KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Przewodniczący
Andrzej Jakubiak

Warszawa, dnia 3 września 2013 r.

DRK/WRM/485/7/ 7 /69/2013/MK/PT

Szanowna Pani/Pan

Prezes Zarządu Domu Maklerskiego

Dyrektor

Biura Maklerskiego

Jednostki organizacyjnej banku prowadzącej działalność maklerską

Oddziału Zagranicznej Firmy Inwestycyjnej

Szanowni Państwo,

W nawiązaniu do wyjaśnień zaprezentowanych przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF, Urząd Komisji) w piśmie „Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usługi doradztwa inwestycyjnego" z dnia 27 marca 2012 r., sygn. DRK/023/27/5/V/14/2012/PT (dalej: Stanowisko) mając na względzie dalsze pytania i wątpliwości dotyczące tego zagadnienia pojawiające się ze strony uczestników rynku, w tym izby gospodarczej zrzeszającej firmy inwestycyjne, poniżej przekazuję dodatkowe wyjaśnienia.

Urząd pragnie podkreślić na wstępie, że zarówno poprzednie pismo, jak i niniejsze stanowisko ma na względzie zapewnienie należytej ochrony interesów klienta w kontaktach z firmą inwestycyjną, które nosiłyby znamiona wykonywania przez firmę usługi doradztwa inwestycyjnego. Należy mieć na uwadze, że klient, zwłaszcza detaliczny, otrzymując od firmy inwestycyjnej spersonalizowane sugestie określonych zachowań inwestycyjnych, postępuje w głębokiej wierze co do prawidłowości działań tej firmy. Klient pozostaje w przekonaniu, że czynności firmy inwestycyjnej są podejmowane w jego najlepiej pojętym interesie, a sugerowane decyzje inwestycyjne uwzględniają jego rzeczywiste indywidualne potrzeby i sytuację.

Uwzględniając powyższą okoliczność, fundamentalne staje się tworzenie maksymalnych gwarancji wykonywania tych czynności w sposób profesjonalny, w ramach należytej ochrony interesów klienta i zgodnego z prawem standardu postępowania firmy inwestycyjnej. Dotychczasowe działania podejmowane przez Urząd służą realizacji tego celu i mają

Pl. Powstańców Warszawy 1, skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1, tel. (+48 22) 262 41 11, faks (+48 22) 262 51 95, www.knf.gov.pl

przyczynić się do poprawy bezpieczeństwa obrotu oraz zwiększenia zaufania inwestorów do rynku kapitałowego. Nadmienić trzeba, że istotność zagadnienia dostrzegana jest również w analogicznych działaniach przedsięwziętych przez organy i instytucje Unii Europejskiej.

W prezentowanych dalszych wyjaśnieniach dotyczących zagadnienia doradztwa inwestycyjnego, Urząd zastrzega, iż poniższa interpretacja ma charakter komplementarny wobec treści zawartych w *Stanowisku*.

Odnosząc się generalnie do zagadnienia doradztwa inwestycyjnego, UKNF pragnie na wstępie wskazać, że kluczowe dla oceny wystąpienia świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego są okoliczności faktyczne i kontekst towarzyszący działalności firmy inwestycyjnej. Zaistnienie określonych, w niektórych sytuacjach, szczególnych okoliczności, może determinować wystąpienie usługi doradztwa inwestycyjnego. *A contrario* ich brak może decydować o tym, iż czynności firmy inwestycyjnej w stosunku do klienta nie będą klasyfikowane jako świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego na jego rzecz.
Mając na względzie powyższą konstatację, należy wskazać, że specyfika usługi doradztwa inwestycyjnego sprawia, iż nie jest możliwe egzemplifikowanie wszystkich (nawet najbardziej charakterystycznych) kategorii stanów faktycznych, z ich bezwzględną, jednoznaczną klasyfikacją na usługi doradztwa inwestycyjnego, bądź czynności niewypełniające przesłanek przedmiotowego rodzaju działalności maklerskiej.

W nawiązaniu do powyższego, UKNF zaznacza, iż nadal zachowują swoją aktualność uwagi zaprezentowane w materiałach szkoleniowych przekazanych uczestnikom rynku w dniu 25 lutego 2010 r. w ramach szkolenia, określające ogólne, ustawowe przesłanki pozwalające na rozgraniczenie poszczególnych usług maklerskich, w tym w szczególności tych odnoszących się do usługi doradztwa inwestycyjnego. Urząd stoi przy tym na stanowisku, które zostało kierunkowo potwierdzone przez Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (CESR) wyrażonym w dokumencie z dnia 19 kwietnia 2010 r. „*Questions and Answers – Understanding the definition of investment advice under MiFID*" (Ref. CESR 10 – 293)[1], iż ostateczna kwalifikacja, określonej czynności jako usługi doradztwa inwestycyjnego determinowana jest konkretnymi okolicznościami w danym stanie faktycznym.

