowania tzw. poślizgów cenowych, publikowania informacji o kwotowaniach oraz o stratach klientów). Przeprowadzone kontrole systemów transakcyjnych firm inwestycyjnych w zakresie poślizgów cenowych (ang. *price slippage*) związane były ze zidentyfikowaną nieprawidłową praktyką rynkową, gdzie parametry cenowe określone przez klienta w składanym zleceniu różniły się od kwotowania instrumentu w momencie, w którym zlecenie jest faktycznie wykonywane. Oznacza to, że wartość instrumentu finansowego mogłaby już w momencie wykonania zlecenia różnić się od wartości wskazanej w zleceniu przez klienta, przynosząc zysk lub stratę dla klienta. W ramach kontroli weryfikowano, czy firma inwestycyjna wystarczająco szczegółowo, czytelnie i precyzyjnie określiła w regulaminie sposób wykonania zleceń klienta w przypadku wystąpienia odchylenia ceny określonej w zleceniu od ceny rynkowej z momentu wykonania zlecenia (ang. *deviation*). Dodatkowo weryfikowano sposób postępowania firmy inwestycyjnej, który powinien gwarantować symetryczność uprawnień i obowiązków obu stron umowy o świadczenie usługi maklerskiej,
- e) w ramach przeprowadzonych kontroli systemów transakcyjnych firm inwestycyjnych dokonano weryfikacji ich działalności w zakresie zapewnienia prawidłowego czasu wykonania zlecenia. Było to związane z charakterem instrumentów pochodnych OTC, gdzie w przypadku określonych instrumentów bazowych (w szczególności waluty bazowej) stanowiących punkt referencyjny do wyceny instrumentów pochodnych możliwa jest do zaobserwowania skrajnie wysoka płynność. Dodatkowo, przyjmowane warunki zawierania transakcji precyzują w sposób bardzo dokładny minimalny krok ceny - kursy podaje się z dokładnością od dwóch do pięciu miejsc „po przecinku”. W końcu, mechanizm dźwigni finansowej wykorzystywany przy transakcjach, których przedmiotem są instrumenty pochodne sprawia, że saldo rachunku przeciętnego inwestora detalicznego jest wrażliwe nawet na niewielką zmianę ceny. Jakikolwiek opóźnienie, zwłaszcza w przypadku składania zlecenia typu „po cenie rynkowej”, może niweczyć oczekiwania klienta względem przyszłego zaangażowania m.in. istnienia dalszego zamiaru zawarcia transakcji, planowanej stopy zwrotu czy czasu utrzymywania pozycji. W ramach kontroli systemów transakcyjnych organ nadzoru zwracał zatem szczególną uwagę na kwestię zapewnienia przez firmy inwestycyjne realizacji zlecenia w standardowym czasie, oraz na to, czy jakiegokolwiek odstępstwa w tym zakresie były należycie uzasadnione i możliwe do zweryfikowania przez klienta,
- f) organ nadzoru identyfikował również, w tym w ramach przeprowadzonych kontroli, przypadki nielegalnej działalności podmiotów i osób na rynku Forex. Przypadki takie obejmowały w szczególności działalność osób, które nie będąc do tego uprawnione, wykonywały czynności związane z zawieraniem umów o świadczenie usług maklerskich lub inne czynności klasyfikowane jako czynności zarezerwowane dla firm inwestycyjnych albo agentów firm inwestycyjnych. Wśród takich podmiotów były również podmioty współpracujące z podmiotami zagranicznymi, w zakresie pozyskiwania polskich klientów bez wymaganego zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. W zakresie powyższej działalności organ nadzoru przekazywał zawiadomienia do organów ścigania w sprawie podejrzenia prowadzenia działalności z naruszeniem przepisów prawa,
- g) jeżeli polska firma inwestycyjna posiada oddziały na terytorium innych krajów członkowskich UE, podczas kontroli w centrali prowadzona jest także kontrola takiego oddziału w zakresie warunków technicznych i organizacyjnych jego funkcjonowania – zakres przedmiotowy kontroli oddziału zagranicznego polskiej firmy inwestycyjnej wynika z dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349) (dalej jako: „dyrektywa 2014/65”),

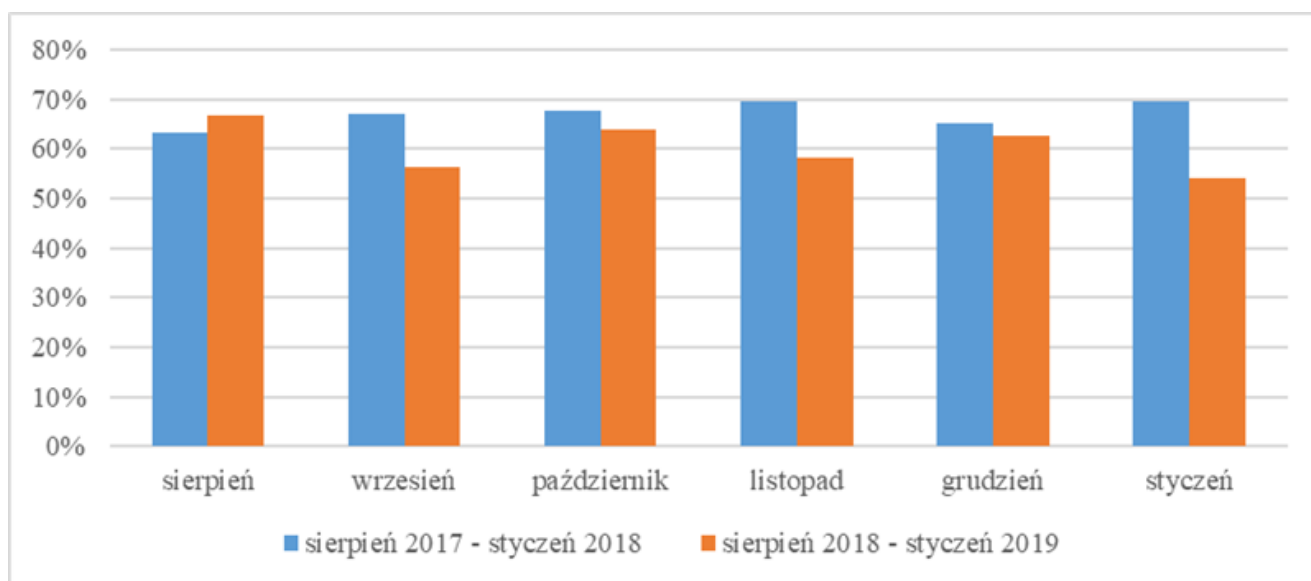
- h) równolegle do kontroli polskich firm inwestycyjnych, organ nadzoru prowadzi kontrole oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na terytorium RP. Zakres przedmiotowy tej kontroli wyznaczony przez dyrektywę 2014/65 obejmuje tryb i warunki postępowania przez zagraniczną firmę inwestycyjną wobec klientów polskich w związku ze świadczeniem usług maklerskich na terytorium RP,
- i) wyniki kontroli firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na rynku Forex są uwzględniane w nadzorze bieżącym, zarówno finansowym, jak i zgodności działalności z prawem, a także w ocenie BION (Badanie i Ocena Nadzorcza) nadawanej przez organ nadzoru firmom inwestycyjnym,
- j) nieprawidłowości zidentyfikowane podczas kontroli są przedmiotem zaleceń pokontrolnych, a w uzasadnionych przypadkach – podstawą do skierowania wniosku o wszczęcie postępowania administracyjnego w celu nałożenia kary pieniężnej, a także wniosku o złożenie zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. Materiał zebrany w kontroli stanowi wówczas podstawę do dalszych działań nadzorczych lub przygotowawczych w postępowaniu karnym.

Jednocześnie, w ramach prac prowadzonych w ESMA po wprowadzeniu interwencji produktowej w zakresie kontraktów CFD, analizie ESMA podlegały zebrane przez poszczególne organy nadzoru dane dotyczące wpływu interwencji produktowej na rynek CFD po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA. Zgromadzone w ramach dwóch badań przeprowadzonych w listopadzie 2018 r. oraz w lutym 2019 r. dane uzyskane przez organ nadzoru od 6 polskich dostawców CFD posłużyły również weryfikacji wpływu interwencji produktowej ESMA na zyskowność klientów detalicznych rodzimych firm.

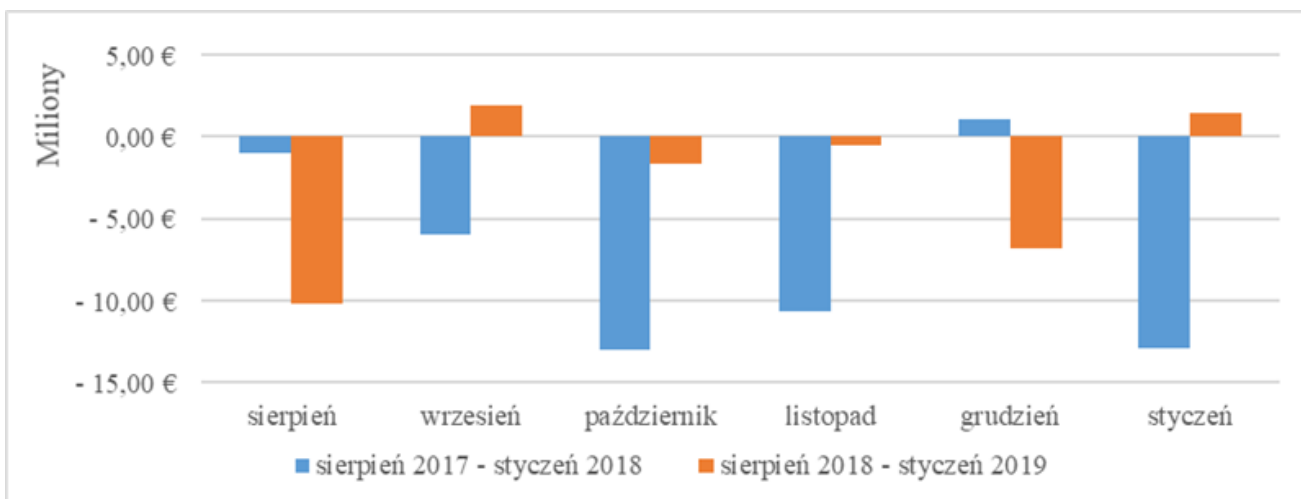
Przedstawione niżej wyniki przedmiotowej analizy obrazują wielkości poszczególnych zmiennych w ujęciu miesięcznym w okresie od sierpnia 2018 r. do stycznia 2019 r. (słupki pomarańczowe na wykresach) oraz w okresie od sierpnia 2017 r. do stycznia 2018 r. (słupki niebieskie na wykresach), tym samym przedstawiając porównanie stanów miesięcznych przed i po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA.

Na poniższych wykresach przedstawiono podstawowe statystyki dotyczące zyskowności klientów detalicznych polskich dostawców CFD: udział stratnych rachunków w całkowitej liczbie aktywnych rachunków w danym miesiącu, zagregowany wynik netto (zysk klientów zyskownych – strata klientów stratnych), średni zysk na zyskowny rachunek klienta detalicznego oraz średnia strata na stratny rachunek klienta detalicznego.

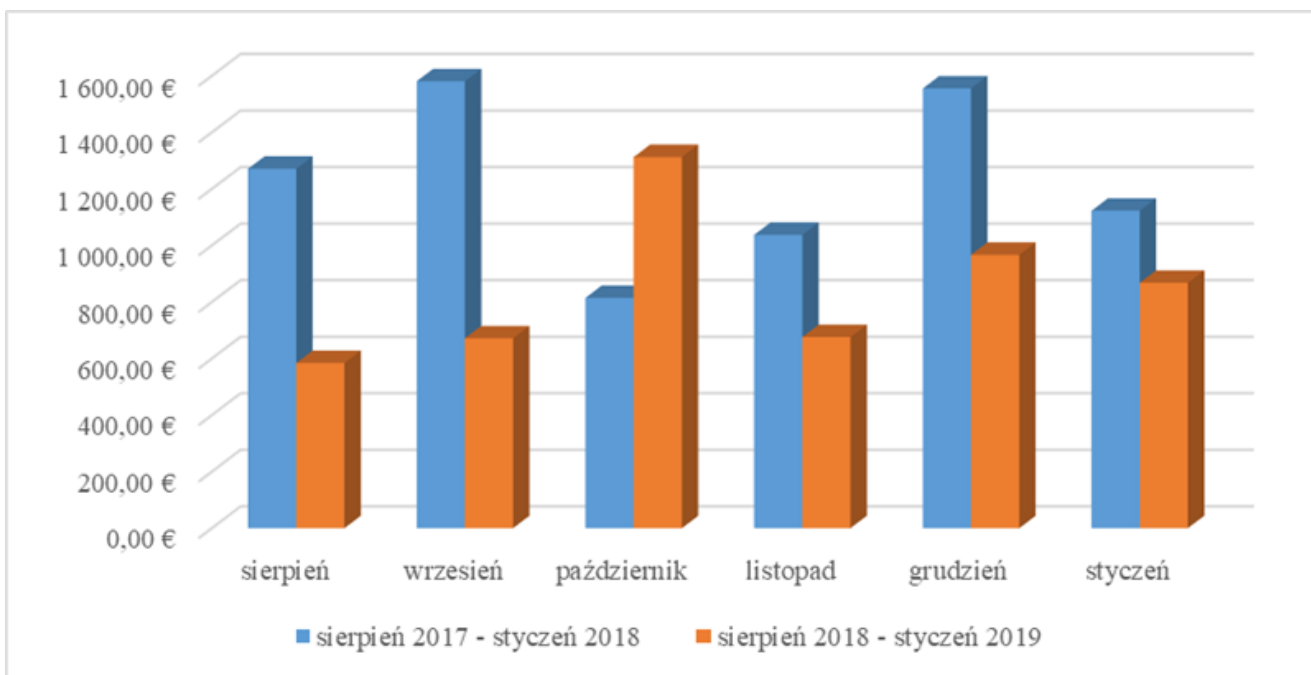
Wykres 1. Udział stratnych rachunków klientów detalicznych w całkowitej liczbie aktywnych rachunków klientów detalicznych



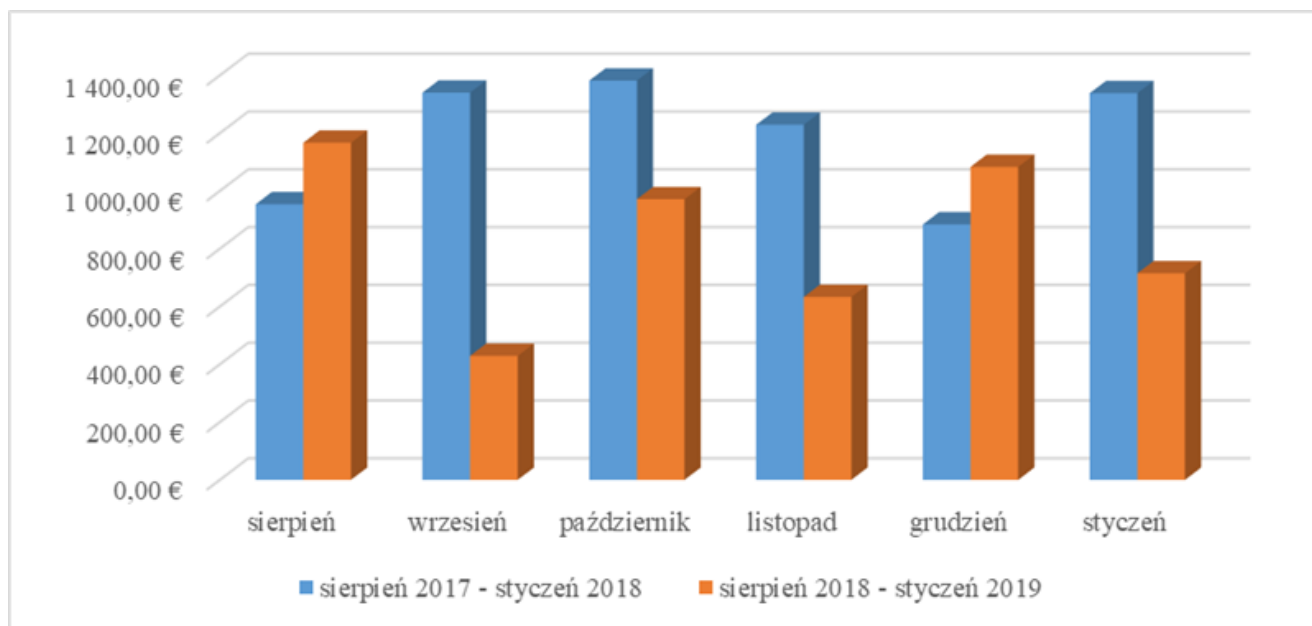
Źródło: opracowanie UKNF na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Wykres 2. Wynik netto dla rachunków klientów detalicznych

Źródło: opracowanie UKNF na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Wykres 3. Średni zysk na zyskowy rachunek klienta detalicznego

Źródło: opracowanie UKNF na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Wykres 4. Średnia strata na stratny rachunek klienta detalicznego

Źródło: opracowanie UKNF na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Z powyższych danych wynika, że wśród klientów polskich dostawców CFD w okresie po wprowadzeniu interwencji produktowej co do zasady:

- spadł udział stratnych rachunków w całkowitej liczbie aktywnych rachunków klientów detalicznych (Wykres 1),
- wzrósł łączny wynik netto zyskownych i stratnych rachunków klientów detalicznych (Wykres 2),
- spadł średni zysk na zyskownych rachunkach klientów detalicznych (Wykres 3),
- spadła średnia strata na stratnych rachunkach klientów detalicznych (Wykres 4).

Powyższe zasadniczo wskazuje na pozytywny wpływ interwencji produktowej na zyskowność klientów detalicznych, potwierdzając zasadność jej przyjęcia. Pomimo powyższego, dane wskazują równocześnie na utrzymywanie się, również w ujęciu miesięcznym, relatywnie wysokiego odsetka stratnych rachunków klientów detalicznych (54% - 67%), a także na to, że łączny miesięczny wynik netto klientów w większej części badanego okresu stanowił stratę (4 z 6 miesięcy), tym samym potwierdzając istnienie zidentyfikowanego problemu ponoszenia przez klientów detalicznych strat.

Organ nadzoru stwierdza zatem, że po wejściu w życie interwencji ESMA ilość stratnych rachunków klientów detalicznych spadła. Spadła również nominalna wysokość ponoszonych przez klientów strat. Należy przyjąć, że na korzystne zmiany w tym zakresie miała wpływ interwencja ESMA, w szczególności ochrona przed ujemnym saldem, aczkolwiek należy przy tym mieć na uwadze, że na zmiany poziomu zysków i strat może wpływać szereg innych czynników, w tym uwarunkowania rynkowe.

Zmniejszenie strat klientów detalicznych, które nastąpiło po interwencji ESMA nie oznacza jednak, że obawa dotycząca ochrony inwestorów ustała, ponieważ można spodziewać się, że w przypadku braku kolejnego przedłużenia obowiązywania interwencji ESMA, klienci zaczną ponosić straty co najmniej na poziomie sprzed interwencji ESMA bądź zbliżone.

Mając na uwadze powyższe, jak również dane zebrane w ramach badania ESMA oraz w ramach badań organu nadzoru, Komisja Nadzoru Finansowego zidentyfikowała problem ponoszenia nadmiernych strat powiązany z agresywnymi praktykami marketingowymi istniejący w odniesieniu do klientów detalicznych (niezależnie od kraju ich pochodzenia) korzystających z usług dostawców CFD mających siedzibę na terytorium RP.

Ponadto, przy pomocy mechanizmów współpracy międzynarodowej, organ nadzoru stwierdził, że tożsamy problem dotyczy również tych polskich inwestorów, którzy są klientami firm inwestycyjnych z innych państw UE.

Podjęte i zrealizowane czynności nadzorcze oraz inne działania organu nadzoru, opisane powyżej, w tym te o charakterze informacyjnym, nie doprowadziły do takiego zmniejszenia liczby klientów ponoszących straty na rynku Forex, które można by uznać za satysfakcjonujące.

Komisja Nadzoru Finansowego uznaje zatem za konieczne podjęcie niniejszej decyzji, która ma na celu wdrożenie środków odpowiednich do charakteru zidentyfikowanego problemu.

Istnienie problemu wynika z określonych cech kontraktów na różnicę oraz z cech rynku na te kontrakty, które zostały omówione poniżej w części IV w ramach uzasadnienia faktycznego. Cechy kontraktów na różnicę oraz rynku na te kontrakty zostały zmodyfikowane przez dotychczas obowiązującą interwencję ESMA. Organ nadzoru jest jednak zdania, że modyfikacja ta nie jest trwała i cechy te pozostają nadal aktualne, wobec czego istnieje wysokie prawdopodobieństwo po wygaśnięciu interwencji ESMA powrotu rynku kontraktów na różnicę do stanu sprzed tej interwencji.

Należy wobec powyższego uznać, że zidentyfikowany problem dotyczący ochrony inwestorów pozostaje nadal aktualny, co uzasadnia podjęcie niniejszej decyzji.

Organ nadzoru podkreśla, że zakresem niniejszej decyzji pozostają objęci wyłącznie klienci detaliczni. Nie posiadają oni zasobów ani środków finansowych dostępnych klientom profesjonalnym i można przyjąć, że uczestniczą oni w innym niż klienci profesjonalni rynku kontraktów na różnicę, na którym występuje potrzeba zapewnienia poziomu ochrony wyższego niż ten, którego potrzebują klienci profesjonalni.

Analiza zidentyfikowanego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów, jak również – częściowo – dobór środków interwencji Komisji Nadzoru Finansowego pokrywa się z analizą oraz środkami dobranymi przez ESMA oraz przedstawionymi w decyzji ESMA (UE) 2018/796 z dnia 22 maja 2018 r. w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 (Dz.U. L 136 z 1.6.2018, s. 50) (dalej jako „decyzja 2018/796”). Wobec tego, niniejsza decyzja w stosownych miejscach odwołuje się do argumentacji oraz danych, które ESMA zaprezentowała w treści decyzji 2018/796, w tym do danych, które ESMA uzyskała od organów krajowych.

II. Interwencja produktowa ESMA w sprawie kontraktów na różnicę

W ostatnich latach ESMA oraz szereg właściwych organów krajowych państw członkowskich Unii Europejskiej (dalej jako: „organy krajowe” oraz „właściwe organy krajowe”) zaobserwowały gwałtowny wzrost liczby kontraktów na różnicę wprowadzanych do obrotu, dystrybuowanych i sprzedawanych klientom detalicznym w Unii⁴⁾. ESMA i organy krajowe zdiagnozowały również, że oferowanie CFD klientom detalicznym coraz częściej wiązało się ze stosowaniem agresywnych technik marketingowych oraz brakiem doręczania klientom detalicznym przejrzystych i niewprowadzających w błąd informacji. ESMA i organy krajowe wyraziły obawy związane z rosnącą liczbą klientów detalicznych, którzy nabywają te produkty, tracąc zainwestowane środki pieniężne.

W celu wyeliminowania ww. nieprawidłowości organy krajowe państw członkowskich oraz ESMA przeprowadziły szereg działań w obszarze ochrony klientów detalicznych inwestujących w kontrakty na różnicę. ESMA m.in. wydawał opinie⁵⁾ oraz wypracowywał wspólnie z przedstawicielami państw członkowskich szereg wyjaśnień w trybie przedstawiania odpowiedzi na pytania (ang. Q&A)⁶⁾, na podstawie art. 29 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylecia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. Urz. UE. L.