UKNF podkreśla również, że jego intencją jest zagwarantowanie należytego świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego i zapewnienie klientom firm inwestycyjnych profesjonalnej obsługi, obejmującej prawidłowe wsparcie merytoryczne ze strony pracowników firmy inwestycyjnej w procesie podejmowania przez klientów decyzji inwestycyjnych. Urząd, poprzez realizację czynności nadzorczych dąży do wyeliminowania zachowań, które pozostając w kolizji z regulacjami prawnymi, nie chronią w sposób należyty najlepiej pojętego interesu klienta wykorzystującego informacje przekazywane mu przez firmę inwestycyjną (postrzeganą przez niego, jako instytucja zaufania publicznego) w przekonaniu, że czynności te mają charakter działań spersonalizowanych, uwzględniających sytuację i

[1] http://www.esma.europa.eu/system/files/10_293.pdf **[pkt 16 - 19]**

potrzeby klienta na rynku kapitałowym. Nie może przy tym znosić lub modyfikować aktualnych uwarunkowań prawnych praktyka firm inwestycyjnych wykształcona na kanwie przepisów obowiązujących przed pełną transpozycją systemu MiFID do polskiego porządku prawnego. Taką okolicznością sanującą nie powinna być także konieczność wprowadzenia szerokich zmian w relacjach kontraktowych z klientem, warunkach technicznych i organizacyjnych prowadzonej działalności czy też w sferze kompetencyjnej osób dedykowanych do obsługi klienta. Urząd zaznacza jednocześnie, że regulacje prawne w pełni implementujące reżim MiFID obowiązują już ponad trzy lata, a Urząd KNF podejmował działania edukacyjne, również w okresie, gdy proces transpozycyjny był jeszcze w toku.

Nawiązując do pojawiających się pytań związanych z rozstrzyganiem czy przekazywane materiały lub prezentowane wypowiedzi mają informacyjny charakter (tym samym walor edukacyjny) i nie noszą znamion świadczenia doradztwa inwestycyjnego, w opinii UKNF, należy wskazać na poniższe okoliczności.

Zdaniem Urzędu, materiały przekazane klientowi, czy też wypowiedź skierowana do klienta przez pracownika firmy inwestycyjnej będą miały charakter stricte informacyjny, o ile odznaczać się będą w szczególności obiektywizmem, bezstronnością, brakiem poglądów i rzetelną prezentacją faktów i liczb, bez ich interpretacji. Nie mają więc przykładowo charakteru stricte informacyjnego wypowiedzi ocenne, kierunkowo pokazujące określone zachowania inwestycyjne, czy nawet wypowiedzi niezawierające osądów, które posługują się faktami i liczbami, lecz sposób ich prezentacji (intencjonalna wybiórczość, akcentowanie poszczególnych wydarzeń lub danych) przez przeciętnego odbiorcę przekazu byłby postrzegany jako sugestia podjęcia oznaczonych zachowań (działań bądź zaniechań) inwestycyjnych. Obrazując istotę problemu i jej postrzeganie za pomocą przykładu, Urząd wskazuje, iż nie stanowiłoby usługi doradztwa inwestycyjnego przekazywanie inwestorowi/klientowi na jego życzenie informacji o fakcie opublikowania raportów bieżących spółki notowanej na rynku regulowanym lub informowanie o ich treści. W przedmiotowej sytuacji rolą firmy inwestycyjnej jest rozszerzanie wiedzy klienta o zdarzeniach zaistniałych w działalności spółki pozostającej w obrocie zorganizowanym. Podobna sytuacja wystąpi w przypadku przekazywania klientowi z jego własnej inicjatywy wiadomości, które nie są postrzegane jako wpływające na zachowania inwestycyjne, np. poinformowanie klienta, w związku z posiadanymi przez niego akcjami spółki publicznej, o terminie notowania prawa poboru, programie scalenia akcji czy dacie walnego zgromadzenia i jego porządku.
Z drugiej strony, analogiczna czynność może zostać zaklasyfikowana jako usługa doradztwa inwestycyjnego. Kwalifikacja taka wystąpi, gdy firma inwestycyjna, posiadając informacje o składnikach portfela klienta, w skład którego wchodzą np. akcje spółki publicznej, przekazuje tylko selektywne raporty, których treść może kształtować zamiary inwestycyjne, a tym samym wpływać bezpośrednio lub pośrednio na zachowania inwestycyjne przy jednoczesnym założeniu, iż wiedza i doświadczenie klienta pozwala jednoznacznie odczytać kontekst tych raportów. Tytułem przykładu można wskazać, iż wzmiankowane powyżej wybiórczo przekazywane raporty mogą dotyczyć informacji o zakupie znacznego pakietu akcji przez zarząd emitenta, znaczących inwestycjach emitenta itp. Przekazanie powyższych informacji,

mimo, że posiadają one pozornie walor informacji obiektywnych, z uwagi na podniesiony wyżej kontekst działania firmy inwestycyjnej (przekazanie z własnej inicjatywy, wybranych informacji, istotnych z punktu widzenia potencjalnych zachowań inwestorów) skutkuje wystąpieniem rekomendacji inwestycyjnej, gdyż należałoby przyjmować, że występuje tu sugestia kupna oznaczonego instrumentu finansowego.
Wątpliwości co do klasyfikacji usługi/czynności jako doradztwa inwestycyjnego mogą powstać również w kontekście prezentowania przez firmy inwestycyjne materiałów reklamowych. Niespornym jest, że materiały reklamowe *per se* nie będą stanowiły doradztwa inwestycyjnego, a celem zasadniczym ich sporządzenia i dystrybucji jest zwiększenie sprzedaży instrumentów finansowych i usług inwestycyjnych. Jednakże, o charakterze materiału nie przesądza jego tytuł albo nazwa lecz treść i sposób przekazywania odbiorcom. O ile więc określony materiał informacyjny będzie zawierał sugestię, iż dany instrument finansowy będzie odpowiedni dla pewnej grupy osób (reprezentujących określony profil inwestycyjny), a jednocześnie będzie dystrybuowany wśród określonego grona potencjalnych klientów, obejmujących klientów o profilu inwestycyjnym odpowiadającym profilowi wskazanemu w materiale to materiał ten będzie traktowany jako rekomendacja określonego zachowania inwestycyjnego a nie jako materiał o charakterze edukacyjno - informacyjnym.