⁴⁾ Patrz: recital 1 Decyzji Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (UE) 2018/796 z dnia 22 maja 2018 r. w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 (Dz.U. L 136 z 1.6.2018, s. 50).

⁵⁾ Opinia w sprawie praktyk opartych o dyrektywę MIFID dla firm sprzedających złożone produkty finansowe z dnia 7 lutego 2014 r. (ESMA/2014/146).

⁶⁾ Pytania i odpowiedzi dotyczące sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA-35-36-794). Ostatnia aktualizacja pytań i odpowiedzi miała miejsce 31 marca 2017 r.

z 2010 r. Nr 331, poz. 84 ze zm.). Ponadto ESMA opublikował ostrzeżenia⁷⁾, w których zwrócił uwagę na prawdopodobieństwo powstania ryzyka po stronie klientów detalicznych w związku z brakiem kontroli nad oferowaniem tej grupie klientów instrumentów finansowych, w tym kontraktów na różnicę.

Pomimo pozytywnych efektów ww. działań, istotne problemy w dziedzinie ochrony inwestorów nie zostały wyeliminowane całkowicie. Mając to na uwadze, ESMA jako organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym na terenie Unii Europejskiej, uznał za konieczne podjęcie bardziej restrykcyjnych środków i w dniu 22 maja 2018 r., wydał na podstawie art. 40 rozporządzenia 600/2014 decyzję nr 2018/796 w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia 600/2014.

Interwencja produktowa ESMA została podjęta w oparciu o przeprowadzone analizy oraz badania, w których brały udział również organy krajowe.

Następnie ESMA wydał:

- w dniu 23 października 2018 r. decyzję 2018/1636 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania oraz zmiany tymczasowego ograniczenia określonego w decyzji (UE) 2018/796 i dotyczącego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 272 z 31.10.2018, str. 62);
- w dniu 23 stycznia 2019 r. decyzję 2019/155 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania tymczasowego ograniczenia wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 27 z 31.01.2019, str. 36); oraz
- w dniu 17 kwietnia 2019 r. decyzję 2019/679 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania tymczasowego ograniczenia wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 114 z 30.04.2019, str. 22).

W konsekwencji podjęcia przez ESMA powyższych decyzji, w okresie od 1 sierpnia 2018 r. do dnia 31 lipca 2019 r. na obszarze Unii Europejskiej wdrożone zostało ograniczenie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym na warunkach określonych w ww. decyzjach ESMA.

Ponieważ ww. decyzje przyniosły oczekiwany skutek w postaci podniesienia poziomu ochrony klientów detalicznych, Komisja Nadzoru Finansowego uznała – uwzględniając charakterystykę rynku CFD oraz klientów detalicznych dokonujących takich inwestycji zidentyfikowanych na terytorium RP – że uzasadnione jest kontynuowanie ochrony klientów detalicznych, którzy mogliby dokonywać inwestycji w kontrakty na różnicę, poprzez wydanie przez Komisję Nadzoru Finansowego niniejszej decyzji o interwencji produktowej.

Potrzeba podjęcia przez organy krajowe działań w zakresie dotyczącym inwestowania przez klientów detalicznych w kontrakty na różnicę potwierdzona została również przez ESMA, który w swoich opiniach dotyczących krajowych interwencji produktowych innych państw członkowskich Unii Europejskiej dotyczących CFD, wydawanych przez ESMA na podstawie art. 43 ust. 2 rozporządzenia 600/2014, wskazywał potrzebę podjęcia przez krajowe organy nadzoru bezterminowego środka nadzoru regulującego zasady wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym w zakresie co najmniej tak rygorystycznym jak w decyzjach ESMA. Takie stanowisko ESMA zamieszcza w każdej opinii dotyczącej powiadomienia otrzymanego od poszczególnych organów krajowych o zamiarze podjęcia interwencji produktowej odnoszącej się do tych instrumentów finansowych⁸⁾.

Mając na uwadze również opinie wydane dotąd przez ESMA, Komisja Nadzoru Finansowego – uwzględniając przesłankę art. 42 ust. 2 lit. c rozporządzenia 600/2014 dotyczącą charakteru zidentyfikowanych zagrożeń,

⁷⁾ Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA i EUNB w sprawie kontraktów na różnicę z dnia 28 lutego 2013 r. (dostępne na stronie: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>); Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA w sprawie ryzyka inwestowania w produkty złożone z dnia 7 lutego 2014 r. (dostępne na stronie: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf); Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA w sprawie kontraktów CFD, opcji binarnych i innych produktów spekulacyjnych z dnia 25 lipca 2016 r. (dostępne na stronie: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf).

⁸⁾ Treść opinii ESMA zamieszczona jest pod adresem: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-four-positive-opinions-national-product-intervention-measures>

poziomu wiedzy klientów detalicznych i uczestników rynku finansowego, jak również prawdopodobny skutek działania dla klientów detalicznych i uczestników rynku finansowego, którzy mogą posiadać lub wykorzystywać kontrakty na różnicę lub odnosić z nich skutek – potwierdza zasadność wprowadzenia niniejszą decyzją bezterminowego ograniczenia dotyczącego wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę w sposób oraz na warunkach określonych w sentencji decyzji.

III. Uzasadnienie prawne

Zgodnie z art. 23h ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym KNF może, w drodze decyzji, wprowadzić zakaz lub ograniczenie, o których mowa w art. 42 rozporządzenia 600/2014.

Zgodnie z art. 42 ust. 1 rozporządzenia 600/2014, właściwy organ może wprowadzić w państwie członkowskim lub z państwa członkowskiego zakaz lub ograniczenie dotyczące:

- a) wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych bądź instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych o pewnych określonych cechach;
- b) lub rodzaju działalności lub praktyki finansowej.

Stosownie do treści art. 42 ust. 2 rozporządzenia 600/2014, właściwy organ może podjąć działania, o których mowa w ust. 1, jeżeli na podstawie uzasadnionych argumentów uzyska pewność, że:

- a) albo
 - (i) instrument finansowy, lokata strukturyzowana lub działalność bądź praktyka powodują poważne obawy dotyczące ochrony inwestorów lub stwarzają zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego lub części tego systemu w co najmniej jednym państwie członkowskim; albo
 - (ii) instrument pochodny ma negatywny wpływ na mechanizm kształtowania cen na rynku bazowym;
- b) istniejące wymogi regulacyjne w prawie Unii, które mają zastosowanie do instrumentu finansowego, lokaty strukturyzowanej lub działalności lub praktyki, w niewystarczającym stopniu przeciwdziałają zagrożeniom, o których mowa w lit. a), a problem nie zostanie lepiej rozwiązany dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu istniejących wymogów;
- c) działanie jest proporcjonalne, biorąc pod uwagę charakter zidentyfikowanych zagrożeń, poziom wiedzy zainteresowanych inwestorów lub uczestników rynku oraz prawdopodobny skutek działania dla inwestorów i uczestników rynku, którzy mogą posiadać lub wykorzystywać dany instrument finansowy, lokata strukturyzowana lub działalność lub praktykę lub odnosić z nich korzyści;
- d) właściwy organ przeprowadził należyte konsultacje z właściwymi organami w innych państwach członkowskich, na które dane działanie może wywrzeć znaczący wpływ;
- e) działanie nie ma skutku dyskryminującego w odniesieniu do usług świadczonych lub działalności prowadzonej z innego państwa członkowskiego; oraz
- f) przeprowadził należyte konsultacje z organami publicznymi właściwymi dla nadzoru, administracji i regulacji rynków fizycznych produktów rolnych na mocy rozporządzenia 1234/2007/WE, w przypadku gdy instrument finansowy, działalność lub praktyka stwarzają poważne zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynku fizycznych produktów rolnych (art. 42 ust. 2 rozporządzenia 600/2014).

Jeżeli spełnione są powyższe warunki, właściwy organ może zapobiegawczo nałożyć zakaz lub ograniczenie, o którym mowa w art. 42 ust. 1 rozporządzenia 600/2014, przed wprowadzeniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą klientom instrumentu finansowego lub lokaty strukturyzowanej.

Zgodnie z ust. 2 art. 42 zdanie ostatnie rozporządzenia 600/2014 zakaz lub ograniczenie mogą mieć zastosowanie w okolicznościach określonych przez właściwy organ bądź z zastrzeżeniem wyjątków określonych przez właściwy organ.

Warunkiem podjęcia interwencji produktowej jest uprzednie (najpóźniej na jeden miesiąc przed planowanym momentem wejścia tego środka w życie) przekazanie pisemnie lub w inny uzgodniony przez organy sposób do wszystkich pozostałych właściwych organów oraz do ESMA szczegółowych informacji dotyczących:

- a) instrumentu finansowego lub działalności bądź praktyki, do której odnosi się planowane działanie;
- b) dokładnego charakteru planowanego zakazu lub ograniczenia oraz planowanego momentu jego wejścia w życie; oraz
- c) dowodów, na których oparł swoją decyzję oraz na podstawie których uzyskał pewność, że spełniony jest każdy z warunków określonych w ust. 2 (art. 42 ust. 3 rozporządzenia 600/2014).

Zgodnie z art. 42 ust. 5 rozporządzenia 600/2014 właściwy organ publikuje na swoich stronach internetowych komunikat o każdej decyzji dotyczącej nałożenia zakazu lub ograniczenia, o którym mowa w art. 42 ust. 1 rozporządzenia 600/2014. Komunikat zawiera szczegóły zakazu lub ograniczenia, okres liczony od publikacji komunikatu, po upływie którego środki wchodzi w życie, a także dowody, na podstawie których organ uzyskał pewność, że spełniony jest każdy z warunków, o których mowa w art. 42 ust. 2 rozporządzenia 600/2014. Zakaz lub ograniczenie mają zastosowanie tylko do działań podejmowanych po opublikowaniu komunikatu.

Zgodnie z art. 23h ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym do decyzji, o których mowa w art. 42 rozporządzenia 600/2014 przepisy ustawy Kodeks postępowania administracyjnego stosuje się odpowiednio. Odpowiednie stosowanie przepisów ustawy Kodeks postępowania administracyjnego do decyzji o interwencji produktowej ogranicza się wyłącznie do odpowiedniego stosowania art. 104 – 113 ustawy Kodeks postępowania administracyjnego.

Zgodnie z przytoczonymi regulacjami, Komisja Nadzoru Finansowego może wprowadzić w RP lub z RP zakaz lub ograniczenie dotyczące wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonego produktu finansowego o ile uzyska pewność, że spełnione są wszystkie przesłanki określone w art. 42 rozporządzenia 600/2014.

IV. Uzasadnienie faktyczne

1. Powstanie poważnych obaw dotyczących ochrony inwestorów w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją oraz sprzedażą kontraktów na różnicę (art. 42 ust. 2 lit. a rozporządzenia 600/2014)

Przesłanką podjęcia niniejszej decyzji są poważne obawy dotyczące ochrony inwestorów w związku z problemami związanymi z dokonywaniem przez klientów detalicznych inwestycji w kontrakty na różnicę.

Kryteria i czynniki, które powinny być identyfikowane przy ustalaniu, kiedy występuje istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów zostały określone w art. 21 Rozporządzenia delegowanego 2017/567 z dnia 18 maja 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do definicji, przejrzystości, kompresji portfela i środków nadzorczych w zakresie interwencji produktowej i pozycji (Dz. Urz. UE. L. z 2017 r. Nr 87, poz. 90, zwanego dalej „rozporządzeniem delegowanym”).

Stosownie do treści art. 21 ust. 1 rozporządzenia delegowanego, do celów stosowania przepisów art. 42 ust. 2 lit. a rozporządzenia 600/2014, właściwe organy oceniają znaczenie wszystkich czynników i kryteriów ujętych w wykazie w art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego i uwzględniają wszystkie istotne czynniki i kryteria przy określeniu, kiedy wprowadzanie do obrotu, dystrybucja lub sprzedaż określonych instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych lub instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych o pewnych określonych cechach lub rodzaj działalności lub praktyki finansowej stwarza istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów lub zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego co najmniej jednego państwa członkowskiego lub części tego systemu. Do celów stosowania tej regulacji właściwe organy mogą – w oparciu o co najmniej jeden z czynników lub co najmniej jedno z kryteriów wymienionych w art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego – stwierdzić istnienie istotnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów lub zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków

towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego co najmniej jednego państwa członkowskiego lub części tego systemu.

Przy ustalaniu, czy problem dotyczący ochrony inwestorów wynikający z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę istnieje oraz jest istotny, Komisja Nadzoru Finansowego oceniła znaczenie wszystkich czynników i kryteriów ujętych w wykazie w art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego. Na podstawie następujących czynników i kryteriów:

- stopnia złożoności instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. a rozporządzenia delegowanego),
- poziomu przejrzystości instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. d rozporządzenia delegowanego),
- szczególnych cech lub składowych instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. e rozporządzenia delegowanego),
- rozmiaru potencjalnych negatywnych konsekwencji (art. 21 ust. 2 lit. b rozporządzenia delegowanego),
- istnienia i stopnia rozbieżności między spodziewaną rentownością lub spodziewanym zyskiem dla inwestorów a ryzykiem straty w związku z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. f rozporządzenia delegowanego),
- praktyk sprzedaży związanych z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. j rozporządzenia delegowanego)

Komisja Nadzoru Finansowego stwierdziła istnienie poważnego problemu dotyczącego ochrony inwestorów związanego z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją oraz sprzedażą kontraktów na różnicę.

1.1. Stopień złożoności i przejrzystości kontraktów na różnicę (art. 21 ust. 2 lit. a i d rozporządzenia delegowanego)

Kontrakty na różnicę są produktami złożonymi⁹⁾, zazwyczaj niebędącymi przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Wycena, warunki handlowe i zasady rozliczania CFD nie mają ustandaryzowanego charakteru, co utrudnia klientom detalicznym zrozumienie warunków produktu. Ponadto dostawcy kontraktów na różnicę często wymagają od klientów przyjęcia do wiadomości, że ceny referencyjne stosowane do ustalenia wartości kontraktu na różnicę mogą różnić się od ceny dostępnej na rynku, na którym instrument bazowy jest przedmiotem obrotu, co utrudnia klientom detalicznym sprawdzenie i weryfikację dokładności cen podawanych przez dostawcę.

Opłaty mające zastosowanie do obrotu kontraktami na różnicę są złożone i nieprzejrzyste. W szczególności klienci detaliczni zazwyczaj mają trudności ze zrozumieniem i oceną oczekiwanych wyników kontraktu na różnicę, w tym ze względu na złożoność wynikającą z wpływu opłat transakcyjnych na te wyniki. Opłaty transakcyjne w kontraktach na różnicę zazwyczaj odnoszą się do pełnej wartości nominalnej transakcji, co oznacza, że inwestorzy ponoszą wyższe opłaty transakcyjne w stosunku do zainwestowanych środków przy wyższych poziomach dźwigni finansowej. Opłaty transakcyjne są zwykle odliczane od początkowego depozytu zabezpieczającego wniesionego przez klienta, a wysoka dźwignia finansowa może prowadzić do sytuacji, w której klient – wskutek wysokich opłat transakcyjnych – odnotowuje znaczną stratę na swoim rachunku w chwili otwarcia pozycji. Jako że opłaty transakcyjne przy wyższej dźwigni finansowej powodują zmniejszenie początkowego depozytu zabezpieczającego klienta w większym stopniu, klienci muszą zarobić więcej z samej transakcji, aby zrealizować zysk. Zmniejsza to szanse klienta na osiągnięcie zysku po potrąceniu opłat transakcyjnych, narażając tym samym na większe ryzyko straty.

Oprócz opłat transakcyjnych mogą mieć zastosowanie spready oraz różne inne koszty finansowania i opłaty¹⁰⁾. Należą do nich prowizje (prowizja ogólna lub od każdej transakcji, otwarcia i zamknięcia kontraktu na różnicę) lub opłaty za zarządzanie rachunkiem. Zazwyczaj naliczane są również koszty finansowania z tytułu otwartych

⁹⁾ Kontrakty na różnicę nie spełniają kryteriów uznania za niezłożone instrumenty finansowe w łącznym rozumieniu art. 25 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE i art. 57 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1).

¹⁰⁾ Spread podawany przez dostawcę kontraktu na różnicę klientom detalicznym może obejmować narzut/marżę od cen rynkowych pochodzących ze źródła zewnętrznego, takiego jak dostawca płynności.

pozycji, takie jak opłaty dzienne lub *overnight*, do których bywa doliczana marża. Liczba i złożoność kosztów i opłat oraz ich wpływ na wyniki transakcji klientów przyczyniają się do braku wystarczającej przejrzystości w odniesieniu do kontraktów na różnicę, co uniemożliwia klientowi detalicznemu podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej.

Kolejna złożoność wynika z zastosowania zleceń typu *stop loss*. Ta funkcja produktu może dawać klientom detalicznym mylne wrażenie, że zlecenie zostanie wykonane po ustalonej przez nich cenie (poziom limitu straty/poziom *stop loss*). Zlecenia typu *stop loss* nie gwarantują jednak poziomu ochrony, a jedynie uruchomienie „zlecenia rynkowego”, gdy cena kontraktu na różnicę osiągnie poziom ustalony przez klienta. W związku z tym cena otrzymana przez klienta (cena wykonania) może różnić się od ceny, według której został ustawiony limit *stop loss*¹¹⁾. Choć limity *stop loss* nie są cechą jedynie kontraktów na różnicę, dźwignia finansowa zwiększa wrażliwość depozytu zabezpieczającego inwestora na zmiany ceny instrumentu bazowego, zwiększając ryzyko nagłych strat. Oznacza to również, że tradycyjne mechanizmy kontroli, takie jak limity strat, nie wystarczają, aby zaradzić problemowi ochrony inwestorów.

Właściwy rynek bazowy to kolejny istotny czynnik złożoności związanej z kontraktami na różnicę. Przykładem mogą być transakcje walutowe, w ramach których klienci prowadzą spekulację na jednej walucie wobec drugiej waluty. Jeżeli żadna z tych walut nie jest walutą użytą przez klienta do otwarcia pozycji na różnicę, rentowność będzie zależała od działań podjętych przez klienta, aby ocenić zmiany tych trzech walut. Sugeruje to konieczność posiadania wysokiego poziomu wiedzy o wszystkich odnośnych walutach, aby skutecznie radzić sobie z meandrami transakcji walutowych. Klienci detaliczni zwykle nie mają takiej wiedzy.

1.2. Szczególne cechy lub składowe kontraktów na różnicę (art. 21 ust. 2 lit. e rozporządzenia delegowanego)

Możliwość wykorzystania dźwigni finansowej jest główną cechą kontraktów na różnicę. Użycie dźwigni finansowej ma wpływ na zwiększenie możliwego zysku oraz możliwych strat klientów. Właściwe organy krajowe zwróciły uwagę, że poziomy dźwigni stosowane na kontraktach na różnicę w całej Unii wynoszą od 3:1 do 500:1¹²⁾. W odniesieniu do klientów detalicznych zastosowanie dźwigni może zwiększyć prawdopodobieństwo większej straty w znacznie wyższym stopniu niż prawdopodobieństwo zysku.

Dźwignia finansowa wpływa również na wyniki inwestycji poprzez zwiększenie wpływu opłat transakcyjnych ponoszonych przez klientów detalicznych.

Kolejne ryzyko dotyczące obrotu produktami posługującymi się mechanizmem dźwigni finansowej wiąże się z interakcją pomiędzy wysoką dźwignią a praktyką automatycznego zamknięcia pozycji wskutek spadku wartości depozytu zabezpieczającego poniżej określonego poziomu (ang. *margin close-out*). Zgodnie z powszechnie stosowanymi dotychczas warunkami umownymi dostawcy CFD mieli prawo do zamknięcia

¹¹⁾ Zob. także art. 19 ust. 2 lit. d) rozporządzenia delegowanego (UE) 2017/567, a w szczególności ostatni wymieniony w nim czynnik, tj. stosowanie terminologii, która sugeruje wyższy stopień bezpieczeństwa lub rentowności niż faktycznie możliwy lub prawdopodobny.

¹²⁾ Brytyjski właściwy organ krajowy (Financial Conduct Authority; UK-FCA) stwierdził występowanie dźwigni na poziomie 200:1 dla pozycji o mniejszej wielkości. Ponadto zaobserwował on również, że dźwignia rzędu 200:1 jest typowa dla „głównych” walut, natomiast dostawcy skupiający się na mniejszych klientach detalicznych oferują dźwignię na poziomie 500:1, a czasami nawet wyższą. Francuski właściwy organ krajowy (L'Autorité des marchés financiers; FR-AMF), zaobserwował dźwignię w maksymalnej wysokości 400:1 dla najbardziej płynnych par walutowych. Irlandzki właściwy organ krajowy (Central Bank of Ireland; IE-CBI), stwierdził dźwignię sięgającą poziomu 400:1. Niemiecki właściwy organ krajowy (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; DE-BaFin), odnotował w Niemczech jeden szczególny przypadek firmy oferującej dźwignię w wysokości 400:1 bez wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Włoski właściwy organ krajowy (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; IT-CONSOB) i bułgarski (Комисията за финансов надзор; dalej jako: BG-FSC) odnotowały dźwignię w wysokości do 500:1.

rachunku klienta, gdy kapitał własny klienta osiągnie określony procent początkowego depozytu zabezpieczającego, jaki klient jest zobowiązany wnieść, aby otworzyć pozycję CFD¹³⁾.

Interakcja między wysoką dźwignią finansową a automatycznym zamknięciem polega na zwiększeniu prawdopodobieństwa, że pozycja klienta zostanie automatycznie zamknięta przez dostawcę kontraktów na różnicę w krótkim czasie lub że klient będzie musiał uzupełnić depozyt zabezpieczający, licząc na odwrócenie losów transakcji. Wysoka dźwignia finansowa zwiększa prawdopodobieństwo, że depozyt zabezpieczający klienta nie wystarczy, aby obsłużyć otwarte kontrakty na różnicę, jako że naraża ona otwartą pozycję – lub otwarte pozycje – klienta na niekorzystne skutki nawet niewielkich wahań ceny instrumentu bazowego.

ESMA zidentyfikował, że praktyka automatycznego zamknięcia została wprowadzona przez dostawców kontraktów na różnicę głównie po to, by ułatwić im zarządzanie ekspozycjami klientów i ryzykiem kredytowym dostawcy poprzez zamknięcie pozycji klienta, zanim jego środki spadną poniżej poziomu umożliwiającego pokrycie aktualnej ekspozycji. Co jednocześnie istotne, automatyczne zamknięcie zapewnia klientom pewien stopień ochrony, ponieważ zmniejsza, choć nie eliminuje, ryzyko, że klient (szczególnie przy wysokich poziomach dźwigni finansowej) straci całość początkowego depozytu zabezpieczającego lub jego strata będzie jeszcze wyższa.

Niektóre właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA¹⁴⁾, że stosowane przez dostawców kontraktów na różnicę poziomy automatycznego zamknięcia różnią się między sobą¹⁵⁾. U dostawców CFD, których klienci składają zazwyczaj zlecenia o niższej wartości i którzy z reguły działają jako bezpośredni kontrahenci w transakcjach klientów, poziom automatycznego zamknięcia wynosi od 0% do 30% początkowego depozytu zabezpieczającego. Pozwalając na zmniejszenie wysokości środków klienta do prawie zerowego poziomu, dostawca powoduje zwiększenie ryzyka, że klient straci więcej niż zainwestował. Niektóre właściwe organy krajowe odnotowały również, że standardową praktyką rynkową jest stosowanie procedury automatycznego zamknięcia na poziomie całego rachunku (ang. *per account*)¹⁶⁾. Oznacza to, że minimalne wymagania dotyczące depozytu zabezpieczającego są stosowane w oparciu o łączny depozyt zabezpieczający wymagany dla wszystkich otwartych pozycji klienta powiązanych z rachunkiem CFD, w tym dla różnych klas aktywów. Dzięki temu rentowne pozycje mogą rekompensować straty generowane przez inne pozycje na rachunku klienta.

Ryzyko wynikające z możliwości korzystania z dźwigni finansowej polega na tym, że klienci mogą stracić więcej niż zainwestowali. Jest to główne ryzyko, którego klienci detaliczni mogą nie rozumieć, niezależnie od pisemnych ostrzeżeń. Depozyt wniesiony przez klienta jest księgowany jako zabezpieczenie jego pozycji. Zatem, przykładowo, jeżeli cena instrumentu bazowego zmieni się na niekorzyść pozycji klienta powodując przekroczenie wniesionego depozytu zabezpieczającego¹⁷⁾, klient może ponieść straty przewyższające saldo środków na jego rachunku CFD, nawet po zamknięciu wszystkich innych otwartych pozycji CFD. Niektóre

¹³⁾ Praktyką rynkową dostawców kontraktów na różnicę jest jednak również ustalenie poziomu wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, który jest wyższy od poziomu automatycznego zamknięcia i daje klientowi możliwość wniesienia dodatkowego depozytu w celu utrzymania pozycji. Robiąc to, klient ponosi ryzyko powiększenia straty. Na przykład, jeśli dostawca ustali, że wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego pojawi się po przekroczeniu limitu 70 % początkowego depozytu zabezpieczającego wynoszącego 100, klient zostanie wezwany do zasilenia rachunku, gdy saldo spadnie do poziomu 70 lub niższego.

¹⁴⁾ ESMA i właściwe organy krajowe wymieniają się na bieżąco, w tym w drodze dyskusji, informacjami na temat oferty CFD w całej Unii.

¹⁵⁾ Czeski właściwy organ krajowy (Ceská národní banka; CZ-CBN) stwierdził, że czescy dostawcy kontraktów CFD zazwyczaj zamykają pozycję, gdy wartość depozytu zabezpieczającego spadnie poniżej 15 %. DE-BaFIN i BG-FSC zauważyły, że pozycje klientów są zamykane, gdy stan środków na rachunku klienta spadnie do poziomu 30–50 % minimalnego depozytu zabezpieczającego. Luksemburski właściwy organ krajowy (Commission de Surveillance du Secteur Financier; LU-CSSF) i francuski właściwy organ krajowy (l'Autorité des marchés financiers; FR-AMF) zauważyły, że określony przez dostawców poziom automatycznego zamknięcia waha się zwykle od 120 % do 150 % początkowego depozytu zabezpieczającego.

¹⁶⁾ CY-CySEC (cypryjski właściwy organ krajowy - Cyprus Securities and Exchange Commission) i UK-FCA.

¹⁷⁾ Na przykład zmiana ceny powyżej 2 % przy dźwigni 50:1.

właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA, że klienci detaliczni stracili znaczne sumy środków pieniężnych wskutek uwolnienia kursu franka szwajcarskiego w styczniu 2015 r.¹⁸⁾

Transakcje z użyciem wysokiej dźwigni potęgują również skutki „luk cenowych” w okresach znacznej zmienności na rynku – przykładem jest nagły spadek kursu funta szterlinga i uwolnienie kursu franka szwajcarskiego. Luka cenowa powstaje, gdy dochodzi do nagłego ruchu ceny instrumentu bazowego. Zjawisko to występuje nie tylko w przypadku kontraktów na różnicę, niemniej stosowanie dźwigni finansowej w przypadku inwestycji w CFD dodatkowo zwiększa ryzyko związane z takimi zdarzeniami. W przypadku luki cenowej klient ponoszący straty wskutek jej wystąpienia może nie być w stanie zamknąć otwartej pozycji po preferowanej cenie, co w konsekwencji może skutkować znacznymi stratami¹⁹⁾, w szczególności dla klientów korzystających z wysokiej dźwigni.

Wysoki poziom dźwigni oferowanej klientom detalicznym, zmienność niektórych aktywów bazowych, a także stosowanie kosztów transakcyjnych, które mają wpływ na wyniki inwestycji, są czynnikami, które mogą również powodować dynamiczne zmiany w wycenie pozycji inwestycyjnej klienta. To powoduje, że klient musi podejmować szybkie działania w zakresie zarządzania ekspozycją na ryzyko, wnosząc w konsekwencji dodatkowy depozyt zabezpieczający, aby uniknąć automatycznego zamknięcia pozycji. W takich przypadkach wysoka dźwignia może w bardzo krótkim czasie prowadzić do dużych strat klientów detalicznych, pogłębiając ryzyko poniesienia większej straty w porównaniu do środków pieniężnych zainwestowanych w CFD.

1.3. Rozmiar potencjalnych negatywnych konsekwencji i stopień rozbieżności między spodziewaną rentownością lub spodziewanym zyskiem dla inwestorów a ryzykiem straty w związku z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. b i f rozporządzenia delegowanego)

Z posiadanych przez KNF danych wynika, że sześć (6) podmiotów z siedzibą w RP oferuje aktualnie zawieranie kontraktów na różnicę. Dodatkowo na terytorium RP mogą prowadzić działalność zagraniczne firmy inwestycyjne, w tym mogą oferować usługi obejmujące CFD, przy czym podmioty notyfikowane nie mają obowiązku przekazywania informacji o faktycznie świadczonych usługach oraz o liczbie obsługiwanych klientów w danym państwie członkowskim. Wg stanu na dzień 26 lipca 2019 r. liczba zagranicznych firm inwestycyjnych, które notyfikowały w Polsce działalność w zakresie CFD wyniosła tysiąc sto szesnaście (1116). Wykaz podmiotów, które notyfikowały prowadzenie działalności na terenie RP w zakresie oferowania instrumentów pochodnych, dostępny jest na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego²⁰⁾.

Istotne jest również, że liczba aktywnych klientów w odniesieniu do tych produktów jest zmienna ze względu na stosunkowo krótki czas istnienia rachunków klientów CFD i transgraniczny charakter działań. Z danych właściwych organów krajowych²¹⁾ wynika, że liczba rachunków transakcyjnych klientów detalicznych

¹⁸⁾ Np. FR-AMF, DE-BaFin i UK-FCA. Według DE-BaFin, „takie produkty (CFD) zwróciły uwagę opinii publicznej przede wszystkim w wyniku szoku związanego z frankiem szwajcarskim na początku 2015 r., gdy szwajcarski bank centralny uwolnił kurs franka szwajcarskiego w stosunku do euro, a wielu inwestorów w kontrakty CFD poniosło duże straty w wyniku konieczności dokonania dodatkowych wpłat”. Dostępne na stronie: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd_en.html

¹⁹⁾ Niektórzy respondenci zasygnalizowali, że stracili ponad 100 000 euro na handlu kontraktami na różnicę.

²⁰⁾ https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego

²¹⁾ Dane przekazane w 2015 r. przez: Financial Services and Markets Authority – właściwy organ nadzoru w Belgii (dalej jako: BG-FSMA), CY-CySEC, CZ-CNB (czeski właściwy organ krajowy – Czech National Bank), FR-AMF, IE-CBI, IS-FME (islandzki właściwy organ krajowy - Fjármálaeftirlitið - Financial Supervisory Authority), LU-CSSF, NL-AFM (holenderski właściwy organ krajowy - Dutch Authority for the Financial Markets), MT-MFSA (maltański właściwy organ krajowy - Malta Financial Services Authority), PT-CMVM (portugalski właściwy organ krajowy - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), RO-ASF (rumuński właściwy organ krajowy - Financial Supervisory Authority), UK-FCA. Dane przekazane w 2017 roku przez: CY-CySEC, CZ-CNB, ES-CNMV (hiszpański właściwy organ krajowy - Comisión Nacional del Mercado de Valores), FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, NO- Finanstilsynet (norweski właściwy organ krajowy), SK-NBS (słowacki właściwy organ krajowy - Národná Banka Slovenska), UK-FCA.

u dostawców kontraktów CFD i opcji binarnych z siedzibą na terytorium EOG wzrosła z 1,5 miliona w 2015 r.²²⁾ do ok. 2,2 miliona w 2017 r.²³⁾

Zgromadzone przez ESMA dane wskazują, że wzrosła zarówno liczba klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD, jak również liczba dostawców oferujących te produkty w całej Unii:

- (i) większość właściwych organów krajowych zaobserwowała oferowanie kontraktów CFD klientom w ich państwie.²⁴⁾ Prawie wszystkie właściwe organy krajowe stwierdziły, że dostawcy kontraktów CFD działający na podstawie paszportu z innego państwa członkowskiego oferują kontrakty CFD w ich państwie²⁵⁾, przy czym niektóre organy wskazały również na dostawców kontraktów CFD korzystających z oddziałów lub współpracujących z agentami, aby uzyskać paszport państwa przyjmującego²⁶⁾;
- (ii) cypryjski właściwy organ krajowy (Cyprus Securities and Exchange Commission; dalej jako: CY-CySEC) i organ brytyjski (Financial Conduct Authority; dalej jako: UK-FCA) zaobserwowały wzrost liczby dostawców kontraktów CFD specjalizujących się w transgranicznej sprzedaży tych produktów klientom detalicznym ze 103 do 138 dostawców na Cyprze i ze 117 do 143 dostawców w Zjednoczonym Królestwie w latach 2016–2017;
- (iii) UK-FCA odnotował także wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD. Inne rynki, takie jak Grecja, Węgry, Portugalia i Słowacja, także odnotowały wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD²⁷⁾.

Mając na uwadze obserwowany na terytorium Unii Europejskiej wzrost liczby podmiotów oferujących dokonywanie inwestycji w kontrakty na różnicę oraz dynamiczny wzrost liczby klientów dokonujących tego rodzaju inwestycji, w szczególności w okresie poprzedzającym podjęcie przez ESMA ww. decyzji o tymczasowej interwencji produktowej dotyczącej CFD, istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo, że po zakończeniu obowiązywania ww. decyzji ESMA w sprawie interwencji produktowej ww. instrument finansowy ponownie będzie oferowany przez dostawców CFD klientom detalicznym w niewłaściwy sposób i bez odpowiedniej ochrony. Spowoduje to ponownie wystąpienie istotnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów będących klientami detalicznymi, o których mowa w niniejszej decyzji.

Należy ponownie przywołać Raport Rzecznika Finansowego pt. „Problemy klientów na „rynku forex” opublikowany w marcu 2018 r., z którego wynika że przedmiotem skarg klientów dotyczących inwestowania w kontrakty na różnicę były m.in.: problemy ze zmianą (korektą) ceny transakcji w związku z wystąpieniem nadzwyczajnych okoliczności, problemy z odzyskaniem środków wpłaconych na rachunek oraz agresywne techniki marketingowe. W Raporcie zwrócono ponadto uwagę na dodatkowe problemy związane z zawieraniem umów o świadczenie usług przyjmowania i przekazywania zleceń z zagranicznymi firmami inwestycyjnymi, tj. powstawaniem sporów dotyczących ważności i skuteczności klauzul jurysdykcyjnych, czy

²²⁾ Biorąc pod uwagę często transgraniczny wymiar działalności tych firm, liczba ta może obejmować klientów spoza EOG. Liczba kont klientów związanych z kontraktami CFD wzrosła z 657 000 w 2011 r. do 1 051 000 pod koniec 2016 r.; największy wzrost odnotowano w Wielkiej Brytanii. Dane te obejmują jednak nieaktywne konta klientów i nie uwzględniają, że klienci często korzystają z wielu kont jednocześnie. Dane dostarczone przez CY-CySEC zostały opracowane na podstawie rachunków otwartych przez dostawców tych produktów posiadających zezwolenie CY-CySEC.

²³⁾ Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, dane te nie obejmują zagranicznych klientów uprawnionych brytyjskich dostawców, których liczbę oszacowano na około 400 000 w 2016 r. W przypadku pozostałych państw członkowskich, które przekazały dane ESMA, liczba ta może obejmować klientów z państw nienależących do EOG.

²⁴⁾ Austria, Belgia, Cypr, Czechy, Dania, Estonia, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Litwa, Malta, Holandia, Rumunia, Hiszpania, Słowenia i Zjednoczone Królestwo, a także Norwegia, Liechtenstein i Islandia.

²⁵⁾ AT-FMA (właściwy organ krajowy w Austrii – Financial Markets Authority), BE-FSMA (wprowadzone zostały środki krajowe w celu ograniczenia tych produktów), CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK- Finansstilsynet (duński właściwy organ krajowy), EE-FSA (estoński właściwy organ krajowy – Finantsinspeksioon), EL-HCMC (grecki właściwy organ krajowy - Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), ES-CNMV, FI-FSA (fiński właściwy organ krajowy - Financial Supervision Authority), FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA (właściwy organ krajowy Lichtensteinu - Financial Market Authority), LT- Lietuvos Bankas, MT- MFSA, NL-AFM, NO- Finansstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI (szwedzki właściwy organ krajowy – Finansinspektionen), SI-ATVP, UK-FCA.

²⁶⁾ IT-CONSOB, IE-CBI, FR-AFM and CZ-CNB.

²⁷⁾ W 2017 r. EL-HCMC, organ węgierski (Magyar Nemzeti Bank; HU-MNB) oraz SK-NBS zgłosiły ESMA wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla dostawców kontraktów CFD.

klauzul ustalających prawo właściwe dla umowy. Ponadto, w Raporcie zwrócono również uwagę na skalę ponoszonych przez klientów inwestujących w CFD strat.

Przeprowadzone przez Komisję Nadzoru Finansowego analizy, na co wskazano w początkowej części uzasadnienia, potwierdzają wysoki poziom strat ponoszonych przez klientów inwestujących w kontrakty na różnicę. Badanie przeprowadzone w I kwartale 2017 r.²⁸⁾ oparte na danych dostarczonych przez dziesięć firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD (na podstawie 130 399 rachunków klientów, w tym 38 691 aktywnych rachunków) wykazało, że w 2016 r. 79,28% klientów straciło zainwestowane środki pieniężne. Średnia strata na klienta wyniosła 10 060 zł. Ponadto, podobne badanie przeprowadzone przez KNF w I kwartale 2018 r. w oparciu o dane dostarczone przez siedem firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD w Polsce w 2017 r. (177 883 rachunków klientów, w tym 40 209 aktywnych rachunków) wykazało, że 79,69% klientów poniosło straty w 2017 r. Średnia strata na klienta w 2017 r. wyniosła 12 156 zł. Odsetek aktywnych klientów²⁹⁾, którzy stracili zainwestowane środki pieniężne, wyniósł 81% (2012), 81% (2013), 80% (2014), 82% (2015), 79% (2016) i 80% (2017).

Szczegółowe badania przeprowadzone przez inne właściwe organy krajowe w zakresie wyników inwestycji dla klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD potwierdzają, że dla większości klientów detalicznych w tych państwach członkowskich taka inwestycja kończy się stratą³⁰⁾ :

- CY-CySEC przeprowadził analizę próby klientów detalicznych (około 290 000 rachunków klientów) u 18 głównych dostawców kontraktów CFD w okresie od 1 stycznia 2017 r. do 31 sierpnia 2017 r. Okazało się, że średnio 76% rachunków klientów generowało sumarycznie stratę w tym okresie, a około 24% rachunków przyniosło zysk. Średnia strata na rachunek wynosiła około 1 600 euro;
- hiszpański właściwy organ krajowy (Comisión Nacional del Mercado de Valores; dalej jako: ES-CNMV) stwierdził, że około 82% klientów detalicznych poniosło sumaryczną stratę w okresie 21 miesięcy między początkiem 2015 r. a końcem 2016 r. Średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 4 700 euro ;
- francuski właściwy organ krajowy (Autorité des marchés financiers; dalej jako: FR-AMF) stwierdził, że ponad 89% inwestorów detalicznych straciło ogółem środki w okresie czterech lat od 2009 r. do 2013 r., a średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 10 887 euro . Ponadto dane dostarczone przez FR-AMF z biura rzecznika praw obywatelskich wskazują, że średnia ogólna strata poniesiona w ciągu roku przez osoby wnoszące skargę w sprawie kontraktów CFD wyniosła 15 207 euro w 2016 r. Rzecznik zauważył ponadto, że praktyki dostawców podlegających regulacji stały się zwłaszcza w latach 2016 i 2017 jeszcze bardziej agresywne i w większym stopniu ukierunkowane na inwestorów, w przypadku których można było oczekiwać, że dokonają znaczących wpłat. Kilka skarg dotyczących nękania i manipulacji pochodziło od osób posiadających duże oszczędności. Dane liczbowe na temat mediacji w 2016 r. przed francuskim rzecznikiem praw obywatelskich wydają się to potwierdzać: średnia odzyskana kwota wzrosła do 11 938 euro, a połowa wszystkich spraw dotyczyła kwoty powyżej 5 000 euro. Straty poniesione przez niektórych inwestorów przekroczyły 90 000 euro, a skumulowane straty w sprawach rozpatrywanych co do istoty, tj. z udziałem uprawnionych firm, przekroczyły 1 mln euro. FR-AMF stwierdził również, że największe straty ponoszą inwestorzy detaliczni, którzy najczęściej handlują (pod względem liczby transakcji, średniej wielkości transakcji lub łącznego wolumenu). To samo dotyczy osób kontynuujących inwestowanie przez dłuższy okres czasu, co wskazuje na brak krzywej uczenia się;
- chorwacki właściwy organ krajowy (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga; dalej jako: HR-HANFA) przeprowadził analizę strat w przeliczeniu na klienta dla jednej z chorwackich firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD. W badaniu oceniono straty lub zyski 267 klientów detalicznych za okres transakcyjny od stycznia do września 2016 r. HR-HANFA stwierdził, że całkowite straty klientów za ten okres wyniosły około 1 017 900 euro, a zyski około 420 000 euro;
- irlandzki właściwy organ krajowy (Central Bank of Ireland; dalej jako: IE-CBI) przeprowadził w 2015 r. przegląd tematyczny, który wykazał, że 75% klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD poniosło straty w latach 2013 i 2014, a średnia strata wśród tych klientów wyniosła 6 900 euro. Kolejny przegląd próby największych dostawców kontraktów CFD w Irlandii wykazał, że w okresie dwóch lat od

²⁸⁾ Dostępne na stronie: https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50315&p_id=18.

²⁹⁾ Klienci ci inwestowali głównie w kontrakty CFD. Dane te obejmują również osoby inwestujące w opcje binarne, które w 2017 r. stanowiły poniżej 4 % aktywnych klientów.

³⁰⁾ Dane pochodzą z decyzji ESMA 2018/796, recitale od 35 do 37.

2015 do 2016 r. 74% klientów detalicznych straciło zainwestowane środki pieniężne, a średnia strata wyniosła 2 700 euro;

- prace przeprowadzone przez włoski właściwy organ krajowy (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; dalej jako: IT-CONSOB) w 2016 r. wskazują, że w latach 2014–2015 78% włoskich klientów detalicznych konkretnego dostawcy kontraktów CFD poniosło straty na inwestycjach w kontrakty CFD, a 75% – na inwestycjach w rolowane spoty walutowe, zaś średnia strata wyniosła 2 800 euro. Stwierdzono również, że istnieje dodatnia korelacja między liczbą transakcji wykonywanych przez klientów detalicznych a wielkością strat. Kolejne badanie przeprowadzone dla IT-CONSOB w marcu 2017 r. na pięciu włoskich oddziałach dostawców kontraktów CFD wykazało, że w 2016 r. straty klientów detalicznych sięgały 83%, a średnia strata na jednego klienta wynosiła około 7 000 euro;
- badanie przeprowadzone przez luksemburski właściwy organ krajowy (Commission de Surveillance du Secteur Financier; dalej jako: LU-CSSF) we wrześniu 2017 r. wskazało, że w przypadku dwóch dostawców kontraktów CFD posiadających zezwolenie LU-CSSF średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 4 500 euro i około 1 700 euro;
- analiza przeprowadzona przez UK-FCA w 2014 r. na próbie rachunków klientów detalicznych niekorzystających z usług doradztwa u ośmiu dostawców kontraktów CFD, wskazuje, że 82% klientów detalicznych poniosło stratę, która wyniosła średnio 2 200 funtów szterlingów rocznie. Informacje otrzymane podczas procesu konsultacji z UK-FCA w grudniu 2016 r. również wskazują na korelację pomiędzy wyższymi poziomami dźwigni a wzrostem prawdopodobieństwa i wielkości strat. Kolejne badanie przeprowadzone przez UK-FCA w latach 2016/2017 w odniesieniu do usług doradczych i uznaniowych świadczonych w odniesieniu do kontraktów CFD w okresie 12 miesięcy dostarczyło dalszych dowodów na słabe wyniki osiągane przez klientów detalicznych. Przegląd wykazał, że w populacji firm oferujących kontrakty CFD na zasadzie doradczej i uznaniowej 76% klientów detalicznych straciło środki pieniężne, a średnia strata wyniosła 9 000 funtów szterlingów. Nawet po uwzględnieniu klientów detalicznych odnotowujących zyski przeciętny klient detaliczny inwestujący w oparciu o usługi doradztwa i uznaniowego zarządzania stracił około 4 100 funtów szterlingów;
- portugalski właściwy organ krajowy (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários; dalej jako: PT-CMVM) stwierdził, że przy nominalnej wartości pozycji inwestorów w wysokości 44 700 mln euro w 2016 r. i 44 200 mln euro w 2017 r. powiązane straty inwestorów detalicznych wyniosły 66,8 mln euro w 2016 r. i 47,7 mln euro w 2017 r.

Ponadto norweski właściwy organ krajowy (Finanstilsynet; NO-Finanstilsynet) przeprowadził badanie w sprawie wyników klientów sześciu dostawców kontraktów CFD w 2016 r. Wykazało ono, że 82% klientów straciło zainwestowane środki pieniężne, a średnia strata na klienta wyniosła 29 000 euro. Średnie koszty transakcji w stosunku do kapitału własnego klienta wyniosły 37% (ze względu na wysoką dźwignię i częstotliwość transakcji).

Uwagę zwraca stałość średnich strat klientów detalicznych na kontraktach CFD w różnych okresach czasu i w różnych krajach pomimo pozytywnych wyników inwestycji klientów detalicznych w inne produkty finansowe w wielu z omawianych lat. Odsetek klientów detalicznych, którzy ponieśli straty według badania AMF, o którym mowa powyżej, w każdym roku począwszy od 2009 do 2013, jest stały pomimo przykładowo wahań rocznych stóp zwrotu z giełdowych towarowych indeksów w tym samym okresie.

Powtarzający się schemat strat klientów detalicznych na kontraktach CFD wskazuje na strukturalną cechę profilu rentowności inwestycji, która kontrastuje z pozytywnymi historycznymi zyskami z (długoterminowych) inwestycji w inne produkty finansowe.

Badania te dają potwierdzają istnienie poważnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów detalicznych dokonujących inwestycji w CFD.