Kolejnym zagadnieniem wymagającym wyjaśnienia, w związku z poglądami prezentowanymi przez niektórych uczestników rynku jest kwestia kwalifikacji wystąpienia usługi doradztwa inwestycyjnego w świetle istnienia sformalizowanej relacji kontraktowej pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem oraz powinności przeprowadzenia oceny odpowiedniości.

UKNF stwierdza, iż zawarcie umowy o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego nie jest przesłanką konstytuującą faktyczne wystąpienie usługi doradztwa inwestycyjnego. Tego rodzaju okolicznością jest natomiast zachowanie firmy inwestycyjnej (osób działających w jej imieniu) w sposób wypełniający dyspozycję art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi[2]. Brak świadczenia tego rodzaju usługi w oparciu o umowę zawartą pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem (tak w formie ustnej jak i pisemnej) czy też nieposługiwanie się regulaminem jest jedynie, w ocenie UKNF, niedopełnieniem obowiązku prawnego, jaki wynika z przepisów prawa[3]. Dodatkowo należy zwrócić uwagę na fakt, że zgodnie z treścią art. 76 Ustawy, doradztwo inwestycyjne nie musi być usługą płatną. Nie wydaje się też, że musi mieć charakter umowy ciągłej, ale może być również świadczone jednorazowo.

Analogiczne uwagi znajdują odpowiednie zastosowanie do kwestii niezbędnego uwzględnienia w sporządzanej rekomendacji inwestycyjnej kompleksowej wiedzy m.in. o potrzebach i sytuacji klienta, uzyskanej w ramach wypełnienia wymogu określonego w § 16

[2] Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej: Ustawa.
[3] Zob. np. zasadę wyrażoną w § 24 ust. 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy, oraz banków powierniczych (Dz.U. poz. 1078; zwane dalej Rozporządzeniem).

Rozporządzenia[4]. Firma inwestycyjna jest zobowiązana świadczyć usługę doradztwa inwestycyjnego w oparciu o potrzeby i sytuację klienta z uwzględnieniem zakresu informacji pozyskiwanych w ramach wymaganych przez § 16 ust. 1 Rozporządzenia. Usługa doradztwa inwestycyjnego nie jest jednakże determinowana przeprowadzeniem przez firmę inwestycyjną skrupulatnej weryfikacji klienta zgodnie z przepisami prawa, w szczególności z uwzględnieniem kryteriów wskazanych w § 16 Rozporządzenia. Przeprowadzenie wnikliwej analizy profilu inwestycyjnego klienta należy zaklasyfikować jako stan wysoce pożądany. Niemniej jednak, jak pokazuje praktyka rynku kapitałowego, w tym zakresie nie zawsze stan ten występuje i często sporządzanie rekomendacji inwestycyjnych dla klienta powstaje jedynie w oparciu o przybliżony profil inwestycyjny klienta. Przygotowanie pisemnej lub ustnej rekomendacji dotyczącej określonego instrumentu finansowego w oparciu o przybliżony profil klienta, bez uwzględnienia szczegółowo wszystkich elementów zawartych w treści § 16 Rozporządzenia, może wywołać u obiektywnego obserwatora wrażenie, iż rekomendacja powyższa jest sprofilowana pod kątem danego klienta, co w konsekwencji konstytuuje usługę doradztwa inwestycyjnego. Jednakże świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego w tych okolicznościach, w oparciu o szczątkowe, niepełne lub fragmentaryczne informacje o kliencie skutkuje świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego z naruszeniem przepisów prawa, w szczególności z naruszeniem przepisów Rozporządzenia. Definicja doradztwa inwestycyjnego została wskazana w treści art. 76 Ustawy i zawiera wyczerpujący katalog przesłanek konstytuujących doradztwo inwestycyjne klasyfikowane jako działalność maklerską zgodnie z art. 69 ust. 2 pkt 5 Ustawy. Natomiast przywołany przepis Rozporządzenia określa jedynie pożądany przez prawodawcę tryb i warunki wykonania usługi doradztwa inwestycyjnego. Istnienie określonej instytucji prawnej - tu instytucji doradztwa inwestycyjnego nie może być uwarunkowane stopniem szczegółowości i staranności wypełnienia przez firmę inwestycyjną obowiązków skorelowanych z daną instytucją/ usługą.

Reasumując, fakt, że firma inwestycyjna nie uzyskała wszystkich niezbędnych informacji, które wymagane są przez odpowiednie regulacje prawne nie oznacza niewykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego, lecz skutkuje zaistnieniem stanu nienależytego świadczenia tej usługi przez firmę inwestycyjną.

Innym zagadnieniem natury ogólnej, do którego UKNF pragnie się odnieść, jest kwestia rekomendowania klientowi tzw. grup instrumentów finansowych. Urząd zauważa, że przesłanką konstytuującą usługę doradztwa inwestycyjnego w świetle art. 76 Ustawy jest m.in. wskazanie określonego kierunku zachowania inwestycyjnego w stosunku do określonych instrumentów finansowych. Termin „*określony instrument finansowy*" nie należy jednak wyłącznie rozumieć jako instrument finansowy skonkretyzowany poprzez wskazanie wprost nazwy konkretnego emitenta i typu instrumentu (akcja, obligacja). Przyjmowanie takiej interpretacji byłoby w sposób nieuzasadniony zawężające, wypaczałoby sens i *ratio*

[4] Rozporządzenie zastąpiło rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. Nr 204, poz. 1577), jednakże należy zauważyć, że w wyjaśnianym zakresie dotyczącym przeprowadzania oceny odpowiedniości § 16 pozostał niezmieniony.