1.4. Praktyki sprzedaży związane z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. j rozporządzenia delegowanego)

Pomimo złożonego charakteru kontrakty na różnicę są oferowane klientom detalicznym najczęściej za pośrednictwem elektronicznych platform transakcyjnych bez świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem. W takich przypadkach wymagana jest ocena odpowiedniości zgodnie

z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65³¹⁾. Ocena ta nie uniemożliwia jednak dostawcom kontraktów na różnicę, ich klientom lub potencjalnym klientom realizacji transakcji pod warunkiem udzielenia klientowi prostego ostrzeżenia. Taka sytuacja może mieć miejsce, gdy klient nie przekaze dostawcy CFD informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego dotyczącego danego rodzaju produktu lub przekazane przez niego informacje są niewystarczające, a także gdy dostawca uzna, że produkt nie jest odpowiedni dla klienta. To w konsekwencji powoduje, że kontrakty na różnicę, pomimo, że są produktami, które nie powinny być powszechnie dostępne, są przez dostawców udostępniane również klientom detalicznym³²⁾.

UK-FCA zaobserwował powtarzające się braki w podejściu dostawców CFD w obsłudze klientów detalicznych w odniesieniu do oceny adekwatności, w tym niedostatków samej oceny, kierowania niewystarczających ostrzeżeń przed ryzykiem w przypadku klientów detalicznych, którzy nie zaliczyli testu adekwatności, a także braku procesu oceny w przypadku klientów, którzy nie zaliczyli testu adekwatności, lecz wciąż byli zainteresowani transakcjami w CFD, w celu ustalenia, czy należy im umożliwić dokonanie takich transakcji³³⁾. Zajmując się tą kwestią ponownie pod koniec 2016 r., UK-FCA stwierdził, że znaczna liczba firm nie usunęła uchybień pomimo otrzymanych wcześniej zastrzeżeń³⁴⁾.

Właściwe organy krajowe wyraziły obawy dotyczące przestrzegania przez dostawców CFD obowiązku udzielania klientom detalicznym jasnych i niewprowadzających w błąd informacji oraz obowiązku działania przez nich w najlepiej pojętym interesie klienta³⁵⁾. Właściwe organy krajowe wyraziły również obawy dotyczące niedostatecznego wykonywania przez dostawców CFD testów adekwatności³⁶⁾ oraz niewystarczających ostrzeżeń dla klientów, którzy takich testów nie zaliczyli³⁷⁾. Przykłady tych niewłaściwych praktyk były przyczynkiem do opracowania pytań i odpowiedzi ESMA dotyczących dostarczania kontraktów

³¹⁾ Uprzednio art. 19 ust. 5 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1). W załączniku IV do dyrektywy 2014/65/UE przedstawiono tabelę korelacji między wymogami dyrektywy 2004/39/WE a wymogami dyrektywy 2014/65/UE i rozporządzenia (UE) nr 600/2014.

³²⁾ Ryzyko to jest prawdopodobnie potęgowane przez nadmierne poczucie pewności, które było często obserwowanym zjawiskiem w ostatnich badaniach behawioralnych. Ostatnie badanie koncentrujące się na rynkach walutowych pokazuje, że dźwignia jest znaczącym wskaźnikiem nadmiernej pewności siebie: Forman, John H. and Horton, Joanne, Is Leverage Use a Better Indication for Overconfidence? Evidence from the Forex Market (30 sierpnia 2017 r.). Dostępne na stronie SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2860103>. Zgodnie z niedawnym badaniem (Li, Mingsheng and Li, Qian and Li, Yan, The Danger of Investor Overconfidence (14 listopada 2016 r.) dostęp na SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2932961>) na temat wpływu nastrojów inwestorów na efektywność rynku w okresach poprzedzających załamanie rynku, nadmierna pewność siebie inwestorów utrudnia ustalanie poziomu cen, zwiększa ryzyko idiosynkratyczne i tłumi reagowanie na rynek przed jego załamaniem wskutek stronniczości informacji (Peng, Lin, Wei Xiong, 2006. Investor attention, overconfidence and category learning. Journal of Financial Economics 80, 563-602), a także błędu atrybucji wśród inwestorów (Gervais, S. i T. Odean, 2001. Learning to be Overconfident. The Review of Financial Studies, 14, 1– 27) oraz wysokiego ryzyka arbitrażu (Benhabib, Jess, Xuwen Liu, and, Penfei Wang, 2016. Sentiments, financial markets, and macroeconomic fluctuations. Journal of Financial Economics 120, 420-443. Na ten sam temat zob. również m.in.: Ricciardi, Victor, Rozdział 26: The Psychology of Speculation in the Financial Markets (1 czerwca 2017 r.). Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets. H. Kent Baker, Greg Filbeck, and Victor Ricciardi, editors, 481-498, New York, NY: Oxford University Press, 2017.; N. Barberis and R. H. Thaler (2003), A Survey of Behavioral Finance, in M. Harris, G.M. Constantinides and R. Stultz, „Handbook of the Economics of Finance”; D. Dorn and G. Huberman (2005), Talk and action: What individual investors say and what they do; C.H. Pan and M. Statman (2010) Beyond Risk Tolerance: Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities, Working Paper; A. Nosić and M. Weber (2010), How Risky do I invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence; N. Linciano (2010), How Cognitive Biases and Instability of Preferences in the Portfolio Choices of Retail Investors – Policy Implications of Behavioural Finance, A. Lefevre i M. Chapman (2017), „Behavioural economics and financial consumer protection”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 42 OECD Publishing.

³³⁾ UK-FCA, pismo do prezesów: „Client take-on review in firms offering contract for difference (CFD) products” z 2 lutego 2016 r. Zob. <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd.pdf>.

³⁴⁾ UK-FCA „CFD firms fail to meet our expectations on appropriateness assessments”, 29 czerwca 2017 r. Zob. <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/cfd-firms-fail-expectations-appropriateness-assessments>.

³⁵⁾ Np. DE-BaFin, DK- Finanstilsynet, ES-CNMV, IE-CBI, FR-AMF, LU-CSSF NL-AFM.

³⁶⁾ Np. IE-CBI.

³⁷⁾ Np. UK-FCA.

na różnicę i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym zgodnie z wymogami dyrektywy 2014/65³⁸⁾.

Właściwe organy krajowe zaobserwowały także agresywne praktyki marketingowe oraz praktyki polegające na przekazywaniu wprowadzających w błąd informacji handlowych kierowanych przez dostawców CFD do klientów detalicznych³⁹⁾. Obejmują one na przykład wykorzystanie umów sponsorskich lub związków z drużynami sportowymi, które dają mylne wrażenie, że złożone i spekulacyjne produkty, którymi są CFD, są odpowiednie dla masowego rynku detalicznego poprzez promowanie ogólnej świadomości danej marki. Do takich przykładów wywoływania mylnego wrażenia należy również zaliczyć publiczne publikowanie błędnych oświadczeń, takich jak: „inwestowanie nigdy nie było tak proste”, „rozpocznij karierę tradera już teraz”, „zarób 13 000 funtów w ciągu 24 godzin! Zaczynaj już teraz”⁴⁰⁾.

W odniesieniu do opracowywania pytań i odpowiedzi dotyczących kontraktów na różnicę niektóre właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA, że dostawcy kontraktów na różnicę nie ujawniają w wystarczającym stopniu ryzyka związanego z tymi produktami⁴¹⁾. W szczególności niektóre z nich⁴²⁾ stwierdziły, że dostawcy kontraktów na różnicę nie przedstawiają w odpowiedni sposób ryzyka szybkiego pogłębiania strat, które mogą przewyższyć wielokrotnie zainwestowane środki pieniężne.

Również w tym kontekście niektóre właściwe organy krajowe podniosły zastrzeżenia dotyczące stosowanych przez dostawców CFD modeli biznesowych zakładających szybką rotację klientów⁴³⁾. W związku z tym, że średnia długość aktywnego korzystania przez klientów detalicznych z rachunku transakcyjnego jest stosunkowo krótka, dostawcy mogą odczuwać potrzebę zapewnienia ciągłego przyływu nowych klientów, co z kolei powoduje, że dostawcy stosują agresywne techniki marketingowe i sprzedażowe, których stosowania nie można uznać za działanie w najlepszym interesie klientów detalicznych.

Wspólną cechą technik marketingowych i sprzedażowych stosowanych przez dostawców CFD jest oferowanie pieniężnych i niepieniężnych korzyści mających na celu przyciągnięcie klientów detalicznych i zachęcenie ich do inwestowania w kontrakty na różnicę, takich jak np. bonusy, prezenty (np. wycieczki, samochody, towary elektroniczne), szkolenia lub obniżenie różnego rodzaju kosztów, w tym wysokości spreadu, czy też opłat transakcyjnych⁴⁴⁾.

Takie praktyki stosowane przez dostawców CFD należy ocenić jedynie jako mające na celu odciąganie uwagi klientów detalicznych od wysokiego ryzyka związanego z dokonywaniem inwestycji w tego rodzaju produkty. Dodatkową negatywną konsekwencją tego zjawiska jest to, że klienci detaliczni, nie będąc w stanie właściwie ocenić poziomu ryzyka inwestycyjnego, mogą uznać takie promocje za najważniejszą cechę dokonywanej inwestycji.

Co więcej, korzyści oferowane przez dostawców CFD klientom detalicznym w zamian za otwarcie rachunku często wiążą się z dodatkowym wymaganiem stawianym przez dostawców CFD, aby klienci wpłacili na rachunek określoną ilość środków pieniężnych lub przeprowadzili określoną liczbę transakcji w wyznaczonym czasie. Biorąc pod uwagę potwierdzony fakt, że większość klientów detalicznych ponosi straty na dokonywanych transakcjach, oznacza to, że klienci tracą jeszcze więcej pieniędzy, bo inwestują w CFD częściej niż miałyby to miejsce bez oferty dodatkowych korzyści ze strony dostawców CFD.

³⁸⁾ Pytania i odpowiedzi dotyczące dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), uaktualnione 31 marca 2017 r.

³⁹⁾ Np. BE-FSMA, ES-CNMV, FR-AMF i IT-CONSOB

⁴⁰⁾ Część 3 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), uaktualnione 31 marca 2017 r. Jeden z przykładów dostarczył UK-FCA.

⁴¹⁾ Np. ES-CNMV, UK-FCA, CY-CySEC i DE-BaFin.

⁴²⁾ W szczególności UK-FCA. W Niemczech wprowadzono przepisy chroniące klientów przed stratami (generalny akt administracyjny DE-BaFin opublikowany 8 maja 2017 r., który zakazuje wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży klientom detalicznym kontraktów CFD, jeśli nie wykluczają one dodatkowych zobowiązań płatniczych).

⁴³⁾ Na przykład ES-CNMV stwierdził, że klienci zwykle działają przez krótki czas ze względu na negatywne wyniki.

⁴⁴⁾ Część 6 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów na różnicę i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), w wersji z 31 marca 2017 r., zawiera stwierdzenie, że jest mało prawdopodobne, aby firma oferująca bonus mający na celu zachęcenie klientów detalicznych do inwestowania w handel złożonymi produktami spekulacyjnymi, takimi jak kontrakty na różnicę czy rolowane spoty walutowe, była w stanie wykazać, że działa uczciwie i profesjonalnie oraz w najlepszym interesie swoich klientów detalicznych.

W wyniku prowadzonych działań nadzorczych kilkanaście właściwych organów krajowych stwierdziło, że warunki ofert promocyjnych często wprowadzają w błąd, a klienci nie znają warunków, na jakich korzyści/premie są oferowane. Klienci zgłosili także trudności z wychodzeniem z inwestycji w przypadku próby skorzystania z premii.⁴⁵⁾

Oprócz czynników wymienionych powyżej wiele właściwych organów krajowych⁴⁶⁾ zauważa, że modele dystrybucji obserwowane w tym sektorze rynku są obciążone pewnym konfliktem interesów⁴⁷⁾. Nacisk na utrzymanie dopływu nowych klientów zwiększa ryzyko wystąpienia konfliktu interesów. Konflikt interesów może wynikać z tego, że niektórzy dostawcy kontraktów na różnicę są kontrahentami transakcji klientów bez zabezpieczenia swojej ekspozycji, w związku z czym ich interesy są bezpośrednio sprzeczne z interesami klientów. W przypadku tych dostawców istnieje większe ryzyko i zachęta do manipulowania cenami referencyjnymi, stosowania mniej przejrzystych cen referencyjnych lub prowadzenia innych wątpliwych praktyk, takich jak anulowanie rentownych transakcji pod błahym pretekstem. Występuje również ryzyko, że dostawcy mogą próbować stosować asymetryczny poślizg cenowy (np. przenosić na klienta stratę wynikłą z poślizgu cenowego, a dla siebie zachowywać zysk). Dostawcy mogą celowo opóźniać czas między kwotowaniem a realizacją transakcji na różnicę, aby jeszcze skuteczniej wykorzystywać ten proceder. Właściwe organy krajowe wskazały również praktyki, w ramach których dostawcy kontraktów na różnicę stosują asymetryczne lub niespójne marże w stosunku do spreadów podstawowych.

2. Istniejące wymogi regulacyjne w prawie Unii Europejskiej w niewystarczającym stopniu przeciwdziałają zagrożeniom w dziedzinie ochrony inwestorów, a problem nie zostanie lepiej rozwiązany dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu istniejących wymogów (art. 42 ust. 2 lit b rozporządzenia 600/2014)

Obowiązujące wymogi regulacyjne określone są w dyrektywie 2014/65, rozporządzeniu 600/2014 i rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 (dalej jako: rozporządzenie 1286/2014)⁴⁸⁾. Obejmują one w szczególności: (i) wymóg dostarczania klientom odpowiednich informacji zgodnie z art. 24 ust. 3 i 4 dyrektywy 2014/65⁴⁹⁾; (ii) wymogi odpowiedniości i adekwatności zgodnie z art. 25 ust. 2 i 3 dyrektywy 2014/65⁵⁰⁾; (iii) wymogi najlepszego wykonywania zleceń w art. 27 dyrektywy 2014/65⁵¹⁾; (iv) wymogi w zakresie zarządzania produktem w art. 16 ust. 3 i art. 24 ust. 2 dyrektywy 2014/65 oraz (v) wymogi informacyjne w art. 5–14 rozporządzenia 1286/2014.

Należy zauważyć, że pod względem zakresu i treści szereg wymogów regulacyjnych obowiązujących na mocy dyrektywy 2014/65 i rozporządzenia 600/2014 jest podobnych do wymogów wynikających z dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1) (dalej jako: „dyrektywa 2004/39”)⁵²⁾. Pomimo iż dyrektywę 2014/65 i rozporządzenie 600/2014 przyjęto w celu poprawy kilku istotnych aspektów świadczenia usług inwestycyjnych i działań mających na celu wzmocnienie ochrony inwestorów (w tym poprzez uprawnienia w zakresie interwencji produktowej), zmiany szeregu właściwych przepisów nie obejmują konkretnych problemów opisanych w niniejszej decyzji. Ze względu na ryzyka i możliwość wystąpienia szkód dla inwestorów, o których mowa w niniejszej decyzji, kilka przepisów pozostało zasadniczo niezmienionych.

⁴⁵⁾ Np. FR-AMF, UK-FCA i ES-CNMV.

⁴⁶⁾ Np. CZ-CNB, FR-AMF, HU-MNB, LU-CSSF i UK-FCA.

⁴⁷⁾ Część 2 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów na różnicę i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), w wersji z 31 marca 2017 r., zawiera szczegółowe omówienie niektórych tego rodzaju konfliktów interesów.

⁴⁸⁾ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje dotyczące detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz.U. L 352 z 9.12.2014, s. 1).

⁴⁹⁾ Wcześniej art. 19 ust. 2 i 3 dyrektywy 2004/39/WE.

⁵⁰⁾ Poprzednio art. 19 ust. 4 i 5 dyrektywy 2004/39/WE.

⁵¹⁾ Wcześniej art. 21 dyrektywy 2004/39/WE.

⁵²⁾ W załączniku IV do dyrektywy 2014/65/UE przedstawiono tabelę korelacji między wymogami dyrektywy 2004/39/WE a wymogami dyrektywy 2014/65/UE i rozporządzenia (UE) nr 600/2014.

Wymogi dotyczące dostarczania klientom odpowiednich informacji zostały doprecyzowane w dyrektywie 2014/65, w szczególności wprowadzono poprawki w zakresie ujawniania kosztów i opłat oraz obowiązków dla firm inwestycyjnych do dostarczania klientom zbiorczych informacji o wszystkich kosztach i opłatach związanych z usługami inwestycyjnymi i instrumentami finansowymi. Jednakże powyższe wymogi są wyraźnie niewystarczające, aby przeciwdziałać złożonemu ryzyku wynikającemu z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę klientom detalicznym.

W szczególności art. 24 ust. 3 dyrektywy 2014/65 nakłada na firmy inwestycyjne między innymi obowiązek zapewnienia, aby wszystkie informacje, w tym informacje marketingowe, kierowane do klientów lub potencjalnych klientów, były rzetelne, jasne i nie wprowadzały w błąd. Zgodnie z treścią art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65, firmy inwestycyjne mają obowiązek dostarczać klientom i potencjalnym klientom we właściwym czasie odpowiednich informacji dotyczących firmy i jej usług, instrumentów finansowych oraz proponowanych strategii inwestycyjnych, miejsc realizacji zlecenia oraz wszystkich kosztów i opłat z nimi związanych, jak również wytycznych i ostrzeżeń o ryzyku związanym z inwestowaniem w te instrumenty finansowe i tego, czy dany instrument finansowy jest przeznaczony dla klientów detalicznych czy profesjonalnych. W ocenie organu nadzoru wymogi te nie gwarantują jednak, że klienci detaliczni firm inwestycyjnych będą jednolicie i skutecznie informowani o ryzyku związanym z obrotem kontraktami na różnicę. W szczególności wydaje się, że obowiązek przekazywania informacji, o których mowa w art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65, nie rozwiązuje tych problemów, zważywszy na rozbieżności w zakresie informacji dostarczanych klientom, które mogą niewystarczająco zwrócić ich uwagę na konkretne konsekwencje wynikające z transakcji na różnicę. Ostrzeżenia o ryzyku wprowadzone w niniejszej decyzji dostarczą klientom detalicznym ważnych informacji, a mianowicie na temat odsetka rachunków detalicznych odnotowujących straty na transakcjach na różnicę w poszczególnych firmach.

W rozporządzeniu 1286/2014 wprowadzono natomiast jednolite przepisy dotyczące formatu i treści dokumentu zawierającego kluczowe informacje, jaki ma być dostarczony inwestorowi detalicznemu przez twórcę detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) w celu umożliwienia mu zrozumienia i porównania kluczowych cech PRIIP i kluczowych ryzyk z nimi związanych. W szczególności art. 5 rozporządzenia 1286/2014, wprowadzony następnie w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2017/653⁵³⁾, określa między innymi metodologię prezentacji wskaźnika łącznego ryzyka wraz z wyjaśnieniami, w tym informacji na temat możliwości utraty całego zainwestowanego kapitału lub poniesienia dodatkowych zobowiązań finansowych. Tego rodzaju informacje nie uświadamiają jednak w dostatecznym stopniu klientom detalicznym konsekwencji inwestowania w kontrakty na różnicę. Na przykład wskaźnik wyników odnosi się tylko do indywidualnego produktu, co nie daje klientowi pojęcia o ogólnym odsetku rachunków klientów detalicznych, którzy ponoszą straty na transakcjach dotyczących kontraktów na różnicę. Co więcej wskaźnik łącznego ryzyka nie obejmuje bezpośrednich informacji o wcześniejszych wynikach produktu, a informacje te niekoniecznie są zawarte w wyjaśnieniach, jako że twórca PRIIPS ma pewien margines uznania, jeśli chodzi o zakres treści w nich przedstawianych.

Wymagania dotyczące odpowiedniości zostały również wzmocnione w dyrektywie 2014/65 poprzez wprowadzenie wymogu dostarczenia klientowi sprawozdania na temat odpowiedniości oraz udoskonalenie oceny odpowiedniości. W szczególności art. 25 ust. 2 dyrektywy 2014/65 zobowiązuje dostawców kontraktów na różnicę do uzyskania niezbędnych informacji dotyczących wiedzy lub doświadczenia klienta bądź potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej między innymi do określonego rodzaju produktu, jego sytuacji finansowej, w tym jego zdolności ponoszenia strat, oraz jego celów inwestycyjnych, w tym jego tolerancji ryzyka, tak aby dostawca kontraktów na różnicę mógł rekomendować klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego i odpowiadające jego tolerancji ryzyka i zdolności ponoszenia strat instrumenty finansowe. Wymagania dotyczące odpowiedniości mają jednak zastosowanie wyłącznie do świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, a zatem zazwyczaj nie mają znaczenia w odniesieniu do transakcji na różnicę, które w większości odbywają się za pośrednictwem platform elektronicznych, bez świadczenia doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem.

⁵³⁾ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/653 z dnia 8 marca 2017 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) przez ustanowienie regulacyjnych standardów technicznych w zakresie prezentacji, treści, przeglądu i zmiany dokumentów zawierających kluczowe informacje oraz warunków spełnienia wymogu przekazania takich dokumentów (Dz.U. L 100 z 12.4.2017, s. 1).

Ponadto, cele oceny odpowiedniości (ocena produktów pod kątem wiedzy i doświadczenia klientów, sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych) pozostały zasadniczo niezmienione w porównaniu z systemem wprowadzonym na mocy dyrektywy 2004/39 i, jak wykazano w niniejszej decyzji, nie okazały się wystarczające, by ochronić inwestorów przed zidentyfikowanymi stratami.

Również wymogi dotyczące adekwatności zostały wzmocnione w dyrektywie 2014/65, głównie poprzez zawężenie listy produktów niezłożonych, a tym samym ograniczenie zakresu produktów związanych jedynie z usługą wykonania zlecenia. Artykuł 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65 zobowiązuje dostawców kontraktów na różnicę do uzyskania niezbędnych informacji dotyczących wiedzy lub doświadczenia klienta bądź potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej między innymi do oferowanego lub żadanego danego rodzaju produktu, tak aby dostawca mógł ustalić, czy produkt jest odpowiedni dla danego klienta lub potencjalnego klienta. Dostawca zobowiązany jest ostrzec klienta lub potencjalnego klienta, jeśli uzna, że produkt jest dla niego nieodpowiedni. Kontrakty na różnicę zaliczają się do złożonych produktów finansowych i dlatego podlegają testowi adekwatności zgodnie z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65.

Tak już jednak było w przypadku dyrektywy 2004/39, która przewidywała zasadniczo taki sam test adekwatności co dyrektywa 2014/65. Jak wykazano w niniejszej decyzji i jak dowodzą doświadczenia krajowych organów nadzorczych, test adekwatności nie był wystarczający, aby rozwiązać opisany w niniejszej decyzji problem dotyczący ochrony inwestorów.

Jest zatem mało prawdopodobne, aby testy zarówno odpowiedniości, jak i adekwatności zgodnie z obowiązującymi wymogami regulacyjnymi mogły zapobiec zawieraniu transakcji CFD przez klientów detalicznych, rozwiązując w ten sposób istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów.⁵⁴⁾

Większość zasad dotyczących najlepszego wykonania (ang. *best execution*) zlecenia obowiązywała już na mocy dyrektywy 2004/39. Zasady te zaostrzono jednak na mocy dyrektywy 2014/65. W szczególności artykuł 27 dyrektywy 2014/65 stanowi, że firmy inwestycyjne muszą podjąć „wszelkie wystarczające działania” (już nie „wszystkie uzasadnione działania”) w celu uzyskania dla swoich klientów możliwie najlepszych wyników podczas realizacji zleceń. Ponadto uczestnicy rynku muszą publikować dodatkowe informacje, a w szczególności firmy inwestycyjne mają obowiązek ujawnić pięć najważniejszych systemów, w których realizowały zlecenia klientów, oraz wyniki osiągnięte podczas realizacji tych zleceń.

W ocenie organu nadzoru istotnie, zwiększona przejrzystość realizacji zleceń pomaga klientom lepiej zrozumieć i ocenić jakość praktyk firmy w tym zakresie, a tym samym lepiej ocenić jakość ogółu świadczonych usług. Ponadto lepsze informacje na temat sposobu realizacji zleceń pomagają klientom w sprawdzaniu, czy firma podjęła wszystkie kroki wystarczające do uzyskania najlepszych możliwych wyników dla klienta. Wymagania dotyczące najlepszego wykonywania zleceń wzmacniają również standard wykonywania zleceń w przypadku produktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, nakładając na firmy obowiązek sprawdzenia uczciwości (*fairness*) ceny zaproponowanej klientowi przy wykonywaniu zleceń lub podejmowaniu decyzji o zawarciu transakcji na produkty będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w tym produkty na zamówienie. Wymogi określone w dyrektywie 2014/65 oznaczają obowiązek gromadzenia danych rynkowych wykorzystanych do oszacowania ceny takiego produktu oraz, o ile jest to możliwe, w drodze porównania ich z podobnymi lub porównywalnymi produktami. Jednakże jednocześnie organ nadzoru dostrzega, że reguły dotyczące najlepszego wykonania nie dotyczą bezpośrednio ryzyka związanego z usługami innymi niż wykonanie, ani szeroko pojętego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży tych produktów klientom detalicznym.

Zasady zarządzania produktami wynikające z art. 16 ust. 3 i art. 24 ust. 2 dyrektywy 2014/65 (wprowadzone po raz pierwszy w prawie Unii na mocy dyrektywy 2014/65) wymagają od firm tworzących instrumenty finansowe (a zatem również kontrakty na różnicę) w celu sprzedaży klientom zapewnienia, aby instrumenty te były konstruowane w sposób odpowiadający na potrzeby określonego rynku docelowego klientów końcowych

⁵⁴⁾ Na przykład IE-CBI wyraził obawy dotyczące kryteriów oceny wiedzy i doświadczenia wskutek przeprowadzonej kontroli tematycznej (<https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Co więcej, dane otrzymane przez UK-FCA w pierwszym kwartale 2017 r. od dostawców kontraktów CFD pokazują, że u jednych z największych dostawców detalicznych kontraktów CFD w Zjednoczonym Królestwie (reprezentujących około 70 % właściwego rynku w Zjednoczonym Królestwie) około 50 % klientów nie zaliczyło badania odpowiedniości, ale kontynuowało inwestycję po otrzymaniu ostrzeżenia o podwyższonym ryzyku. Ponadto UK-FCA zaobserwował powtarzające się nieprawidłowości w odniesieniu do adekwatności ocen odpowiedniości oraz związanych z nimi polityk i procedur.

w ramach danej kategorii klientów, aby strategia dystrybucji instrumentów finansowych była zgodna z określonym rynkiem docelowym oraz aby firma podejmowała uzasadnione działania w celu zapewnienia dystrybucji produktu finansowego na określonym rynku docelowym i okresowo dokonywała przeglądu danych identyfikacyjnych rynku docelowego oraz wyników oferowanych produktów. Dostawcy kontraktów na różnicę muszą rozumieć oferowane lub rekomendowane przez siebie instrumenty finansowe, oceniać ich zgodność z potrzebami klientów, którym świadczą usługi inwestycyjne, przy uwzględnieniu określonego rynku docelowego klientów końcowych, a także muszą zapewnić, aby instrumenty finansowe oferowano lub rekomendowano tylko wówczas, gdy jest to w interesie klienta. Ponadto dostawcy kontraktów na różnicę oferujący lub rekomendujący klientom instrumenty finansowe innego dostawcy kontraktów na różnicę powinni również dysponować odpowiednimi rozwiązaniami w celu uzyskiwania i zrozumienia odpowiednich informacji dotyczących procesu zatwierdzania produktu, w tym określonego rynku docelowego oraz cech produktu. Dostawcy kontraktów na różnicę dystrybuujący produkty finansowe wytwarzane przez firmy niepodlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami określonym w dyrektywie 2014/65 lub wytwarzanymi przez firmy z państw trzecich powinni również dysponować odpowiednimi rozwiązaniami w celu uzyskania wystarczających informacji o instrumentach finansowych.

Choć wyżej opisane wymogi mogłyby zawęzić rodzaj klientów (rynek docelowy), dla których kontrakty na różnicę byłyby odpowiednie i którzy mogliby być zatem odbiorcami takich produktów, nie obejmują one kluczowych rodzajów ryzyka opisanych w niniejszej decyzji, a związanych z cechami produktu (np. wysoka dźwignia finansowa) lub powiązanych praktyk (np. dopuszczenie możliwości ponoszenia dodatkowych zobowiązań finansowych lub oferowanie premii). W szczególności nie ograniczają one dystrybucji produktów o powyższych cechach na rynek masowy. Szkody wyrządzone klientom wskazują natomiast, że praktyki w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów na różnicę nie są odpowiednie dla masowego rynku detalicznego, jeśli nie towarzyszą im pewne ograniczenia, które nie są szczegółowo określone w wymaganiach dotyczących zarządzania produktami. Niektórzy dostawcy uważają kontrakty na różnicę z wysoką dźwignią finansową (np. 100:1)⁵⁵⁾ za odpowiedni produkt dla wszystkich klientów detalicznych nawet w przypadkach, w których zastosowanie mają wymagania w zakresie zarządzania produktami – stwierdzają oni, że rynek docelowy kontraktów na różnicę z taką dźwignią jest rynkiem masowym. Po wdrożeniu dyrektywy 2014/65 i przewidzianych w niej wymogów w zakresie zarządzania produktami niektóre firmy wciąż prowadzą obrót kontraktami na różnicę o tak wysokim poziomie dźwigni na rynku masowym (firmy te przeprowadzają jedynie ocenę adekwatności). ESMA i właściwe organy krajowe nie zgadzają się z takim podejściem. Pokazuje to, że wymagania w zakresie zarządzania produktami wciąż dają pewien margines swobody poszczególnym dostawcom w zakresie identyfikacji cech produktów, które zamierzają zaoferować swoim klientom.

Pomimo wprowadzonych na mocy dyrektywy 2014/65 zmian w porównaniu do dyrektywy 2004/39, jak również pomimo wprowadzenia nowych regulacji, których celem było wzmocnienie ochrony interesu klienta, klienci, zanim zaczęła obowiązywać interwencja ESMA, nadal ponosili znaczne straty.

Powyższa analiza istniejących wymogów regulacyjnych dowodzi zatem, że wymogi te nie są wystarczające, aby skutecznie przeciwdziałać powstałej obawie dotyczącej ochrony inwestorów.

Dodatkową kwestią wymagającą rozważenia stosownie do art. 42 ust. 2 lit. b rozporządzenia 600/2014 jest to, czy problem dotyczący ochrony inwestorów nie zostanie lepiej rozwiązany dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu wyżej wskazanych wymogów.

W pierwszej kolejności należy zauważyć, że niektóre z powyższych wymogów nie tyle w niewystarczającym stopniu przeciwdziałają zidentyfikowanym przyczynom problemu dotyczącego ochrony inwestorów, co w ogóle nie są środkami właściwymi do zaradzenia tym przyczynom i już z tego względu lepszy nadzór lub ich egzekwowanie nie może doprowadzić do usunięcia lub złagodzenia skutków zidentyfikowanego problemu. Chodzi w tym zakresie o wymogi w zakresie udzielenia klientom informacji na temat oferowanych kontraktów na różnicę oraz regułę *best execution*. Jeżeli chodzi o obowiązki informacyjne, to trudno przyjąć, że jakikolwiek nadzór lub egzekwowanie ich właściwego wykonywania może doprowadzić do usunięcia problemu, skoro przyczyna ponoszenia strat tkwi w konkretnych cechach składających się na konstrukcję kontraktów na różnicę związanych np. z cenami referencyjnymi, strukturą oraz sposobem naliczania opłat,

⁵⁵⁾ O dźwigni na poziomie 100:1 jest wyraźnie mowa w odpowiedziach np. London Capital Group Ltd, Domu Maklerskiego TMS Brokers S.A., GKFX Financial Services Limited, AxiCorp Financial Services Pty Ltd, Swissquote i w kilku odpowiedziach poufnych.

mechanizmami działania zleceń *stop loss*, dźwigni, a pewnym stopniu z samym modelem biznesowym przyjętym przez firmy oferujące kontrakty na różnicę. Nie ma wobec tego w oczywisty sposób znaczenia ani zakres ani sposób przekazywania informacji na temat kontraktów na różnicę, a tym bardziej lepszy nadzór nad działalnością firm w tym zakresie. Podobną uwagę należy poczynić w przypadku reguły *best execution*, która dodatkowo jest o tyle nieprzydatna w celu rozwiązania problemu, gdyż odnosi się wyłącznie do etapu wykonania przyjętego już zlecenia, nie ma ona natomiast zastosowania ani do etapu oferowania/sprzedaży kontraktów na różnicę ani do samej konstrukcji produktu. Nadto, reguła *best execution* ma zastosowanie na poziomie realizacji konkretnego zlecenia, wobec czego trudno zasadnie uznać, że problem ponoszonych przez klientów strat zostałby lepiej rozwiązany poprzez ustalanie w jednostkowych przypadkach, czy firma rzeczywiście wykonała zlecenie klienta po najlepszej dostępnej w danych warunkach cenie, niż poprzez wprowadzenie jednolitych dla wszystkich klientów oraz firm warunków interwencji mających łącznie spowodować zmniejszenie ponoszonych przez klientów strat (obejmując przy tym także inne zidentyfikowane przyczyny występowania tych strat).

Jednym z istniejących, opisanych powyżej, wymogów jest również określanie przez firmę rynku docelowego klientów oraz oferowanie i dystrybucja produktów zgodnie z tym rynkiem docelowym. Komisja Nadzoru Finansowego nie może wprawdzie wprost dokonywać zmian w oznaczonym przez firmę rynku docelowym, jednakże wydaje się, że wskutek odpowiednich działań nadzorczych organ nadzoru mógłby po jakimś czasie, wskutek wielu jednostkowych działań, doprowadzić do dokonania przez nadzorowaną firmę takich zmian w rynku docelowym, których celem byłoby dostosowanie rynku docelowego do przyjętych cech produktu (albo dostosowanie produktu do rynku jeżeli podmiot dokonałby zmian w produkcie). Ostatecznie, w przypadku utrzymującego się nieprzestrzegania przez firmę wymogów procesu zatwierdzania produktu, Komisja Nadzoru Finansowego byłaby uprawniona także do zawieszenia obrotu lub sprzedaży kontraktów na różnicę wobec wyłącznie danej firmy. Tego rodzaju działanie byłoby jednak skierowane tylko do konkretnej firmy w sposób indywidualny, co oznacza, że aby objąć cały rynek kontraktów na różnicę, tożsamy środek musiałby zostać podjęty wobec każdej firmy z osobna. Nie wydaje się, że stanowiłoby to lepsze rozwiązanie problemu w rozumieniu art. 42 ust. 2 lit. b rozporządzenia 600/2014. Pojęcie to nie zostało wprawdzie w przepisie zdefiniowane ani dookreślone, jednakże wydaje się, że ocena, które z dostępnych rozwiązań jest lepsze (w tym przypadku chodziłoby o dokonanie wyboru pomiędzy indywidualnymi ograniczeniami sprzedaży a generalnym ograniczeniem na mocy interwencji) powinna uwzględniać nie tylko zamierzony efekt końcowy, ale również przewidywany proces osiągania tego efektu, w tym nakład pracy – a zatem aspekty ekonomiki. Z tej perspektywy nie ma wątpliwości, że generalny zakaz wynikający z interwencji jest o wiele lepszym rozwiązaniem niż podejmowanie wielu, wymagających daleko większego nakładu pracy i czasu postępowań kierowanych do indywidualnych podmiotów. Środek interwencji produktowej dotyczy wszystkich firm oferujących dany produkt lub prowadzących określony typ działalności, a nie jednego konkretnego przypadku niezgodności stwierdzonego w konkretnej firmie inwestycyjnej. Środek interwencyjny jest więc skuteczniejszy od działań, jakie organ nadzoru podejmowałby przeciwko każdej firmie z osobna przede wszystkim dlatego, że działa również na przyszłość, czego nie można odnieść do decyzji indywidualnych. Środek ten należy również ocenić jako bardziej sprawiedliwy, ponieważ zapewnia, że to samo ograniczenie zaczyna obowiązywać dla wszystkich firm jednocześnie, co raczej nie będzie miało miejsca w przypadku decyzji indywidualnych. Znaczenie ma również to, że interwencja obejmuje także firmy inwestycyjne mające siedzibę poza RP, ponieważ obowiązuje na terytorium RP niezależnie od tego, gdzie znajduje się siedziba dostawcy kontraktów na różnicę. Komisja Nadzoru Finansowego nie jest natomiast upoważniona do wydawania decyzji indywidualnych wobec firm, których nie nadzoruje. Także zatem z tego względu interwencja jest lepszym rozwiązaniem, ponieważ zapewnia realną możliwość rozwiązania zidentyfikowanego problemu polegającego na ponoszeniu przez klientów detalicznych inwestujących w kontrakty na różnicę strat w zbyt dużej wysokości.

Powyższe przesłanki wskazują jednoznacznie, że zidentyfikowany problem dotyczący ochrony inwestorów nie zostanie lepiej rozwiązany również dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu istniejących wymogów.

3. Proporcjonalność podjęcia niniejszej decyzji (art. 42 ust. 2 lit. c rozporządzenia 600/2014)

W celu podjęcia niniejszą decyzją działań nadzorczych Komisja Nadzoru Finansowego wzięła pod uwagę kryteria, o których mowa w art. 42 ust. 1 pkt c rozporządzenia 600/2014, tj. charakter zidentyfikowanych zagrożeń, poziom wiedzy zainteresowanych inwestorów lub uczestników rynku oraz prawdopodobny skutek działania dla inwestorów i uczestników rynku, którzy mogą posiadać lub wykorzystywać kontrakty na różnicę lub działalność lub praktykę z nimi związaną lub odnosić z nich korzyści. Organ nadzoru zważył, że

zidentyfikowana obawa dotycząca ochrony inwestorów będących klientami detalicznymi dokonujących inwestycji w kontrakty na różnicę wynika ze zidentyfikowanej charakterystyki tych instrumentów finansowych oraz sposobu ich wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży przez dostawców (pkt 1 powyżej), co również zostało wzięte pod uwagę w toku dokonywania oceny proporcjonalności podejmowanych środków interwencji.

Niniejsza decyzja obejmuje środki, których celem jest doprowadzenie do zmniejszenia strat ponoszonych przez klientów detalicznych inwestujących w kontrakty na różnicę. Wyjaśnienia wymaga, że warunki, o których mowa w pkt. 1 sentencji niniejszej decyzji, tj. ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego, ochrona przez zamknięcie pozycji oraz ochrona przed ujemnym saldem odnoszą się wprost do warunków zlecenia dotyczącego kontraktu na różnicę, natomiast ostrzeżenia o ryzyku oraz zakaz oferowania korzyści pieniężnych i niepieniężnych odnoszą się do metod dystrybucji oraz oferowania kontraktów na różnicę.

Warunki dotyczące ostrzeżenia o ryzyku oraz zakazu oferowania korzyści pieniężnych i niepieniężnych mają na celu zapobieganie występowaniu zidentyfikowanych niekorzystnych praktyk sprzedażowych oraz marketingowych stosowanych przez dostawców CFD. Organ nadzoru uznaje te środki za proporcjonalne jako mające w wystarczający sposób zapobiegać wprowadzaniu klientów detalicznych w błąd za pomocą agresywnych technik marketingowych i nierzetelnych reklam, jak również jako mające ograniczać przypadki nieprzemyślanych inwestycji, do których by nie doszło, gdyby dostawca kontraktów na różnicę nie zaoferował inwestorowi bonusu lub innego rodzaju korzyści nakierowanych na zwiększenie wysokości inwestowanych środków, czy też zwiększenie liczby zawartych transakcji.

Ostrzeżenia o ryzyku, które mają być sporządzone przez dostawcę CFD w zależności od przyjętego przez niego sposobu komunikacji z klientami detalicznymi oraz potencjalnymi klientami detalicznymi, mają na celu dostarczenie klientom detalicznym istotnych informacji o tych konkretnych produktach, ryzyku inwestycyjnym, które ze sobą niosą, jak również o wynikach inwestycyjnych osiąganych przez klientów detalicznych, tj. informacji o odsetku rachunków detalicznych, na których odnotowane zostały straty na transakcjach dotyczących kontraktów na różnicę. Z badań wynika, że ustandaryzowane ostrzeżenie o ryzyku znacznie poprawiło zrozumienie produktu przez klienta detalicznego, w tym zrozumienie możliwości poniesienia strat przewyższających zainwestowane środki i prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku⁵⁶⁾.

Wymóg, aby dostawcy kontraktów na różnicę podawali informację o odsetku rachunków klientów detalicznych, na których odnotowane zostały straty, ma być przeciwwagą dla skłonności dostawców kontraktów na różnicę do podkreślania potencjalnych zysków, nie zaś strat.

Ostrzeżenia powinny zatem pomóc klientom detalicznym w podjęciu świadomej decyzji, czy nadal interesuje ich inwestycja w produkt wysokiego ryzyka, w przypadku którego z danych statystycznych wynika większe prawdopodobieństwo poniesienia straty niż odnotowanie zysku.

Tym samym, aby ostrzec inwestorów przed ryzykiem strat związanych z inwestowaniem w kontrakty na różnicę, każdy dostawca CFD powinien informować swoich klientów o odsetku rachunków klientów detalicznych inwestujących w kontrakty na różnicę, którzy stracili zainwestowane środki pieniężne w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Wyliczenia te powinny być aktualizowane co kwartał. Odsetek powinien być przedstawiony w prosty i jasny sposób w ramach ostrzeżenia o ryzyku we wszystkich materiałach i informacjach opracowywanych przez dostawcę, które mogą być dostępne dla klientów detalicznych.

W celu ustalenia, czy na rachunku odnotowane zostały straty, dostawca CFD zobowiązany będzie uwzględnić zarówno zrealizowane, jak i niezrealizowane zyski i straty. Zrealizowane zyski i straty odnoszą się do pozycji CFD, które zostały zamknięte w trakcie okresu obliczeniowego. Niezrealizowane zyski i straty odnoszą się do

⁵⁶⁾ Przed przedstawieniem ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku 66 % uczestników badania trafnie stwierdziło, że kontrakty CFD są bardziej ryzykowne niż rachunki oszczędnościowe, obligacje i fundusze indeksowe, 50 % – że na transakcjach CFD można stracić więcej niż się zainwestowało, a 54 % – że większość klientów traci na inwestycji w te produkty. Po przedstawieniu ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku na stronie internetowej firmy, badanie wykazało, że 90 % uczestników trafnie opisało profil ryzyka kontraktów CFD (tj. że są bardziej ryzykowne niż wyżej opisane aktywa). W przypadku klientów, którzy nietrafnie stwierdzili, że wszyscy inwestorzy zarabiają, prawdopodobieństwo, że klient odpowie trafnie (stwierdzając, że większość inwestorów traci zainwestowane środki pieniężne) wyniosło 91,5 %. Oznacza to, że ustandaryzowane ostrzeżenia o ryzyku, w tym ujawnienie wyników klientów, mogą znacznie poprawić zrozumienie produktu przez klienta. Za Mullett, T.L. & Stewart, N. (2017), The effect of risk warning content for contract for difference products. Working Paper. Opracowanie zostało sfinansowane z publicznych grantów badawczych, ale powstało przy udziale UK-FCA.

wartości tych pozycji, które pozostają otwarte na koniec okresu obliczeniowego. Aby uzyskać pełen obraz odsetka rachunków, które przyniosły zysk lub stratę, w obliczeniach należy uwzględnić wszystkie koszty związane z transakcjami CFD.

Nowi dostawcy kontraktów na różnicę oraz ci, którzy nie mieli żadnych otwartych pozycji w ciągu ostatnich 12 miesięcy (ponieważ tacy dostawcy nie będą jeszcze posiadali danych, o których mowa powyżej) zobligowani będą stosować standardowe ostrzeżenia o ryzyku, które odwołują się do konkretnych wartości procentowych.

Ostrzeżenie o ryzyku powinno być także dostosowane do rodzaju używanych kanałów komunikacyjnych. Z tego względu w niniejszej decyzji przewidziano skrócone ostrzeżenie o ryzyku w przypadku komunikacji za pośrednictwem nośnika innego niż trwałe, takiego jak aplikacje mobilne lub posty w mediach społecznościowych.

Jak wskazano powyżej, za proporcjonalny środek mający zastosowanie do wszystkich klientów detalicznych organ nadzoru uważa również zakaz oferowania wszelkich korzyści pieniężnych oraz jakichkolwiek wykluczonych korzyści niepieniężnych, które miałyby polegać np. na oferowaniu bonusów lub wszelkich inne zachęt do dokonywania inwestycji w CFD, z uwagi na to, że ich celem może być odwracanie uwagi klientów detalicznych od ryzyka przypisanego do tych produktów. Służą one przyciąganiu uwagi klientów detalicznych, którzy w przeciwnym razie nie zainteresowaliby się oraz nie zdecydowaliby się na inwestycję w te produkty.

Przewidziany niniejszą decyzją zakaz oferowania korzyści nie obejmuje narzędzi informacyjnych i badawczych dostarczanych klientom detalicznym, o ile dotyczą one kontraktów na różnicę, które mają na celu wyłącznie pomoc oraz poszerzenie wiedzy klientów w odniesieniu do decyzji inwestycyjnych (dozwolone korzyści niepieniężne).

Jeżeli chodzi natomiast o ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego, ochronę przez zamknięcie pozycji oraz ochronę przed ujemnym saldem, środki te nakierowane są bezpośrednio na oddziaływanie na wysokość ponoszonych przez inwestorów strat niż na zmianę warunków dystrybucji kontraktów na różnicę lub na sposób ich reklamowania i z tego względu Komisja Nadzoru Finansowego dokonała analizy proporcjonalności tych warunków również z tego punktu widzenia. Wyjaśnienia wymaga, że ww. warunki rozróżnia to, że ostrzeżenia o ryzyku oraz zakaz oferowania korzyści mają mieć zastosowanie wobec wszystkich klientów detalicznych, natomiast w przypadku ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego, ochrony przez zamknięcie pozycji oraz ochrony przed ujemnym saldem, ochrona w tym zakresie ma być zapewniana przez dostawcę CFD indywidualnie każdemu klientowi detalicznemu na etapie już po zawarciu umowy o świadczenie usług i w odniesieniu do każdej transakcji zawieranej przez klienta.

Dotychczasowa interwencja ESMA pokazała, że może powstać dodatkowo problem w postaci wzrostu liczby inwestorów korzystających z usług w zakresie kontraktów na różnicę świadczonych z terytorium państw trzecich. Wskutek tego inwestorzy ci pozbawieni zostają poziomu ochrony, który byłby im zapewniony, gdyby korzystali oni z usług firm mających siedzibę na terytorium UE.