legis wprowadzonych regulacji oraz niweczyłoby ich cel. Termin „*określony*" należy postrzegać jako przedstawienie takiego zbioru danych (np. w sposób opisowy), które pozwalają na zidentyfikowanie, jakich konkretnych instrumentów finansowych rekomendacja dotyczy. Jeżeli więc firma inwestycyjna rekomenduje określone zachowania inwestycyjne w stosunku do grupy instrumentów finansowych, które *en bloc* sklasyfikowane są w praktyce obrotu na rynku kapitałowym w ramach określonych indeksów np. akcje emitentów w ramach indeksu najbardziej płynnych spółek, akcje spółek sektora bankowego notowane na danym rynku regulowanym i wszystkie te akcje są odpowiednie z punktu widzenia profilu inwestycyjnego klienta, to w istocie rekomendacja powyższa mieści się w ramach świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego. W tym kontekście UKNF stwierdza, iż firma inwestycyjna, zamiast pojedynczo wymieniać rekomendowane określone instrumenty finansowe, może dokonać rekomendacji w stosunku do specyficznej, wyselekcjonowanej i identyfikowalnej grupy instrumentów finansowych, które wszystkie są odpowiednie dla klienta.

Wyjaśniając jednocześnie naturę spersonalizowanej aktywności doradczej wyróżnionej w § 9 ust. 12 Rozporządzenia, Urząd wskazuje, że czynność ta polega na udzielaniu porad o charakterze ogólnym, dotyczącym inwestowania w instrumenty finansowe. Porada inwestycyjna nie ma za przedmiot sprecyzowanych (pojedynczo lub w formule zbiorczej) instrumentów finansowych, nie jest doradztwem inwestycyjnym, co potwierdza informacyjnie przepis § 9 ust. 13 Rozporządzenia. Najbardziej charakterystycznym w funkcjonowaniu polskiego rynku kapitałowego przykładem porady inwestycyjnej jest tzw. planowanie finansowe[5].

Kolejnym zagadnieniem, wymagającym wyjaśnienia w świetle uwag zgłaszanych Urzędowi Komisji, jest kwestia świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego w ramach dostępu do informacji zamieszczonych na stronach internetowych wymagających procesu uwierzytelniania i autoryzacji użytkownika.

Okoliczność ta (tzn. dostęp do sugestii zachowań inwestycyjnych zamieszczanych w serwisach o ograniczonym dostępie) może implikować potencjalnie wystąpienie usługi doradztwa inwestycyjnego. Powyższa kwalifikacja wystąpi, gdy klient ma dostęp po zalogowaniu, do serwisu informacyjnego firmy inwestycyjnej, niezależnie od jego profilu, ale rekomendacje, które są mu dostępne zostały wyselekcjonowane pod kątem jego wiedzy, doświadczenia, celów inwestycyjnych i poziomu absorpcji ryzyka. Analogiczna kwalifikacja wystąpi, gdy klient – wskutek udzielanych przez niego informacji – będzie profilowany przez firmę inwestycyjną pod kątem wiedzy i doświadczenia oraz celów inwestycyjnych na etapie procesu autoryzacji a następnie uzyska on dostęp do informacji lub rekomendacji, które korespondują z jego profilem inwestycyjnym.

Jednakże UKNF pragnie podkreślić, iż o ile zalogowanie do serwisu informacyjnego firmy inwestycyjnej nie wiąże się z weryfikacją wiedzy i doświadczenia klienta, jego składników majątkowych i innych kryteriów charakteryzujących jego profil inwestycyjny, to wówczas działanie takie zasadniczo nie powinno być klasyfikowane jako usługa doradztwa

[5] W zakresie sposobu rozumienia porady inwestycyjnej istotna jest również lektura pkt 33-35 przywołanych wytycznych CESR z dnia 19 kwietnia 2010 r.

inwestycyjnego. Tym samym, działanie firmy inwestycyjnej polegające na udzieleniu dostępu klientowi do serwisu informacyjnego (strony internetowej) bez weryfikacji jego profilu zapewniającego dostęp do ogólnych, wszystkich rekomendacji wydanych przez firmę inwestycyjną nie byłoby objęte reżimem doradztwa inwestycyjnego. Okolicznością, która może wzruszyć tę klasyfikację, jest sytuacja, w której firma inwestycyjna poprzez inne treści zamieszczone na stronie internetowej sugeruje bezpośrednio lub pośrednio, że rekomendacje tam zamieszczone są dla klienta odpowiednie.

Urząd wskazuje przy tym, że doradztwem inwestycyjnym nie będzie przekazywanie rekomendacji w oderwaniu od profilu inwestycyjnego, lecz bazujących na innym kryterium dotyczącym np. poziomu obrotów, wartości aktywów, liczby lat korzystania z usług firmy inwestycyjnej. Analogicznie, jako czynności niewypełniające znamion doradztwa inwestycyjnego, należy zaklasyfikować dystrybuowanie materiałów reklamowych, analitycznych, niesugerujących określonego zachowania inwestycyjnego dla klientów, którzy samodzielnie zadeklarowali chęć ich otrzymywania bądź pojedynczego klienta wnioskującego do firmy inwestycyjnej o ich przekazanie.

Nie będzie stanowić również doradztwa inwestycyjnego rekomendacja w zakresie oznaczonego instrumentu finansowego upowszechniana do publicznej wiadomości (do nieoznaczonego adresata), gdyż tego rodzaju aktywność podlega klasyfikacji jako usługa maklerska, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy[6].
W kontekście powyższego zagadnienia Urząd pragnie jednak wskazać na relację doradztwa inwestycyjnego w stosunku do działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy. Wyróżnienie tego zagadnienia jest istotne z uwagi na fakt, że działalność maklerska z art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy może polegać na sporządzaniu przez firmę inwestycyjną i przekazywaniu klientowi materiałów, które wprawdzie mogą zawierać rekomendacje co do zachowań inwestycyjnych w stosunku do określonych instrumentów, jednakże elementem odróżniającym tę aktywność od doradztwa inwestycyjnego jest fakt, iż oznaczone rekomendacje nie mają charakteru osobistych rekomendacji. Natomiast w sytuacji, gdy rekomendacja, pomimo przekazywania jej do szerokiego kręgu osób mających status klientów firmy inwestycyjnej, będzie nosiła znamiona indywidualnych rekomendacji, uwzględniających profil inwestycyjny klientów należących do takiego kręgu, działalność ta będzie doradztwem inwestycyjnym[7].
W tym zakresie, Urząd zaznacza dodatkowo, iż wykonywanie czynności stanowiących w zamierzeniu wykonywanie działalności, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy może mieć wpływ na klasyfikację aktywności jako usługi doradztwa inwestycyjnego. Jak wskazano wyżej, jedną z kluczowych determinant uznania działalności firmy inwestycyjnej za usługę maklerską z art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy jest okoliczność, gdy materiały informacyjne nie mają

[6] Świadczona z uwzględnieniem reżimu wynikającego z rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. Nr 206, poz. 1715, zwane dalej: rozporządzeniem o rekomendacjach), w przypadku, gdy przedmiotem rekomendacji jest instrument finansowy, o którym mowa w art. 43 ust. 1 Ustawy.
[7] Termin „szeroki krąg osób" wykorzystany w § 3 rozporządzenia o rekomendacjach ma znaczenie, gdy dystrybuowane rekomendacje nie mają charakteru spersonalizowanego i wywołuje ten skutek, że zastosowanie znajdzie reżim postępowania wynikający z powołanego aktu prawnego.

charakteru spersonalizowanego, o czym firma inwestycyjna może informować wyraźnie klienta, względnie pozwalać mu na powzięcie przeświadczenia, iż otrzymane materiały zostały mu przekazane niezależnie od jego potrzeb i indywidualnej sytuacji. Tego rodzaju praktyka (sposób postępowania), popierana przez Urząd, była przyjmowana w regulaminach świadczenia usługi maklerskiej składanych w ramach prowadzonego przed UKNF postępowania o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy. W postanowieniach, które miały być elementem relacji kontraktowej pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną wprowadzone zostały jednoznaczne zastrzeżenia, iż wszystkie opracowane przez firmę inwestycyjną rekomendacje w ramach w/w usługi maklerskiej nie stanowią usługi doradztwa inwestycyjnego i przekazywane są klientowi bez względu na jego profil inwestycyjny. Tego rodzaju postanowienia miały być elementem stworzenia gwarancji jednoznacznego sprecyzowania w stosunku do klienta typu stosunku prawnego łączącego go z firmą inwestycyjną.

Należy jednak pamiętać, iż zawarcie powyższych zastrzeżeń jest elementem komplementarnym i jednocześnie nie stanowi absolutnie elementu rozstrzygającego, iż określone rekomendacje zaopatrzone w powyższe klauzule nie będą stanowić usługi doradztwa inwestycyjnego. Przykładowo, pomimo zamieszczenia takiego warunku, może dojść do zmiany klasyfikacji usługi jako doradztwa inwestycyjnego. Taka sytuacja zaistnieje, jeżeli, w świetle okoliczności faktycznych, można wnioskować, że rekomendacja dotyczyła konkretnego instrumentu finansowego i została przekazana klientowi bądź grupie klientów wyselekcjonowanej pod kątem posiadania przez nich określonych cech, charakterystyk profilu inwestycyjnego. Powyższa interpretacja pozostaje w korelacji ze stanowiskiem CESR wyrażonym w przywołanym wyżej dokumencie „*Questions and Answers – Understanding the definition of investment advice under MiFID*"[8].

Wątpliwości uczestników rynku kapitałowego w zakresie jednoznacznej klasyfikacji usługi doradztwa inwestycyjnego powstają również na kanwie przekazywania klientom tzw. rankingów instrumentów finansowych. W tym kontekście, Urząd Komisji pragnie na wstępie wskazać, iż błędnym jest przyjmowanie założenia, że fakt przygotowania rankingu w oparciu o analizę instrumentu lub emitenta, a nie w oparciu o potrzeby lub sytuację klienta determinuje wyłączenie doradztwa inwestycyjnego.
Na wstępie należy wyróżnić okoliczność, że poprawnie sporządzona rekomendacja musi zawierać w sobie analizę instrumentu finansowego i emitenta. Tylko bowiem w ten sposób możliwe jest wyznaczenie prawidłowego zachowania inwestycyjnego (np. nabycia instrumentu finansowego w związku z jego niedoszacowaniem) oraz dopasowanie instrumentu finansowego do profilu inwestycyjnego klienta (wskazanie danej spółki spekulacyjnej dla klienta o podwyższonym tzw. apetycie na ryzyko, posiadającego adekwatną ilość wolnych środków pieniężnych). Dodatkowo, należy wskazać, że w zwyczajowym rozumieniu ranking to klasyfikacja w kolejności wartości liczbowych, przyporządkowanych według określonych kryteriów, wartościująca tym samym przedmiot objęty rankingiem.

[8] Zob. punkty 65 – 70.