Na materializację tego problemu wskazują przekazane od polskich dostawców kontraktów na różnicę dane zebrane przez KNF w toku czynności podjętych w związku z interwencją, jak również dane zgromadzone w ramach dwóch badań przeprowadzonych przez ESMA (listopad 2018 r. oraz luty 2019 r.).

Dane zebrane przez organ nadzoru:

Spadek aktywności klientów detalicznych po wprowadzeniu interwencji ESMA, którzy wcześniej aktywnie inwestowali na rynku kontraktów na różnicę, potwierdzają dane pozyskane za pośrednictwem Izby Domów Maklerskich (dalej: IDM) od 5 polskich dostawców kontraktów na różnicę:

- 55,45% klientów detalicznych polskich dostawców kontraktów na różnicę, aktywnych w okresie 12 miesięcy przed dniem 31 maja 2018 r., w okresie od 1 sierpnia 2018 r. do 31 grudnia 2018 r. nie dokonało żadnej transakcji w zakresie kontraktów na różnicę;
- liczba transakcji otwarcia dokonanych przez klientów detalicznych (aktywnych w okresie 12 miesięcy przed dniem 31 maja 2018 r.) w okresie od 1 sierpnia 2018 r. do 31 grudnia 2018 r. spadła o średnio⁵⁷⁾

⁵⁷⁾ Średnia ważona liczbą aktywnych klientów.

27,19% w stosunku do liczby transakcji dokonanych w analogicznym okresie roku 2017, przy czym w przypadku dwóch największych dostawców liczba transakcji spadła odpowiednio o 33% oraz 49,38%;

Badania ESMA:

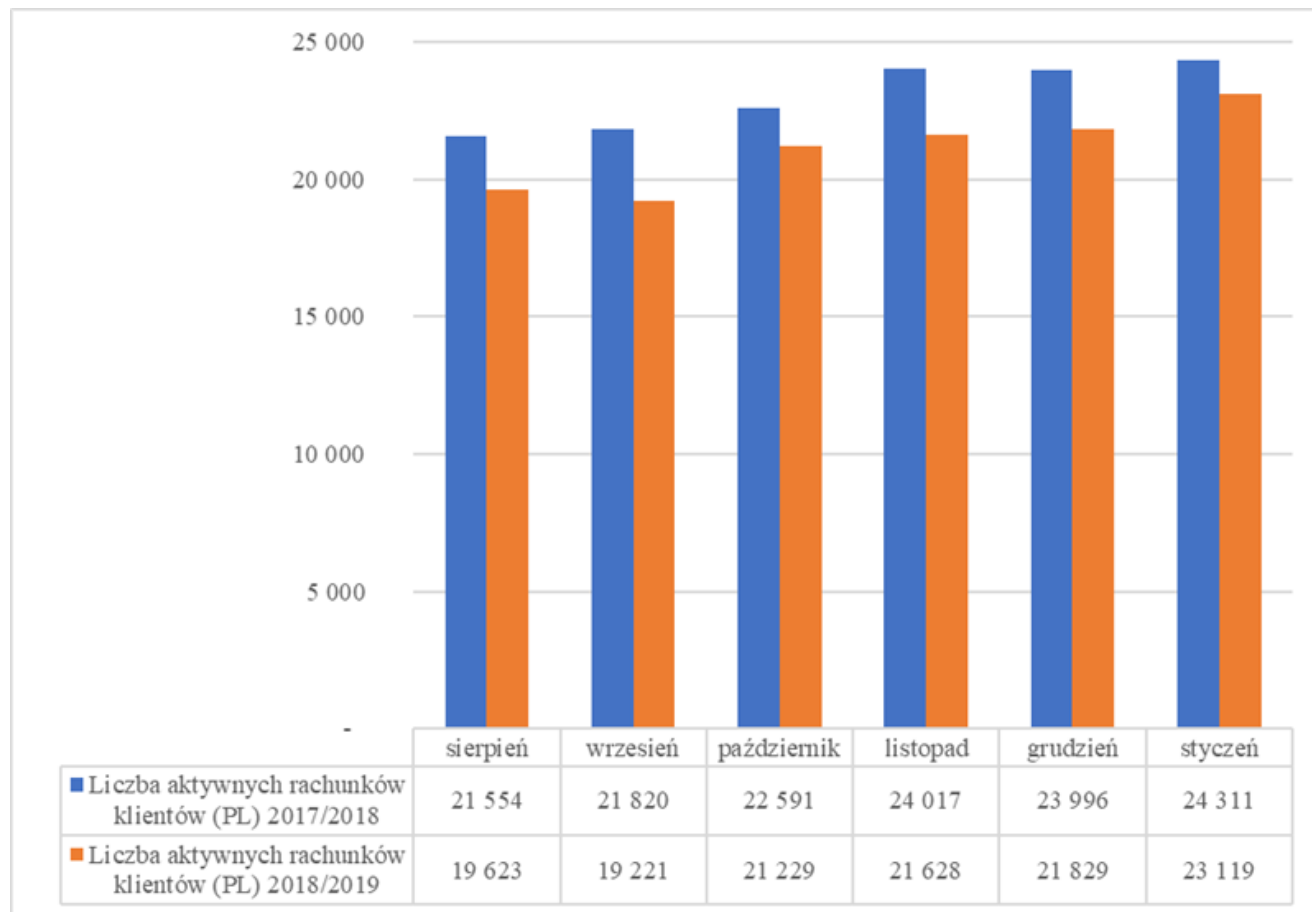
W ramach prac prowadzonych przez ESMA po wprowadzeniu interwencji produktowej w zakresie kontraktów na różnicę, analizie ESMA poddane zostały, zebrane przez poszczególne organy krajowe, dane dotyczące wpływu interwencji produktowej na rynek CFD po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA. Zgromadzone w tym zakresie dane uzyskane przez organ nadzoru od 6 polskich dostawców kontraktów na różnicę posłużyły również weryfikacji wpływu interwencji produktowej ESMA na aktywność klientów detalicznych rodzimych firm.

Przedstawione niżej wyniki przedmiotowej analizy obrazują wielkości poszczególnych zmiennych w ujęciu miesięcznym w okresie od sierpnia 2018 r. do stycznia 2019 r. (słupki pomarańczowe na wykresach) oraz w okresie od sierpnia 2017 r. do stycznia 2018 r. (słupki niebieskie na wykresach), tym samym przedstawiając porównanie stanów miesięcznych przed i po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA.

Jak wynika z zaprezentowanych poniżej informacji, obserwowalny jest spadek liczby aktywnych rachunków klientów detalicznych w okresie po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA w zakresie kontraktów na różnicę. Ponadto, w okresie po wprowadzeniu interwencji produktowej widoczny jest również istotny spadek wolumenu transakcji klientów detalicznych, jak również spadek liczby transakcji zawieranych przez tych klientów.

Liczba aktywnych rachunków klientów detalicznych w ujęciu miesięcznym w okresie od sierpnia 2018 r. do stycznia 2019 r. oraz w analogicznym okresie roku poprzedniego kształtowała się zgodnie z niżej przedstawionym wykresem.

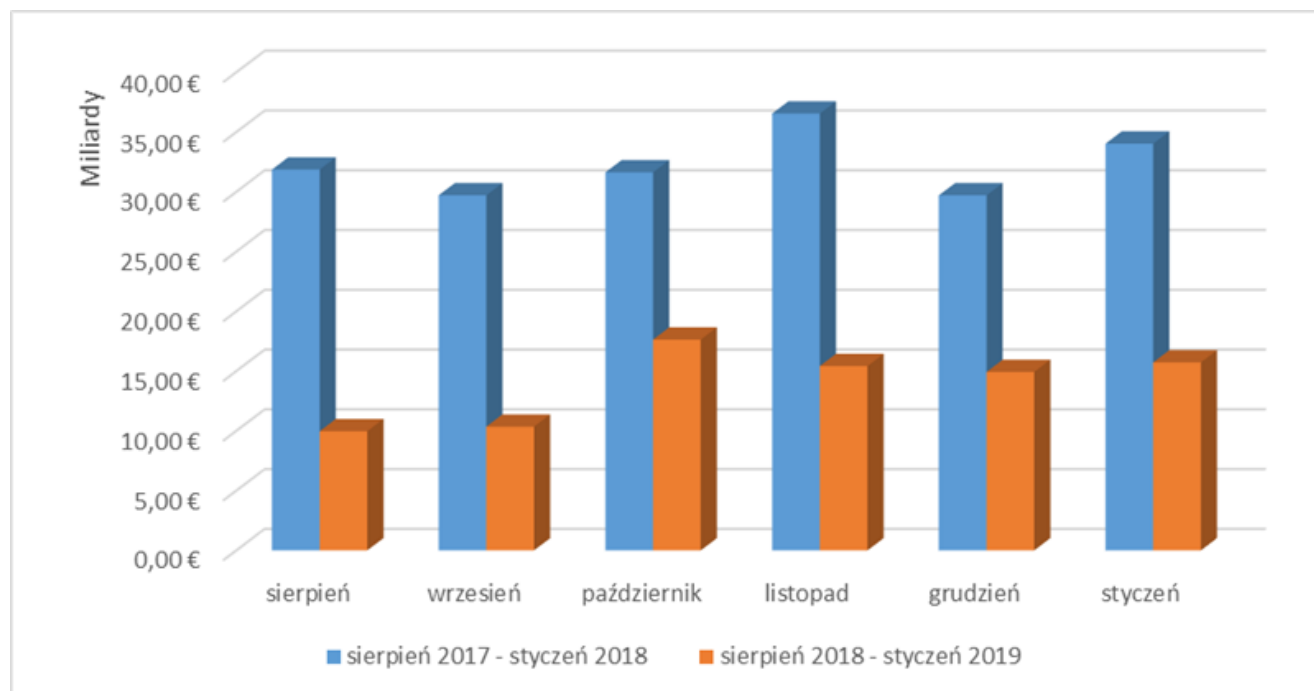
Wykres 5. Liczba aktywnych rachunków klientów detalicznych polskich dostawców CFD



Źródło: opracowanie organu nadzoru na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Kolejny wykres obrazuje natomiast istotny spadek wolumenu transakcji zawieranych przez klientów detalicznych w zakresie kontraktów na różnicę do analogicznego okresu w poprzednim roku).

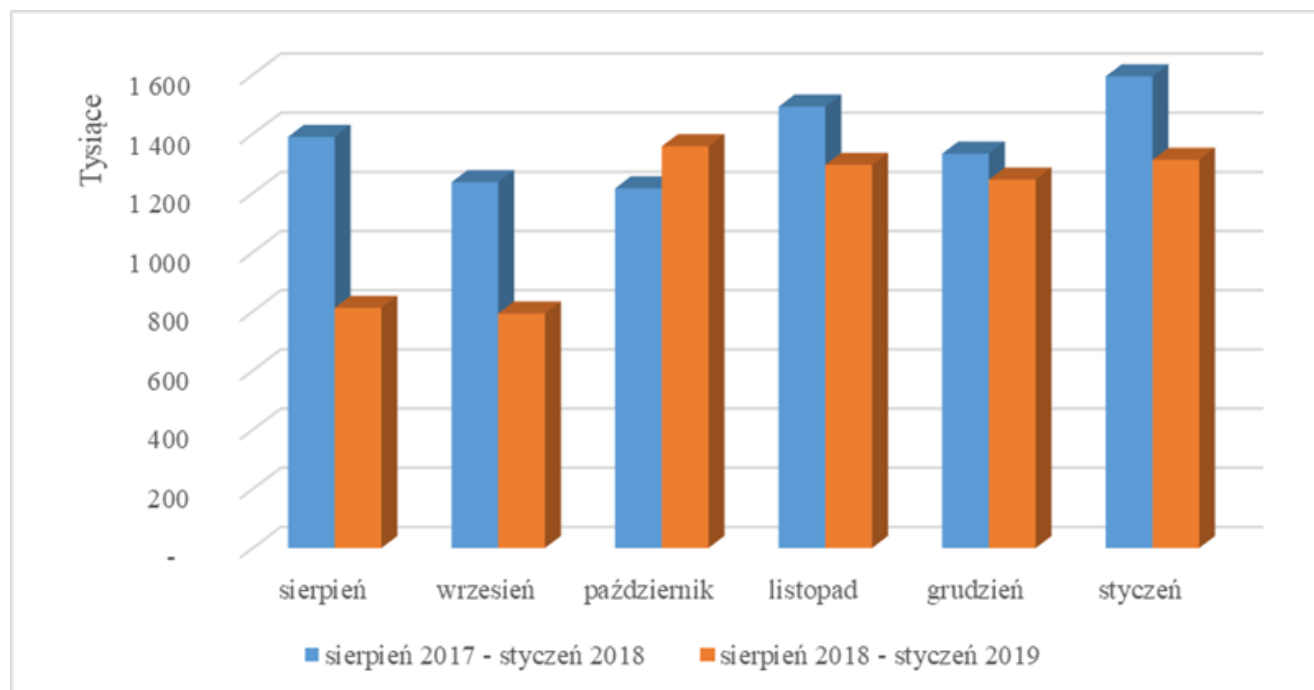
Wykres 6. Wolumen transakcji klientów detalicznych



Źródło: opracowanie organu nadzoru na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Zauważalny jest również spadek liczby transakcji klientów detalicznych w zakresie kontraktów na różnicę po wprowadzeniu interwencji produktowej ESMA, co obrazuje poniższy wykres.

Wykres 7. Liczba transakcji klientów detalicznych



Źródło: opracowanie organu nadzoru na podstawie danych przekazanych przez podmioty nadzorowane

Powyższe dane obrazują zatem, że po wprowadzeniu interwencji ESMA nastąpiły:

- spadek liczby aktywnych klientów detalicznych polskich dostawców kontraktów na różnicę,
- spadek wolumenu transakcji zawartych przez klientów detalicznych polskich dostawców kontraktów na różnicę, jak również
- spadek liczby transakcji zawartych przez klientów detalicznych polskich dostawców kontraktów na różnicę.

Ponadto, organ nadzoru przeanalizował również dane zebrane z innych źródeł:

Za pomocą międzynarodowych mechanizmów współpracy międzynarodowej organ nadzoru pozyskał dane, które potwierdzają istnienie takiego samego, jak opisany powyżej, trendu spadkowego w przypadku polskich klientów części firm inwestycyjnych mających siedzibę w innych państwach członkowskich UE.

W ocenie Komisji Nadzoru Finansowego przyczyną spadku liczby aktywnych inwestorów, spadku wolumenu transakcji oraz spadku liczby transakcji, o których mowa powyżej, jest zbyt niska dźwignia wprowadzona na niektóre rodzaje kontraktów na różnicę na podstawie interwencji produktowej ESMA, co wynika z odpowiedzi udzielonych na pytania zawarte w dwóch ankietach, z których jedna została przeprowadzona przez IDM, natomiast druga przez organ nadzoru w ramach prowadzonych czynności.

Zgodnie z wynikami ankiety przeprowadzonej przez IDM wśród 459 niezależnych inwestorów, 50% respondentów zadeklarowało, że przeniósł swój rachunek do brokera zarejestrowanego poza Unią Europejską na skutek wprowadzenia interwencji produktowej ESMA, z czego 99,6% inwestorów z powyższej grupy zadeklarowało, iż głównym powodem przeniesienia była możliwość wykorzystania wyższej dźwigni finansowej.

Podobne wyniki dało badanie ankietowe przeprowadzone przez organ nadzoru wśród inwestorów detalicznych rynku Forex/CFD. 54% respondentów zadeklarowało, że otworzył rachunek u brokera zarejestrowanego poza Unią Europejską na skutek wprowadzenia interwencji produktowej ESMA, z czego 95% inwestorów z powyższej grupy wskazało, iż na powyższą decyzję wpływ miała możliwość wykorzystania wyższej dźwigni finansowej. Wśród pozostałych respondentów 56% wskazało, iż rozważa podjęcie takiego działania.

Dla ponad 86% klientów wysokość dźwigni jest bardzo ważnym elementem brany pod uwagę przy wyborze brokera. Taki sam odsetek ankietowanych wskazało, że preferuje poziom dźwigni co najmniej w wysokości 100:1.

Niezależnie od powyższego, organ nadzoru potwierdził na podstawie danych objętych poufnością, że zmniejszenie aktywności polskich klientów polskich dostawców CFD powiązane pozostaje ze wzrostem liczby polskich klientów firm mających siedzibę poza Unią Europejską.

Ryzyko migracji klientów do podmiotów z państw trzecich zidentyfikowane zostało także przez ESMA, który jednakże uznał, że ryzyko to mitygowane jest przez wprowadzenie ograniczeń w zakresie dźwigni przez Stany Zjednoczone, Kanadę, Japonię, Singapur i Hong Kong, oraz potencjalny efekt powyższego w postaci zachęcenia innych jurysdykcji do wprowadzenia takich ograniczeń.

Jak wynika z przedstawionych informacji, ryzyko to zmaterializowało się, a wskazywane przez ESMA czynniki mające mitygować ryzyko migracji nie były wystarczające.

W ocenie organu nadzoru właściwym środkiem, który ograniczy zjawisko migracji klientów detalicznych do firm z państw trzecich, które należy wiązać z ograniczeniem wysokości dopuszczalnych dźwigni wynikającym z interwencji ESMA, jest wprowadzenie wyższych dźwigni dla określonych CFD, oraz w odniesieniu do określonej jednoznacznie grupy klientów detalicznych.

Tego rodzaju działanie nie może jednak nastąpić bez uwzględnienia poziomu wiedzy klientów detalicznych, co w ramach badania proporcjonalności nakazuje art. 42 ust. 2 lit. c rozporządzenia 600/2014. W związku z tym organ nadzoru przeprowadził czynności mające na celu ustalenie grupy klientów detalicznych, którzy będą uprawnieni do korzystania z wyższej dźwigni. Są to wyłącznie ci klienci detaliczni, którzy posiadają odpowiednie doświadczenie w zakresie inwestowania w kontrakty na różnicę oraz dysponują odpowiednią wiedzą w tym zakresie. Organ nadzoru uznał, że klienci tego rodzaju powinni mieć możliwość korzystania z wyższej dźwigni finansowej, ponieważ są w pełni świadomi ryzyka związanego z jej wykorzystywaniem, wobec czego mogą w tym zakresie podejmować przemyślane decyzje inwestycyjne. Klienci doświadczeni są również bardziej skłonni do zmiany dostawcy kontraktów na różnicę na skutek ograniczenia poziomu dźwigni

finansowej przez regulacje – zjawisko to zaobserwował organ nadzoru właśnie na rynku polskim (dane powyżej).

Mając na uwadze powyższe Komisja Nadzoru Finansowego uznaje za proporcjonalne wprowadzenie możliwości oferowania przez dostawców kontraktów na różnicę wyłącznie klientom detalicznym posiadającym odpowiednią wiedzę oraz doświadczenie (określonym jako „klienci doświadczeni”) dźwignię wyższą niż pozostałym klientom detalicznym. Dostawcy kontraktów na różnicę mogą zatem oferować klientom doświadczonym kontrakty na różnicę z zastosowaniem wyższej dźwigni na wybrane rodzaje kontraktów, przy zachowaniu jednakże pozostałych środków ochrony przed nadmierną stratą tj. ochrony przez zamknięcie pozycji oraz ochrony przed ujemnym saldem.

Uzyskanie oraz posiadanie statusu klienta doświadczonego podlega systematycznej weryfikacji przez dostawcę kontraktów na różnicę, który zobligowany jest dokumentować proces nadawania klientom takiego statusu oraz weryfikować systematycznie czy klient taki status może nadal posiadać. Uzyskanie statusu klienta doświadczonego następuje na podstawie pisemnego wniosku klienta detalicznego. Po przyznaniu klientowi statusu klienta doświadczonego dostawca CFD ma obowiązek przeprowadzania co najmniej raz w roku weryfikacji, czy klient nadal spełnia wskazane w decyzji kryteria. W przypadku ustalenia, że klient przestał spełniać wymagane kryteria dostawca CFD jest zobowiązany niezwłocznie dokonać zmiany statusu tego klienta na klienta niedoświadczonego. Utrata statusu klienta doświadczonego, w związku z weryfikacją tego statusu dokonaną przez dostawcę CFD, nie ma wpływu na wartość początkowego depozytu zabezpieczającego dla otwartych pozycji wynikających z transakcji zawartych przez tego klienta przed zmianą tego statusu, przy czym dostawca CFD powinien wykazać, że dokonał zmiany statusu klienta niezwłocznie. Ustalenie przez dostawcę CFD, że klient doświadczony przestał spełniać kryteria ustanowione w niniejszej decyzji skutkuje powstaniem zakazu dalszego oferowania takiemu klientowi wyższych dźwigni przewidzianych wyłącznie dla klienta doświadczonego.

Wykazanie się przez klienta odpowiednią wiedzą w zakresie instrumentów pochodnych, w tym CFD, będzie polegało na spełnieniu jednego z następujących warunków:

- posiadanie określonych certyfikatów potwierdzających posiadanie takiej wiedzy, których katalog jest otwarty;
- posiadanie odpowiedniego wykształcenia kierunkowego;
- odbycie minimum 50 godzin szkoleń dotyczących instrumentów pochodnych, w tym kontraktów na różnicę, potwierdzonych uzyskaniem stosownych certyfikatów lub potwierdzeń wydanych na podstawie weryfikacji wiedzy przez właściwe podmioty przeprowadzające przedmiotowe szkolenia, w okresie ostatnich 12 miesięcy;
- wykazanie, że klient wykonuje lub wykonywał czynności albo pracuje lub pracował na podstawie umowy o pracę lub innego stosunku umownego stanowiącego podstawę sprawowania funkcji, przez co najmniej rok na stanowisku, które wymaga wiedzy zawodowej dotyczącej zawierania transakcji w zakresie CFD lub innych instrumentów pochodnych.

Przez właściwe podmioty przeprowadzające szkolenia należy rozumieć dostawców CFD albo inne podmioty posiadające odpowiednią kompetencję oraz zasoby kadrowe niezbędne do przeprowadzania szkoleń oraz dokonywania weryfikacji wiedzy zdobytej w trakcie szkolenia. Program i treść szkolenia powinien zapewnić w przypadku, gdy szkolenie jest przeprowadzane po raz pierwszy, przekazanie wiedzy dotyczącej charakteru i ryzyka związanego instrumentami pochodnymi, w tym CFD, oraz sposobu zawierania transakcji w zakresie tych instrumentów. W przypadku kolejnych przeprowadzanych szkoleń, program i treść szkolenia powinien zapewnić utrzymanie i pogłębienie posiadanej przez klienta wiedzy w zakresie instrumentów pochodnych, w tym CFD. Weryfikacja wiedzy zdobytej w trakcie szkolenia, na potrzeby wydania certyfikatów lub potwierdzeń, powinna być przeprowadzana w sposób obiektywny, gwarantujący sprawdzenie wiedzy z obszarów dotyczących szkolenia, przy zachowaniu poufności pytań i anonimowości osób, których wiedza podlega weryfikacji.

Wykazanie się przez klienta odpowiednim doświadczeniem będzie polegało na wykonaniu przez niego określonej liczby transakcji o określonym nominale w określonym czasie, tak jak zostało to określone w sentencji niniejszej decyzji.