Ponadto, należy wskazać, że częstym zjawiskiem jest obejmowanie rankingiem wyselekcjonowanej wstępnie grupy rzeczy (praw) spośród wszystkich dostępnych na rynku. Przekazywanie rankingów stanowić więc będzie wykonywanie usługi doradztwa inwestycyjnego, jeżeli z okoliczności towarzyszących ich przekazaniu, wynikać będzie rekomendowanie klientowi (uwzględniając jego profil) określonych zachowań inwestycyjnych w stosunku do oznaczonych instrumentów finansowych. Bez znaczenia pozostaje przy tym fakt, kto (firma inwestycyjna czy podmiot trzeci) sporządził ranking, o ile firma inwestycyjna swoim zachowaniem akceptuje ustalenia rankingu.

Urząd nie neguje idei zestawień, rozumiejąc potrzebę przekazywania klientowi pewnych uporządkowanych zbiorów danych, które pozwolą mu na samodzielną analizę, jaki instrument finansowy może być przedmiotem inwestycji. Wskazuje jednakże, że w określonych sytuacjach faktycznych przedstawienie zestawienia może nosić znamiona doradztwa inwestycyjnego. Ilustrując sposób postrzegania przez Urząd zjawiska, za tego rodzaju aktywność UKNF uznałby przekazanie klientowi o niskim apetycie na ryzyko rankingu najlepszych funduszy inwestycyjnych o adekwatnej polityce inwestycyjnej (określona, wybrana grupa, spośród wszystkich dostępnych), gdzie kryterium byłaby m.in. stopa zwrotu w danym okresie referencyjnym i koszty „wejścia" i „wyjścia" z funduszu. Tego rodzaju kwalifikacja nie zaistniałaby zaś w skrajnie odmiennym przypadku - przygotowania klientowi zestawienia obejmującego wszystkie fundusze inwestycyjne znajdujące się w ofercie firmy inwestycyjnej, niezależnie do struktury polityki lokacyjnej, gdzie dodatkowo zakres danych ujętych w zestawieniu nie obejmowałby szerokiego zakresu danych (np. rozszerzony o miejsce notowania ich instrumentów, rodzaj emitowanych lub wystawianych instrumentów finansowych, kraj siedziby funduszu itp.).

Odnosząc się do sygnalizowanych Urzędowi Komisji kwestii sposobu wyrażania oceny instrumentu finansowego w kontakcie z klientem, Urząd wskazuje na wstępie, że klasyfikacja danej czynności jako doradztwa inwestycyjnego bądź też jako działalności niewypełniającej tych znamion zależy od okoliczności towarzyszących działaniom pracownika firmy inwestycyjnej. Nie można więc uznać, że posłużenie się danym zwrotem (sformułowaniem) zawsze i bezwzględnie przesądzi o określonej kwalifikacji danej aktywności. Przykładem braku absolutnej reguły może być zwrot „*papier jest niedowartościowany*". Za działalność będącą doradztwem inwestycyjnym należy uznać sytuację, gdy pracownik firmy inwestycyjnej z własnej inicjatywy dzwoni do klienta, znając jego dotychczasową działalność inwestycyjną (tym samym mając pewną wiedzę o jego profilu inwestycyjnym) i wskazuje, że dany papier wartościowy jest niedowartościowany. W takiej sytuacji należy przyjąć, że pracownik wiedząc o profilu inwestycyjnym klienta uznał za stosowne poinformowanie go o potencjale inwestycyjnym oznaczonego papieru wartościowego. Tym samym, udzielił mu spersonalizowanej rekomendacji inwestycyjnej (należy mieć na uwadze, że rekomendacja dla swojego statusu nie musi zawierać poziomu cenowego nabycia). Odmienna sytuacja zaistnieje natomiast, gdy pracownik firmy inwestycyjnej wyrazi taką opinię wskutek żądania klienta, zarówno co do oceny danego papieru wartościowego, jak też ogólnego wniosku o wskazanie wszystkich papierów wartościowych z danego segmentu (np. indeksu) o potencjale wzrostowym.

Dodatkowo Urząd pragnie zwrócić uwagę, iż z uwagi na fakt, że doradztwo inwestycyjne może obejmować szereg stanów faktycznych, w tym także sytuacji, które nawet w przypadku posiadania wiedzy na temat istoty i charakteru doradztwa inwestycyjnego, mogą budzić nadal wątpliwości co do klasyfikacji w/w działalności jako doradztwa inwestycyjnego, w ocenie UKNF zasadnym byłoby rozważenie zawarcia przez firmę inwestycyjną z klientem umowy o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego. Takie działanie w znaczący sposób wyeliminowałoby ryzyko prowadzenia wskazanej działalności z naruszeniem przepisów prawa.

Niezależnie od zaprezentowanych wyżej konkluzji o charakterze ogólnym, Urząd pragnie przedstawić stanowisko w zakresie przykładowych stanów faktycznych, które mogą mieć miejsce w praktyce działania firm inwestycyjnych. Zaprezentowane przykłady bazują na dotychczasowych wątpliwościach i pytaniach zgłaszanych przez firmy inwestycyjne oraz organizację zrzeszającą domy i biura maklerskie.

Urząd pragnie zwrócić uwagę, że wyjaśnienia i klasyfikację zamieszczoną w oznaczonych przykładach należy odczytywać komplementarnie z wcześniejszym Stanowiskiem Urzędu związanym z zagadnieniem doradztwa inwestycyjnego.

Należy również mieć na względzie fakt, iż nieznaczna zmiana określonego komponentu stanu faktycznego albo zmiana relacji, w jakich klient pozostaje z firmą inwestycyjną może skutkować zmianą klasyfikacji prawnej działalności.