Komisja Nadzoru Finansowego przeanalizowała również dane dotyczące zyskowności klientów detalicznych w podziale na klientów, którzy spełnialiby kryteria klienta doświadczonego oraz tych, którzy kryteriów tych by

nie spełniali. Wyniki analizy nie pozwalają na stwierdzenie, iż grupa klientów doświadczonych wyróżnia się pozytywnie na tle wszystkich klientów detalicznych. Nie jest to jednak, w ocenie Komisji Nadzoru Finansowego, kluczowe z perspektywy zidentyfikowanego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów. Należy mieć na uwadze, że poziom dźwigni finansowej nie jest jedynym czynnikiem wpływającym na osiągnięte przez klientów wyniki, tym samym nawet klienci korzystający z niższej dźwigni finansowej osiągają straty, co w ocenie Komisji Nadzoru Finansowego może nadal być uwarunkowane zbyt małą wiedzą, brakiem doświadczenia, a także panującymi w danym okresie warunkami rynkowymi mającymi lub mogącymi mieć wpływ na zmienność cen instrumentów bazowych. Istotnym jest to, że w przypadku klientów posiadających odpowiednie doświadczenie i wiedzę decyzje inwestycyjne powinny mieć charakter świadomy właśnie z uwagi na spełnianie przez nich kryteriów dotyczących posiadanej wiedzy i doświadczenia, o których mowa powyżej. Nie oznacza to jednak, że także decyzje inwestycyjne nie są obarczone ryzykiem poniesienia straty, które jest immanentną cechą każdej inwestycji.

Zgodnie z szacunkami przeprowadzonymi przez Komisję Nadzoru Finansowego odsetek aktywnych klientów zidentyfikowanych zgodnie z przyjętymi kryteriami ilościowymi klienta doświadczonego na dzień 31 maja 2018 r. nie przekracza 20,58% (spośród wszystkich klientów detalicznych). Odsetek ten może być mniejszy po uwzględnieniu kryterium wiedzy przy identyfikacji klientów doświadczonych.

Organ nadzoru stwierdza wobec powyższego, że ochrona przez zamknięcie pozycji, ochrona przed ujemnym saldem, zakaz przekazywania przez dostawców CFD korzyści pieniężnej lub wykluczonej korzyści niepieniężnej, ostrzeżenie o ryzyku oraz zakaz obchodzenia wymogów przewidzianych w decyzji są środkami interwencji proporcjonalnymi dla wszystkich klientów detalicznych z punktu widzenia dążenia do zmniejszenia ponoszonych przez tych klientów strat. Jeżeli chodzi natomiast o ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego (dźwignię) środkiem proporcjonalnym jest zapewnienie klientom doświadczonym niższej ochrony niż pozostałym klientom detalicznym tj. umożliwienie dostawcom kontraktów na różnicę oferowania tym klientom wyższej dźwigni na wybrane rodzaje instrumentów.

Komisja Nadzoru Finansowego postanowiła udostępnić wyższą dźwignię dla dwóch z pięciu klas kontraktów na różnicę zgodnie z podziałem zaproponowanym w interwencji ESMA tj. dla głównych par walutowych oraz dla pozostałych par walutowych, głównych indeksów akcyjnych i złota.

Na podstawie przeprowadzonego wśród polskich dostawców kontraktów na różnicę badania ustalono, iż w tych klasach instrumentów bazowych dla kontraktów na różnicę, dla których organ nadzoru proponuje wyższy dla klienta doświadczonego limit dźwigni, zawierają się najbardziej popularne instrumenty handlowane przez klientów detalicznych w 2017 oraz w 2018 r. (także tych spełniających kryteria doświadczenia klienta doświadczonego).

Limit dźwigni dla powyższych klas depozytowych będzie opierać się na dotychczasowym limicie ustawowym tj. 100:1.

Dla pozostałych klas depozytowych, tj. dla kontraktów CFD opartych o towary i indeksy (niewymienione we wskazanych wyżej klasach), kryptowaluty oraz pozostałe instrumenty limit dźwigni będzie jednakowy dla klienta detalicznego oraz klienta doświadczonego i tożsamy z limitami ustalonymi przez ESMA.

Na potrzeby określenia początkowego depozytu zabezpieczającego dla CFD, dla których instrumentem bazowym jest kryptowaluta, przez kryptowalutę należy rozumieć walutę wirtualną, o której mowa w art. 2 ust. 2 pkt 26 ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (t.j. Dz. U. z 2019 r., poz. 1115) oraz w art. 1 pkt 2 lit. d Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/843 z dnia 30 maja 2018 r. zmieniającej dyrektywę (UE) 2015/849 w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu oraz zmieniająca dyrektywę 2009/138/WE i 2013/36/UE.

Ochrona przez zamknięcie pozycji to kolejne działanie mające na celu ochronę klientów detalicznych. Środek ten uzupełnia wprowadzenie ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego i zmniejsza ryzyko poniesienia znaczących strat dla klientów detalicznych, wykraczających poza kwotę zainwestowaną w kontrakt na różnicę w normalnych warunkach rynkowych.

Zapewnienie ochrony przez zamknięcie pozycji oraz standaryzacja poziomu, przy którym dostawcy kontraktów na różnicę są zobowiązani do zamknięcia otwartej pozycji na różnicę klienta (na poziomie 50% początkowego wymaganego depozytu zabezpieczającego), mają również na celu rozwiązanie problemu niespójnych praktyk dostawców kontraktów na różnicę w odniesieniu do automatycznego zamknięcia. Niektóre właściwe organy

krajowe zauważyły, że dostawcy CFD pozwalają, aby środki klientów spadły do poziomu 0–30% początkowego depozytu zabezpieczającego, wymaganego do otwarcia pozycji CFD⁵⁸⁾. Pozwalając na erozję depozytu zabezpieczającego do poziomu bliskiego zeru, dostawcy narażają klientów na ryzyko, że stracą więcej niż zainwestowali, zwłaszcza w przypadku wystąpienia zjawiska „luki cenowej”. I odwrotnie, zbyt wysoki poziom automatycznego zamknięcia narażałby klientów na częste zamykanie pozycji, co mogłoby nie być w ich interesie. Próg 50% zmniejsza ryzyko poniesienia znacznej straty przez klientów detalicznych, a zatem jest proporcjonalny.

Uwzględniając analizę przeprowadzoną przez ESMA, w tym opartą na odpowiedziach respondentów, Komisja Nadzoru Finansowego uważa, że ustandaryzowana zasada automatycznego zamknięcia dla całego rachunku (ang. *per account*) po osiągnięciu poziomu 50% całkowitej wartości początkowego depozytu zabezpieczającego stanowi bardziej proporcjonalną formę minimalnej ochrony, jaką należy zastosować – w odróżnieniu od alternatywnej możliwości wprowadzenia ochrony przez zamknięcie pozycji osobno dla każdej pozycji. W szczególności zasada ta powinna zapewniać zamykanie jednej lub większej liczby pozycji na różnicę na warunkach najkorzystniejszych dla klienta detalicznego w celu zapewnienia, aby wartość rachunku nie spadła poniżej 50% całkowitej wartości początkowego depozytu zabezpieczającego, jaki został wniesiony w dowolnym czasie w celu założenia wszystkich aktualnie otwartych pozycji. Wartość wniesionego depozytu zabezpieczającego, na potrzeby ochrony przez zamknięcie pozycji, powinna być ustalana w momencie otwarcia pozycji i pozostawać bez zmian do momentu zamknięcia pozycji. Wartość rachunku do tych celów powinna być ustalana na podstawie środków na rachunku wraz z niezrealizowanymi zyskami netto z otwartych pozycji powiązanych z rachunkiem.

ESMA przeprowadził analizę oczekiwanych wyników dla inwestorów w zależności od tego, czy automatyczne zamknięcie odbywa się osobno dla każdej pozycji (pozycja jest zamykana, gdy jej wartość spadnie poniżej 50% wartości początkowego depozytu zabezpieczającego) lub dla całego rachunku (pozycja jest zamykana, gdy wartość wszystkich otwartych pozycji związanych z rachunkiem transakcyjnym, wraz ze wszystkimi środkami na tym rachunku, spadnie poniżej 50% łącznej wartości całkowitego początkowego depozytu zabezpieczającego dla wszystkich otwartych pozycji na różnicę). W szczególności dokonano oceny częstotliwości automatycznego zamknięcia i skutków realizacji strat klientów dla symulowanego portfela pozycji na różnicę w ramach każdego scenariusza. W analizie nie oszacowano dokładnych wyników liczbowych, jako że istnieje ogromny zakres różnych potencjalnych portfeli, które inwestor mógłby posiadać. Zamiast tego w analizie rozważono, czy któraś z dwóch przedmiotowych zasad mogłaby generalnie zapewniać inwestorom lepsze wyniki. Ogólny wniosek był taki, że lepszy wynik inwestora w przypadku automatycznego zamknięcia osobnych pozycji (*per position*) lub całego rachunku (*per account*) zależy od zmian ceny instrumentów bazowych kontraktów na różnicę w portfelach inwestycyjnych. Wynika to z faktu, że po zamknięciu, które nastąpiłoby w oparciu o jedną zasadę, a nie drugą, cena instrumentu bazowego może ulec poprawie lub pogorszeniu.

Zasadniczo należałoby oczekiwać, że automatyczne zamknięcie będzie następowało częściej w przypadku zastosowania zasady *per position*, przy założeniu, że portfel inwestora jest w każdym przypadku taki sam. Jednak przewiduje się, że automatyczne zamknięcie będzie rzadkie w obu przypadkach ze względu na ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego. W przypadku klientów posiadających jedną pozycję na rachunku transakcyjnym nie będzie różnicy między zasadą *per position* a zasadą *per account*. Z analiz ESMA jasno wynika, że istnieje wiele detalicznych rachunków na różnicę, które obejmują tylko jedną pozycję.

Choć przewiduje się, że różnice między wynikami w przypadku zastosowania zasady zamknięcia osobnych pozycji i zasady zamknięcia całego rachunku będą niewielkie dla wielu inwestorów (ale nie można ich dokładnie określić ilościowo z racji braku reprezentatywnego portfela), z analiz ESMA wynikają dodatkowe powody, dla których zasada zamknięcia całego rachunku może być lepsza dla niektórych inwestorów. Po pierwsze, umożliwiając pokrywanie strat z jednej pozycji zyskami z innej pozycji, zasada zamknięcia całego rachunku przyczynia się do zróżnicowania portfela inwestycji. Po drugie, w zakresie, w jakim automatyczne zamknięcie występuje rzadziej, gdy odbywa się ono na zasadzie całego rachunku, inwestorzy są w mniejszym stopniu narażeni na koszty ponownego otwierania pozycji.

Zaproponowana przez ESMA ochrona przez zamknięcie pozycji nie uniemożliwia dostawcy kontraktów na różnicę dokonania automatycznego zamknięcia w oparciu o zasadę osobnych pozycji, a nie o zasadę całego rachunku, po osiągnięciu poziomu 50% początkowego depozytu zabezpieczającego dla danej pozycji; w istocie

⁵⁸⁾ Zob. przypis 18.

mogłoby to uprościć złożoność w przypadku klientów detalicznych. Ponadto, dokonując zamknięcia na zasadzie osobnych pozycji po osiągnięciu poziomu 50%, dostawca automatycznie spełnia wymóg zamknięcia na zasadzie całego rachunku, jako że wszystkie pojedyncze pozycje zostaną zamknięte zgodnie z zasadą zamknięcia po osiągnięciu poziomu 50%.

Ochrona przed ujemnym saldem ma na celu ochronę klientów detalicznych w wyjątkowych okolicznościach, gdy zmiana ceny instrumentu bazowego jest wystarczająco duża i nagła, aby uniemożliwić dostawcy kontraktów na różnicę zamknięcie pozycji zgodnie z wymogami ochrony przez zamknięcie pozycji, co skutkuje ujemnym saldem rachunku klienta. Innymi słowy duże wydarzenia rynkowe mogą powodować powstanie luk cenowych, uniemożliwiając skuteczną ochronę przez zamknięcie pozycji. Wiele właściwych organów krajowych⁵⁹⁾ zauważyło, że w wyniku wystąpienia takich zdarzeń zobowiązania klientów znacząco przerosły wartość zainwestowanych środków, powodując ujemne saldo rachunku.

Celem ochrony przed ujemnym saldem jest zapewnienie, aby maksymalne straty inwestora z transakcji, w tym wszystkie powiązane koszty, były ograniczone do sumy środków związanych z obrotem kontraktami na różnicę, jakie znajdują się na rachunku transakcyjnym inwestora. Powinno to obejmować wszelkie środki, jakie mają zostać wpłacone na rachunek z tytułu zysków netto z zamknięcia otwartych pozycji na różnicę powiązanych z tym rachunkiem. Inwestor nie powinien ponosić żadnych dodatkowych zobowiązań z tytułu transakcji. Pozostałe rachunki nie powinny stanowić części kapitału inwestora obciążonego ryzykiem. W przypadku gdy rachunek transakcyjny obejmuje również inne instrumenty finansowe (np. UCITS lub akcje), ryzykiem obciążone są tylko środki wyraźnie przeznaczone na transakcje w kontrakty na różnicę, nie zaś te przypisane innym instrumentom finansowym.

Kolejnym celem ochrony przed ujemnym saldem jest zapewnienie ochrony w przypadku skrajnych warunków rynkowych. ESMA przeprowadził analizę sytuacji dotyczącej franka szwajcarskiego ze stycznia 2015 r., aby ustalić jej bezpośredni wpływ na inwestorów w oparciu o różne scenariusze⁶⁰⁾. Te scenariusze były następujące:

- (i) ochrona przed ujemnym saldem na rachunku transakcyjnym CFD posiadany przez klienta detalicznego;
- (ii) ochrona przed ujemnym saldem w odniesieniu do każdej pozycji CFD posiadanej przez klienta detalicznego; oraz
- (iii) brak ochrony przed ujemnym saldem.

Oceniając poszczególne opcje, ESMA zauważył, że bezpośredni wpływ na inwestorów w ramach różnych scenariuszy w przypadku ekstremalnych wydarzeń na rynku należy rozważyć, biorąc pod uwagę bieżące koszty zapewnienia takiej ochrony. W szczególności dostawcy kontraktów na różnicę musieliby ponosić bieżące koszty związane z dodatkowym kapitałem lub zabezpieczeniami w ramach zarządzania ryzykiem. Część tych kosztów mogłaby z kolei zostać przeniesiona na samych inwestorów w postaci wyższych spreadów lub innych opłat.

Z drugiej strony, w przypadku braku ochrony przed ujemnym saldem powstaje ryzyko poważnej szkody dla konsumentów, które polega na możliwości powstania zobowiązań inwestora wobec firmy wskutek ekstremalnych warunków rynkowych. Taka sytuacja jest szczególnie niekorzystna dla inwestorów, którzy nie posiadają znaczącego płynnego majątku⁶¹⁾. ESMA postanowił przyjąć ochronę przed ujemnym saldem w odniesieniu do całego rachunku transakcyjnego jako sposób na wyeliminowanie źródła tej potencjalnie poważnej szkody przy jednoczesnym zminimalizowaniu związanych z tym kosztów dla firm i inwestorów. W szczególności ESMA uznał, że objęcie ochroną przed ujemnym saldem każdej poszczególnej pozycji na różnicę groziłoby obciążeniem inwestorów i firm nieproporcjonalnymi kosztami. Gdyby wprowadzono ochronę przed ujemnym saldem w odniesieniu do każdej pozycji, firmy byłyby zobowiązane do umarzania strat klienta wykraczających poza wartość środków dedykowanych danej pozycji, w tym początkowego depozytu

⁵⁹⁾ Na przykład DE-BaFin stwierdził, że niektórzy inwestorzy stracili więcej pieniędzy niż zainwestowali wskutek decyzji Narodowego Banku Szwajcarii o uwolnieniu kursu franka szwajcarskiego wobec euro. Dostępne na stronie: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa_en.html

⁶⁰⁾ „Sytuacja dotycząca franka szwajcarskiego” odnosi się do nagłej aprecjacji franka szwajcarskiego względem euro, rzędu 15 %, w czwartek 15 stycznia 2015 r.

⁶¹⁾ Szkoda wyrządzona w takiej sytuacji była widoczna w przypadku krachu franka szwajcarskiego, gdy niektórzy inwestorzy mimowolnie zaciągnęli dług rzędu dziesiątków tysięcy euro i nie byli go w stanie spłacić.

zabezpieczającego wraz z jego późniejszymi uzupełnieniami. Jako że ochrona przed ujemnym saldem nie pozwoliłaby na skompensowanie znacznych strat innymi pozycjami w portfelu klienta, zasada ochrony każdej pozycji zwiększałaby ryzyko rynkowe ponoszone przez firmy. Prawdopodobnym jest, że doprowadziłoby to do zwiększenia wymogów kapitałowych dla firm, których koszty zostałyby z kolei przeniesione na klientów detalicznych.

Jeżeli chodzi o propozycję ochrony przed ujemnym saldem, większość dostawców, brokerów i organizacji handlowych, które odpowiedziały na zapytanie ESMA w tym zakresie wyraziła pozytywną opinię. Niektórzy dostawcy zwrócili się o uszczegółowienie tej zasady. Zgłoszone obawy dotyczyły wpływu proponowanych środków na wymogi kapitałowe firm oraz możliwości ich wykorzystania przez klientów do spekulacji przeciwko dostawcom poprzez zajęcie dwóch przeciwstawnych pozycji na różnych rachunkach u tego samego brokera. Przedstawiciele konsumentów byli pozytywnie nastawieni do proponowanych środków, w tym ochrony przed ujemnym saldem. Ogólnie rzecz biorąc, osoby fizyczne, które odpowiedziały na zaproszenie do zgłaszania uwag i wyraźnie odniosły się do propozycji ochrony przed ujemnym saldem, wyrażały się pozytywnie o zaproponowanych rozwiązaniach.

Mając na uwadze powyższe, Komisja Nadzoru Finansowego zdecydowała, że w przypadku klientów detalicznych nieposiadających statusu klienta doświadczonego za proporcjonalne oraz właściwie adresujące zidentyfikowane ryzyko dla klientów detalicznych należy uznać środki interwencji w postaci ostrzeżeń o ryzyku, zakazu oferowania korzyści pieniężnych i niepieniężnych, ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego z uwzględnieniem dźwigni w wysokości niższej dla dwóch z pięciu klas kontraktów na różnicę w porównaniu do tej dostępnej dla klientów doświadczonych, ochrony przez zamknięcie pozycji oraz ochrony przed ujemnym saldem. Istotne jest, aby w szczególności klienci detaliczni rozpoczynający inwestowanie w kontrakty na różnicę mieli zapewnioną ochronę, w tym ochronę podwyższoną w porównaniu z klientami doświadczonymi w zakresie poziomu dźwigni finansowej.

W przypadku klientów doświadczonych Komisja Nadzoru Finansowego uznaje za proporcjonalne oraz właściwie adresujące ryzyko dla klientów detalicznych takie same środki interwencji jak te określone dla klientów niedoświadczonych, z tym że w zakresie wysokości dźwigni – biorąc pod uwagę wpływ obniżenia wysokości dźwigni na zachowanie klientów w postaci mniejszej aktywności inwestycyjnej z wykorzystaniem rachunków prowadzonych przez dostawców CFD posiadających zezwolenie KNF (spadek ilości liczby aktywnych klientów, spadek wolumenu oraz liczby transakcji), której towarzyszy zwiększona aktywność inwestycyjna z wykorzystaniem rachunków prowadzonych przez dostawców CFD spoza Unii Europejskiej, gdzie nie wprowadzono ograniczeń w zakresie dźwigni, jak również poziom wiedzy zainteresowanych klientów jako elementy obowiązkowe analizy proporcjonalności interwencji – Komisja Nadzoru Finansowego uznaje za proporcjonalne ustanowienie wysokości dźwigni w wysokości wyższej niż ta przewidziana dla klientów niedoświadczonych dla dwóch z pięciu klas kontraktów na różnicę.

W ocenie Komisji Nadzoru Finansowego, wprowadzone ograniczenia, w szczególności ochrona przez zamknięcie pozycji oraz ochrona przed ujemnym saldem, zapewniają odpowiednią ochronę klientów doświadczonych w zakresie elementów nie wpływających istotnie na stosowane przez nich strategie inwestycyjne, umożliwiając im jednocześnie świadome korzystanie z poziomu dźwigni adekwatnej do przyjętego przez klienta apetytu na ryzyko.

4. Przeprowadzenie konsultacji z właściwymi organami nadzoru w innych państwach członkowskich (art. 42 ust. 2 lit. d rozporządzenia 600/2014)

Komisja Nadzoru Finansowego uznaje, że niniejsza decyzja może wywrzeć znaczący wpływ na wszystkie państwa członkowskie Unii Europejskiej. Dlatego też pismem z dnia 13 czerwca 2019 r. przekazała do właściwych organów z wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej informację o planowanym podjęciu przedmiotowej interwencji oraz zwróciła się o zgłoszenie ewentualnego sprzeciwu lub przekazania opinii co do podjęcia takiego środka.

W odpowiedzi Komisja Nadzoru Finansowego otrzymała stanowisko: The Dutch Authority for the Financial Markets, tj. właściwego organu krajowego w Holandii (dalej jako „NL-AFM”); Austrian Financial Market Authority, tj. właściwego organu krajowego w Austrii (dalej również jako „AT-FMA”); Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, tj. właściwego organu krajowego w Niemczech (dalej również jako „DE-BaFin”) oraz UK-FCA.

DE-BaFin poinformował, że nie zgłasza zastrzeżeń odnośnie zakresu rozstrzygnięcia przyjętego przez Komisję Nadzoru Finansowego, które zostało objęte niniejszą decyzją, wskazał przy tym na zasadność doprecyzowania, że zakresem decyzji będą objęci również agenci wyłączni dostawców CFD. Mając to na uwadze, Komisja Nadzoru Finansowego potwierdza, że agenci (ang. *tied agents*) dostawców CFD są również związani niniejszą decyzją, ze względu na zasadę, że działalność agentów traktuje się jako działalność dostawców CFD, i nie jest konieczne odrębne ich wskazywanie w treści decyzji.

NL-AFM wskazał, że w jego opinii oczekiwanym jest podjęcie przez Komisję Nadzoru Finansowego działań odzwierciedlających interwencję ESMA tj. warunki określone przez ESMA regulujące wprowadzanie do obrotu, dystrybucję lub sprzedaż kontraktów na różnicę. NL-AFM podniósł obawy, że przyjęcie przez Komisję Nadzoru Finansowego innego rozwiązania niż środek nadzoru ESMA, może przynieść odwrotny skutek od oczekiwanej w UE konwergencji nadzorczej, może również powodować skutek w postaci problemów w zastosowaniu poszczególnych środków nadzoru przez podmioty nadzorowane, w tym może prowadzić do wzrostu kosztów oraz zwiększenia nakładów pracy nadzorczej. Holenderski organ nadzoru wskazał przy tym na zasadność wprowadzenia definicji klienta doświadczonego jedynie na terytorium RP.

AT-FMA poinformował, że nie zgłasza zastrzeżeń odnośnie zakresu rozstrzygnięcia przyjętego przez Komisję Nadzoru Finansowego, które zostało objęte niniejszą decyzją oraz potwierdził zasadność wprowadzenia definicji klienta doświadczonego jedynie w odniesieniu do terytorium RP.