Przykład 1.

Makler papierów wartościowych opiekuje się grupą klientów VIP, którym w ramach opieki przekazuje pewne kategorie informacji, które zostały podane do publicznej wiadomości.

Makler przekazuje daną informację wszystkim klientom, bądź też przekazuje wiadomość dotyczącą danego instrumentu finansowego tylko tym klientom, którzy posiadają ów instrument.

Jaka z kategorii informacji przekazywana klientom stanowić będzie usługę doradztwa inwestycyjnego:

1) raport analizy technicznej sporządzony przez maklera,

2) raport opublikowany w ogólnodostępnych serwisach informacyjnych,

3) informacja podana do publicznej wiadomości w systemie ESPI bądź EBI,

4) dostępna publicznie rekomendacja innej firmy inwestycyjnej,

5) ocena wpływu danego zdarzenia na cenę instrumentu finansowego zaprezentowana przez maklera.

Klasyfikacja

Stan faktyczny zaprezentowany w przykładzie 1 zawiera w istocie szereg różnorodnych wariantów. W konsekwencji, potencjalnie generuje różną klasyfikację działalności podejmowanej przez maklera, na której ostateczny kształt mają wpływ okoliczności i kontekst odnoszący się do każdego rodzaju aktywności maklera.

W ocenie Urzędu, o ile makler przekazuje oznaczoną informację dotyczącą określonego instrumentu finansowego, a owa informacja nie uwzględnia profilu inwestycyjnego klienta to wówczas tego rodzaju czynność ma charakter przekazywania ogólnej informacji (np. raporty bieżące) bądź też nosi znamiona działalności maklerskiej, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Analogiczna klasyfikacja wystąpi w przypadku kategorii tzw. klienta VIP[9]. W opinii UKNF, o ile kategoria ta nie została wyselekcjonowana z punktu widzenia spełnienia kryteriów wskazanych w przepisach § 16 ust. 2 Rozporządzenia, to w konsekwencji rekomendacja powyższa również nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego.

Urząd przyjmuje natomiast, iż jeśli kategoria klienta VIP jest kategorią wyselekcjonowaną pod względem przesłanek i kryteriów odnoszących się do profilu inwestycyjnego klienta i w konsekwencji, uwzględniając ów profil, kieruje się do niej wybrane informacje dotyczące działalności emitenta jak np.: informację o zawarciu przez emitenta istotnej biznesowo umowy handlowej, nabyciu akcji w ramach transakcji własnych przez zarząd itp., to wówczas bez względu na sposób przekazania tej rekomendacji, tj. pośredni lub bezpośredni, takie działanie będzie kwalifikowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego. Dodatkowo, należy zwrócić uwagę na fakt, iż informacja o emitencie może być przekazywana przez maklera do klienta, który w jego ocenie może być potencjalnie zainteresowany określonym zachowaniem inwestycyjnym dotyczącym emitenta. Odnośnie środków, za pomocą których rekomendacja została przekazana, UKNF stwierdza, iż nie jest ona zawężona do typowych środków, względnie zwrotów towarzyszących modelowej usłudze doradztwa inwestycyjnego.

---

[9] Przyjmuje się, iż kategoria klienta VIP jest kategorią wyodrębnioną pod względem biznesowym (np. wartości aktywów, poziomu obrotów) i jej wyodrębnienie nie odnosi się do przesłanek konstytuujących profil inwestycyjny klienta wynikający z przepisów prawa.

Doradztwem inwestycyjnym w ocenie UKNF będzie również zwrócenie klientowi uwagi na określony artykuł, inną publikację lub raport w prasie specjalistycznej lub ogólnodostępnej dotyczącej emitenta lub przekazanie klientowi rankingu określonych instrumentów finansowych np. jednostek funduszy inwestycyjnych, o ile działania te determinowane są profilem inwestycyjnym klienta oraz kreują sugerowanie określonych zachowań inwestycyjnych.
Doradztwem inwestycyjnym w ocenie UKNF będzie również sytuacja, w której makler dzwoni do klienta, którego profil inwestycyjny zna, przekazując mu określoną informację dotyczącą emitenta np. raport o nabyciu przez emitenta udziałów w podmiocie konkurencyjnym, o ile klient i makler umówili się wcześniej, iż ta obiektywna informacja przekazana przez maklera ma być przez tego klienta zinterpretowana jako wskazanie określonego zachowania inwestycyjnego.
Podsumowując, ostateczna klasyfikacja działalności doradztwa inwestycyjnego uzależniona jest od kontekstu i okoliczności, w której jest ona świadczona. Wyselekcjonowanie określonych klientów z punktu widzenia ich profilu inwestycyjnego, a następnie wskazanie określonego zachowania inwestycyjnego w sposób bezpośredni lub pośredni dotyczący określonego instrumentu finansowego determinuje wystąpienie instytucji, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 5 Ustawy.