UK-FCA ocenił również pozytywnie, że każdy organ krajowy posiada uprawnienie do oceny proporcjonalności zakresu decyzji o interwencji produktowej w zależności od zidentyfikowanego własnego rynku oraz grupy klientów detalicznych, których chronić będzie przedmiotowa regulacja. Wskazał przy tym na swoje obawy dotyczące braku wystarczającego, w jego ocenie, uzasadnienia dla zidentyfikowania odrębnej wysokości depozytu zabezpieczającego dla klientów doświadczonych oraz możliwości naruszenia tym samym zasady proporcjonalności w stosunku do ryzyk z tym związanych. UK-FCA wskazał na swoje poparcie środka podjętego przez ESMA i odnotowany skutek w postaci redukcji strat klientów detalicznych o 77,3 mln funtów odnotowany w Wielkiej Brytanii w okresie sierpień-październik 2018 r., co pozwala na założenie redukcji strat na poziomie 309,1 mln funtów w skali roku. Analizy własne UK-FCA wskazują na brak możliwości stałego uzyskiwania przez klientów detalicznych zysku z inwestycji w CFD oraz że jest dla tych klientów problemem korzystne powiązanie wysokości dźwigni finansowej z wynikiem osiąganym na pozycjach oraz z wysokością opłat pobieranych przez dostawców CFD. W ocenie UK-FCA limity dźwigni ograniczają ekspozycję klientów na straty, tym samym skutkując zmniejszeniem ich wysokości. Z analiz UK-FCA wynika również, że bardziej doświadczeni lub bogatsi klienci detaliczni stosujący wyższą dźwignię nie odnotowują niższych strat. UK-FCA jednoznacznie stwierdził, że dźwignia powinna pozostać utrzymana na poziomie zaprojektowanym przez ESMA. UK-FCA wniósł również o przekazanie danych i analiz przeprowadzonych przez Komisję Nadzoru Finansowego w przedmiotowej sprawie w związku z ustaloną przez Komisję Nadzoru Finansowego możliwością ustanowienia wyższego poziomu dźwigni dla grupy klientów doświadczonych.

Komisja Nadzoru Finansowego w ramach konsultacji z ESMA, o których mowa poniżej w pkt. 7, poinformowała ESMA, że zgłoszone uwagi organów nadzoru państw członkowskich zostaną przeanalizowane oraz objęte odpowiednio zakresem niniejszej decyzji.

5. Brak skutku dyskryminującego podjęcia niniejszej decyzji w odniesieniu do świadczonych usług lub działalności prowadzonej z innego państwa członkowskiego (art. 42 ust. 2 lit. e rozporządzenia 600/2014)

Należy stwierdzić, że wprowadzony niniejszą decyzją zakaz nie ma skutku dyskryminującego w odniesieniu do usług lub działalności świadczonych z innego państwa członkowskiego. Niniejszy zakaz obowiązuje wszystkich dostawców kontraktów na różnicę w takim samym stopniu, niezależnie od państwa członkowskiego, w którym znajduje się siedziba dostawcy.

6. Przeprowadzenie konsultacji z organami publicznymi dla nadzoru, administracji i regulacji rynków fizycznych produktów rolnych (art. 42 ust. 2 lit. f rozporządzenia 600/2014)

W związku z tym, że niniejsza decyzja może odnosić się do instrumentów pochodnych bazujących na towarach rolnych, Komisja Nadzoru Finansowego pismem z dnia 26 czerwca 2019 r. zwróciła się do Ministra Rolnictwa i Rozwoju Wsi, tj. organu publicznego właściwego do sprawowania nadzoru, administrowania i regulacji rynków towarów rolnych zgodnie z treścią rozporządzenia Rady (WE) nr 1234/2007, o wyrażenie opinii

w sprawie podjęcia przez KNF przedmiotowej decyzji. W piśmie z dnia 5 lipca 2019 r. znak sprawy: F.ri.030.19.2019 Minister Rolnictwa i Rozwoju Wsi poinformował, że nie zgłasza uwag do założeń przedmiotowej interwencji produktowej. Podkreślenia wymaga również, że w toku przeprowadzonych przez ESMA konsultacji z organami właściwymi do sprawowania nadzoru, administrowania i regulacji rynków towarów rolnych żaden z organów właściwych w tym zakresie nie zgłosił sprzeciwu wobec podjęcia tymczasowej interwencji dotyczącej kontraktów na różnicę.

7. Przekazanie do ESMA oraz pozostałych właściwych organów nadzoru informacji o planowanych środkach interwencji (art. 42 ust. 3 rozporządzenia 600/2014) oraz uzyskanie opinii ESMA w sprawie uzasadnienia oraz proporcjonalności niniejszej decyzji (art. 43 ust. 3 rozporządzenia 600/2014)

Komisja Nadzoru Finansowego przekazała do organów krajowych oraz do ESMA szczegółowe informacje w sprawie planowanej przedmiotowej interwencji produktowej w dniu 28 czerwca 2019 r. Tym samym Komisja Nadzoru Finansowego obowiązek wystąpienia do organów krajowych oraz do ESMA zrealizowała w ustawowym terminie wymaganym przepisem art. 42 ust. 3 rozporządzenia 600/2014.

W dniu 31 lipca 2019 r. ESMA na podstawie art. 43 ust. 2 rozporządzenia 600/2014 opublikował opinię sygn. ESMA35-43-1995 podjętą w dniu 30 lipca 2019 r. dotyczącą środków interwencji krajowej przyjętych przez Komisję Nadzoru Finansowego w zakresie kontraktów na różnicę⁶²⁾ (dalej zwaną również „opinią”), zgodnie z którą ESMA stwierdził, że niniejsza decyzja Komisji Nadzoru Finansowego jest uzasadniona oraz proporcjonalna za wyjątkiem określenia:

- zakresu terytorialnego oraz
- niższego poziomu depozytu zabezpieczającego dla klientów doświadczonych.

Z opinii wynika, że za uzasadnione oraz proporcjonalne zostało podjęcie przez Komisję Nadzoru Finansowego interwencji produktowej w zakresie, który jest co najmniej tak samo rygorystyczny jak interwencji produktowej ESMA.

Natomiast w zakresie, w którym ESMA nie uznał interwencji produktowej Komisji Nadzoru Finansowego za uzasadnioną oraz proporcjonalną, ESMA wyjaśnił, że w jego ocenie KNF nie wykazała danych nt. dającej się wyróżnić wśród klientów detalicznych grupy klientów, którzy mieliby odnotowywać niższe straty z inwestycji w CFD, jak również danych, które miałyby potwierdzać, że tacy klienci mają inne cele inwestycyjne, czy też akceptują wyższe ryzyko inwestycyjne, niż pozostali klienci detaliczni. W odniesieniu do zakresu terytorialnego interwencji produktowej ESMA wskazał, że rozwiązanie przyjęte przez KNF wywoła zjawisko nierównej ochrony klientów detalicznych z uwagi na obowiązek stosowania przez dostawców CFD różnych rozwiązań nadzorczych dotyczących inwestycji w CFD przyjętych przez poszczególne państwa członkowskie, w których dostawca CFD będzie oferował swoje usługi.

W ocenie KNF z uzasadnienia ESMA wynika, że ESMA przyjęła, że wyłączną przyczyną podjęcia działań przez krajowy organ nadzoru i identyfikacji problemu w dziedzinie ochrony inwestorów, czego wymaga przepis art. 42 ust. 2 lit. a rozporządzenia 600/2014, powinna być kwestia strat ponoszonych przez klientów detalicznych inwestujących w CFD. W ocenie Komisji Nadzoru Finansowego z opinii wynika również, że ESMA pominęła wynikający z art. 42 ust. 2 lit. c rozporządzenia 600/2014 wymóg identyfikacji przez krajowy organ nadzoru nad sektorem finansowym odpowiednich w stosunku do zdiagnozowanego problemu środków oraz oceny, w jakim stopniu mogą one w danych okolicznościach znaleźć zastosowanie. Komisja Nadzoru Finansowego wskazuje, że w tym celu niezbędna była identyfikacja okoliczności wskazanych w art. 42 ust. 2 lit. c) rozporządzenia 600/2014, co oznaczało, że w ramach badania właściwych dla zidentyfikowanego problemu środków Komisja zobligowana była wziąć pod uwagę, poza charakterem zidentyfikowanych zagrożeń, także wiedzę zainteresowanych inwestorów oraz prawdopodobny skutek działania dla inwestorów inwestujących w CFD.

Wskazania wymaga również, iż art. 43 ust. 2 rozporządzenia 600/2014 wskazuje na dwa rozłączne kryteria dotyczące proporcjonalności oraz uzasadnienia, które ESMA powinna zbadać w celu wydania swojej opinii. Otrzymana w przedmiotowej sprawie opinia odnosi się natomiast do obu kryteriów łącznie, zatem nie jest

⁶²⁾ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-35-43-1995-_esma_opinion_under_article_432_mifir_pl_cfd.pdf

możliwe odniesienie się przez Komisję Nadzoru Finansowego odrębnie do zastrzeżeń przedstawionych przez ESMA pod kątem ww. kryteriów.

Odnosząc się szczegółowo do opinii oraz uzasadnienia przedstawionego przez ESMA stwierdzić należy, że:

- W odniesieniu do zastrzeżeń ESMA dotyczących niższego poziomu depozytu zabezpieczającego dla klientów doświadczonych mających siedzibę lub miejsce stałego pobytu w Polsce stwierdzić należy, że zgromadzone przez KNF informacje wskazują, że po wejściu w życie interwencji ESMA duża część klientów detalicznych dokonujących inwestycji w CFD przeniosła swoją aktywność inwestycyjną w CFD do krajów spoza Unii Europejskiej albo zamierza to zrobić. Ze zgromadzonych informacji wynika, że przyczyną tego zjawiska jest określenie dźwigni finansowej dostępnej w Unii Europejskiej na zbyt niskim poziomie.

W ocenie KNF wystąpienie takiego zjawiska oraz jego dalsze trwanie oznacza, że klienci, którzy z uwagi na ograniczenia inwestycyjne obowiązujące na terenie UE kontynuują swoją działalność inwestycyjną poza terenem UE, pozostają narażeni na słabszą ochronę prawną z uwagi na różnice istniejące pomiędzy przepisami prawa obowiązującymi na terenie UE a przepisami obowiązującymi w porządkach prawnych poza UE.

Wprowadzenie definicji klienta doświadczonego – mającego siedzibę lub miejsce stałego pobytu wyłącznie na terenie RP – ma na celu zapobieżenie zjawisku przenoszenia przez klientów działalności inwestycyjnej poza UE poprzez realne umożliwienie tym klientom prowadzenia działalności inwestycyjnej na terenie UE na zasadach dostosowanych do ich oczekiwań odnośnie poziomu dźwigni finansowej.

Istotne jest, że dostęp do niższego poziomu depozytu zabezpieczającego (oznaczającego dostęp do wyższej dźwigni) będą mogli uzyskać jedynie ci klienci detaliczni, którzy będą w stanie wykazać niezbędną wiedzę oraz doświadczenie inwestycyjne. Celem takiego rozwiązania ma być identyfikacja wyłącznie tej grupy klientów spośród klientów detalicznych, którzy na podstawie szczegółowo określonych w decyzji kryteriów wykażą znajomość zasad dokonywania transakcji w CFD oraz wiążącego się z tym ryzyka inwestycyjnego.

- W odniesieniu do zastrzeżeń ESMA dotyczących braku przedstawienia przez KNF danych nt. określonej grupy klientów detalicznych, którzy mieliby odnotowywać niższe straty z inwestycji w CFD, mieć inne cele inwestycyjne, czy też akceptować wyższe ryzyko inwestycyjne niż pozostali klienci detaliczni, ponownie należy wskazać na zidentyfikowane przez KNF zjawisko przenoszenia przez klientów detalicznych aktywności inwestycyjnej w CFD do krajów spoza Unii Europejskiej z uwagi na zbyt niski poziom dźwigni finansowej w Unii Europejskiej.

Potwierdzone zostało, że klienci detaliczni, którym przyznanie statusu klienta doświadczonego byłoby możliwe, po wejściu w życie interwencji ESMA rozpoczęli przenoszenie swojej aktywności inwestycyjnej w CFD do krajów spoza Unii Europejskiej albo zamierzają to zrobić oraz że przyczyną tego zjawiska była zbyt niska dźwignia finansowa dostępna w Unii Europejskiej. Z tego punktu widzenia brak odnotowania niższych strat na inwestycjach w CFD wśród klientów doświadczonych nie ma znaczenia, zatem zarzut braku dowodów podniesiony przez ESMA należy uznać za nieuzasadniony.

Ponadto KNF wzięła pod uwagę poziom wiedzy klientów detalicznych, określając kryteria dotyczące poziomu wiedzy oraz doświadczenia inwestycyjnego klientów detalicznych, którzy będą mogli wystąpić o uzyskanie statusu klienta doświadczonego. Tym samym, z wyższego poziomu dźwigni finansowej będzie mogła korzystać grupa klientów detalicznych składająca się wyłącznie z klientów doświadczonych, tj. takich, którzy wykażą znajomość zasad dokonywania transakcji w CFD oraz wiążącego się z tym ryzyka inwestycyjnego, czym klienci tacy będą się wyróżniać od pozostałych klientów detalicznych niespełniających ustanowionych w decyzji kryteriów.

Odnosząc się do ww. zastrzeżeń ESMA wskazać również należy, że na chwilę obecną nie jest możliwe uzyskanie danych wskazanych przez ESMA również z uwagi na to, że zmiana statusu klienta detalicznego będzie możliwa jedynie na indywidualny wniosek klienta detalicznego i na obecny moment nie jest znana liczba klientów, którzy zdecydowaliby się wnioskować o uzyskanie takiego statusu. Dodatkowo również nie jest znana liczba dostawców CFD, którzy zdecydują się oferować klientom detalicznym możliwość zmiany statusu na status klienta doświadczonego.

- W odniesieniu do zastrzeżeń ESMA dotyczących zakresu terytorialnego decyzji KNF stwierdzić należy, że na chwilę obecną organy nadzoru innych państw członkowskich UE przyjęły środki nadzoru dotyczące

inwestycji w CFD, które się od siebie różnią. Istnieją również państwa, w których nie zostały jeszcze przyjęte żadne ograniczenia dotyczące inwestycji w CFD.

W ocenie KNF brak przyjęcia rozwiązania dotyczącego zakresu terytorialnego decyzji powodowałby w praktyce, że ostatecznie to dostawca CFD prowadzący działalność transgranicznie oceniałby, które środki interwencji należy w danym przypadku stosować, jako że ocena, który środek nadzoru jest mniej lub bardziej restrykcyjny należałaby do dostawcy CFD. To z kolei mogłoby prowadzić do arbitrażu, który zgodnie z przepisami art. 42 rozporządzenia 600/2014 nie może mieć miejsca.

Celem określenia zakresu terytorialnego stosowania decyzji KNF było zatem ustanowienie jednoznacznych zasad regulujących sposób prowadzenia działalności przez dostawców CFD w Polsce oraz w pozostałych państwach członkowskich UE – w tym w celu wyeliminowania możliwości stosowania przez dostawców CFD arbitrażu.

Mając zatem na uwadze treść opinii ESMA, w ocenie Komisji Nadzoru Finansowego rozstrzygnięcie jak w sentencji niniejszej decyzji jest uzasadnione oraz proporcjonalne i tym samym niezbędne jest jego podjęcie.

V. Zakres podmiotowy decyzji

Decyzja skierowana jest do dostawców CFD, przez których należy rozumieć jakiekolwiek osoby, niezależnie od tego, czy posiadają one osobowość prawną, które wprowadzają do obrotu, dystrybuują lub sprzedają CFD. Przez dostawców CFD należy wobec tego rozumieć również agentów firmy inwestycyjnej w rozumieniu art. 79 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

VI. Zakres terytorialny decyzji

Niniejsza decyzja ma zastosowanie:

- na terytorium RP, co oznacza, że dostawcy kontraktów na różnicę niezależnie od miejsca ich siedziby oraz kraju, z którego działają mają obowiązek przestrzegać decyzji w przypadku, w którym świadczą usługi na rzecz klientów mających siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu na terytorium RP; oraz
- z terytorium RP, co oznacza, że dostawcy kontraktów na różnicę mający siedzibę na terytorium RP mają obowiązek przestrzegać decyzji w przypadku, w którym świadczą usługi na rzecz klientów mających siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu poza terytorium RP.

Od obowiązywania niniejszej decyzji na terytorium RP decyzja nie przewiduje żadnych wyjątków, natomiast w przypadku świadczenia usług poza terytorium RP na rzecz klientów niemających siedziby lub miejsca zwykłego pobytu na terytorium RP, wprowadza się dwa odstępstwa.

Odstępstwa te mają na celu uregulowanie przypadków, w których dostawca CFD mający siedzibę na terytorium RP świadczy usługi na rzecz klienta mającego siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu w innym państwie, w którym obowiązuje interwencja albo inne prawnie wiążące regulacje, które dotyczą tych samych instrumentów finansowych (zdefiniowanych w taki sam sposób kontraktów na różnicę), których dotyczy niniejsza decyzja. W przypadku regulowania przez niniejszą decyzję oraz środki w innym państwie takich samych instrumentów finansowych albo praktyki dostawcy CFD, Komisja Nadzoru Finansowego uznaje, że dostawca CFD mający siedzibę na terytorium RP nie jest zobowiązany do przestrzegania niniejszej decyzji, lecz ma obowiązek dostosowania sposobu oferowania swoich usług na terytorium tego drugiego państwa wyłącznie do interwencji lub właściwej regulacji obowiązującej na terytorium tego drugiego państwa. Organ nadzoru podkreśla przy tym, że chodzi o te środki interwencji lub regulacje, które wiążą dostawcę CFD mającego siedzibę na terytorium RP, a zatem przedmiotowe odstępstwa nie obejmują środków, które właściwy organ w innym państwie skierował w sposób indywidualny do wybranych dostawców CFD nie mających siedziby na terytorium RP. W takim przypadku dostawca CFD mający siedzibę na terytorium RP jako niezwiązany tego rodzaju indywidualnymi środkami będzie zobowiązany przestrzegać na terytorium innego państwa warunków określonych w niniejszej decyzji.

U podstaw przyjętego przez organ nadzoru rozwiązania leży chęć zapewnienia nadzorowanym podmiotom przejrzystych zasad w przypadku pokrywania się różnych interwencji w sytuacji, gdy dany podmiot prowadzi działalność także poza terytorium RP. Opisane powyżej odstępstwa pozostają uzasadnione także z tego względu, iż właściwe organy państw goszczących w sposób oczywisty znajdują się bliżej rynku, który

nadzorują oraz są przez to lepiej przygotowane do jego oceny, a zatem również do zadecydowania, jakiego rodzaju środki interwencji okażą się skuteczne, zasadne oraz proporcjonalne z uwagi na zidentyfikowany w obliczu charakterystyki tego rynku problem. Przykładowo zatem, jeżeli organ właściwy innego państwa uzna, że wprowadza interwencję jedynie w zakresie kontraktów na różnicę opartych o złoto polegającą na ustanowieniu niższych limitów dźwigni niż w przypadku kontraktów opartych o inne aktywa bazowe, dostawca CFD mający siedzibę w RP, świadcząc usługi na rzecz klientów mających siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu na terytorium tego państwa, nie jest zobowiązany do przestrzegania niniejszej decyzji, a jedynie interwencji/regulacji wiążących go zgodnie z treścią interwencji/regulacji przyjętych przez właściwy organ w tym państwie.

Świadczenie usług w innym państwie członkowskim w przypadku świadczenia usług bez otwierania oddziału odbywa się po dokonaniu przez dostawcę CFD odpowiedniej notyfikacji właściwemu organowi państwa przyjmującego. Postanowienie to nie obejmuje zatem przypadków świadczenia usług bez dokonania takiej notyfikacji w przypadku, gdy nastąpiło ono z własnej wyłącznej inicjatywy klienta. Tego rodzaju przypadki również pozostają objęte odstępstwami, o których mowa w pkt. 9 decyzji, co reguluje wprost pkt. 11 decyzji.

Ocena siedziby lub miejsca zwykłego pobytu klienta detalicznego należy do dostawcy CFD. W przypadku osób prawnych będzie to zazwyczaj miejsce zarejestrowania osoby prawnej, natomiast w przypadku osób fizycznych będzie to miejsce, z którym osoba fizyczna pozostaje życiowo lub ekonomicznie związana oraz z którym wiąże się jej zamiar dłuższego przebywania np. w związku z wykonywaniem obowiązków zawodowych, pobieraniem edukacji. Dostawcy CFD powinni podjąć odpowiednie środki w celu wykluczenia „turystyki” ukierunkowanej na pozyskiwanie statusu klienta doświadczonego, pomimo braku spełnienia przez nich przesłanki posiadania siedziby lub miejsca zwykłego pobytu na terytorium RP.

Status klienta doświadczonego może być przyznany wyłącznie klientowi detalicznemu, który ma siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu na terytorium RP, co oznacza, że dostawca CFD, niezależnie od państwa, z którego świadczy usługi, nie może przyznać takiego statusu klientowi posiadającemu siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu poza terytorium RP. Wymóg ustalenia siedziby lub miejsca zwykłego pobytu na moment zawarcia umowy odnosi się wyłącznie do chwili, na którą siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu należy ustalić. Ustalenie siedziby lub miejsca zwykłego pobytu powinno natomiast nastąpić zgodnie z rzeczywistym stanem, za co pozostaje odpowiedzialny dostawca CFD.

Jeżeli chodzi o usługi świadczone na rzecz klientów mających siedzibę lub miejsce zwykłego pobytu poza Unią Europejską niniejsza interwencja nie wprowadza w omawianym zakresie żadnych wyjątków, co oznacza, brak możliwości stosowania zasad związanych ze statusem klienta doświadczonego do klientów nie mających siedziby lub miejsca zwykłego pobytu poza terytorium RP, a zatem również w państwach trzecich.

VI. Ogłoszenie oraz wejście w życie niniejszej decyzji

Zgodnie z art. 23h ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym niniejsza decyzja podlega ogłoszeniu w Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego.

Decyzja wchodzi w życie z dniem następującym po dniu jej opublikowania w Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego.

Mając powyższe na uwadze, uzasadnione jest podjęcie rozstrzygnięcia jak w sentencji niniejszej decyzji.

Pouczenie

Niniejsza decyzja jest ostateczna.

Prawo do wniesienia skargi do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego na niniejszą decyzję na podstawie art. 3 § 2 pkt 4 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (j.t. Dz. U. z 2018 r. poz. 1302, ze zm.; dalej jako „Ppsa”) przysługuje każdemu, kto ma w tym interes prawny (art. 50 § 1 Ppsa).

Skargę do sądu administracyjnego, zgodnie z art. 53 § 2 w związku z art. 54 § 1 Ppsa, wnosi się za pośrednictwem Komisji Nadzoru Finansowego w terminie trzydziestu dni od dnia, w którym skarżący

dowiedział się o wydaniu niniejszej decyzji. Zgodnie z art. 61 § 1 Ppsa wniesienie skargi do sądu administracyjnego nie wstrzymuje wykonania decyzji KNF.

Wpis stały od skargi wynosi 200 zł (§ 2 ust. 6 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 grudnia 2003 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami administracyjnymi; Dz. U. Nr 221, poz. 2193, ze zm.). Istnieje możliwość ubiegania się przez wnoszącego skargę o zwolnienie od kosztów albo przyznanie prawa pomocy w trybie i na zasadach określonych w art. 243-263 Ppsa oraz na podstawie rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 sierpnia 2015 r. w sprawie określenia wzoru i sposobu udostępniania urzędowego formularza wniosku o przyznanie prawa pomocy w postępowaniu przed sądami administracyjnymi oraz sposobu dokumentowania stanu majątkowego, dochodów lub stanu rodzinnego wnioskodawcy (Dz. U. poz. 1257, ze zm.).

W imieniu Komisji Nadzoru Finansowego

Przewodniczący

Komisji Nadzoru Finansowego

Jacek Jastrzębski