Przykład 2.
Firma inwestycyjna zwróciła się do wszystkich klientów z pytaniem „Czy chce Pan/Pani otrzymywać rekomendacje firmy inwestycyjnej, materiały analityczne oraz inne informacje tworzone w firmie". Część klientów wyraziła zgodę na otrzymywanie wszystkich materiałów, część na wybrane informacje, a część nie wyraziła zgody". W konsekwencji firma inwestycyjna kieruje do tych klientów, którzy wyrazili aprobatę dla otrzymywania materiałów analitycznych drogą mailową w/w materiały, raporty dzienne, raporty techniczne, rekomendacje maklerskie.
Czy takie działanie należy zaklasyfikować jako usługę doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja
W ocenie UKNF, jeśli klient firmy inwestycyjnej pragnie otrzymywać wszelkie informacje odnośnie sporządzonych przez firmę inwestycyjną rekomendacji, raportów analitycznych itp. bez wcześniejszego selekcjonowania tychże oraz bez udzielania informacji, iż instrumenty finansowe objęte tymi materiałami są odpowiednie dla klienta to wówczas działalność taka nie jest klasyfikowana jako działalność doradztwa inwestycyjnego.
Natomiast jeśli klient pragnie otrzymywać jedynie wybrane informacje, wskazujące bezpośrednio lub pośrednio na zachowania inwestycyjne, które odpowiadają kryteriom konstytuującym profil inwestycyjny klienta to należy przyjąć, iż firma inwestycyjna świadczy usługę doradztwa inwestycyjnego.
Analogiczna klasyfikacja będzie miała miejsce w okolicznościach, gdy klient będzie uzyskiwał informacje odnośnie określonych instrumentów finansowych po tzw. logowaniu do serwisu informacyjnego firmy inwestycyjnej (Urząd wskazuje, że wyjaśnienia odnośnie klasyfikacji działań firmy inwestycyjnej w przypadku dostępu klienta do rekomendacji, po przeprowadzeniu procesu autoryzacji, została zaprezentowana we wcześniejszej części

pisma). Jeśli proces logowania przebiega wedle algorytmu, który selekcjonuje klientów pod kątem profilu inwestycyjnego i w rezultacie klient uzyskuje określoną rekomendację inwestycyjną korespondującą z tym profilem to w takiej sytuacji takie działanie klasyfikowane jest jako doradztwo inwestycyjne. Doradztwem inwestycyjnym nie będzie natomiast uzyskiwanie dostępu do rekomendacji inwestycyjnej dotyczącej konkretnego instrumentu finansowego nawet po zalogowaniu jeśli proces logowania nie będzie przebiegał w sposób, który profiluje klienta pod kątem kryteriów inwestycyjnych. W tym przypadku również kontekst, w którym informacje są przekazywane ma swoje konsekwencje w zakresie klasyfikacji przedmiotowej działalności.

Przykład 3.

Firma inwestycyjna w procesie sprzedaży instrumentów finansowych, w tym jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych dokonuje za pomocą ankiety analizy profilu inwestycyjnego klienta. W wyniku przeprowadzonej analizy, firma inwestycyjna proponuje klientowi właściwą do jego profilu inwestycyjnego strukturę portfela, bez wskazywania konkretnych instrumentów finansowych lecz wskazuje klasy aktywów. Do każdej klasy aktywów firma inwestycyjna dołącza ranking instrumentów finansowych, który klient może wybrać w ramach wskazanych w strukturze portfela klas aktywów.

Czy takie działanie należałoby zaklasyfikować jako świadczenie doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

Przedstawiony w przykładzie 3 stan faktyczny kierunkowo nie jest klasyfikowany jako usługa doradztwa inwestycyjnego, o ile ograniczony jest do przedstawienia informacji lub zarekomendowania określonej podklasy instrumentów finansowych. Natomiast prezentacja rankingów instrumentów finansowych w okolicznościach wskazanych w przykładzie 3, tj. poprzedzona ankietą weryfikującą profil inwestycyjny klienta, implikuje w ocenie UKNF, wystąpienie usługi doradztwa inwestycyjnego. W takiej bowiem sytuacji, firma inwestycyjna, posiadając wiedzę w zakresie profilu inwestycyjnego klienta, opracowuje model portfela i jednocześnie wskazuje, które grupy oznaczonych instrumentów finansowych uznaje za optymalne do realizacji założeń portfela.

Przykład 4.

Firma inwestycyjna posiada część portalu (serwisu) dostępnego dla wszystkich oraz część portalu (serwisu) dostępnego dla zalogowanych użytkowników. Użytkownikami portalu (serwisu) zamkniętego są klienci firmy inwestycyjnej, którzy według własnego wyboru dokonali rejestracji w tej części serwisu.

Czy umieszczanie na serwisie zamkniętym rekomendacji maklerskich jest traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

Stan faktyczny przedstawiony w tym przykładzie, w ocenie Urzędu, może determinować powstanie usługi doradztwa inwestycyjnego, o ile każdy z klientów po zalogowaniu otrzyma rekomendację polegającą na wskazaniu określonego zachowania inwestycyjnego w zakresie oznaczonych instrumentów finansowych, którą w kontekście całokształtu okoliczności

faktycznych należy postrzegać jako rekomendację uwzględniającą indywidualną sytuację klienta (mając na uwadze informacje pozyskane również wcześniej o profilu i potrzebach inwestycyjnych klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie trwania danej relacji kontraktowej). W tym stanie faktycznym znajdą również zastosowanie uwagi, o których mowa w przykładzie 2 i wyjaśnienia natury generalnej zawarte we wcześniejszej części pisma.

Przykład 5.

Firma inwestycyjna otrzymała zgodę klienta na przekazywanie, przy pomocy kanałów komunikacji (e-mail, SMS, telefonicznie), informacji odnoszących się do zdarzeń w spółkach, których akcje posiadane są przez klienta. W oparciu o zgodę klienta, firma inwestycyjna przekazuje klientowi informację w w/w zakresie za pomocą wskazanych kanałów komunikacji.

Czy takie działanie firmy inwestycyjnej należy zaklasyfikować jako świadczenie doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

W odniesieniu do stanu faktycznego zaprezentowanego w tym przykładzie, Urząd stwierdza, iż jego klasyfikacja uzależniona jest od rodzaju informacji przekazywanych klientowi i ich faktycznej zawartości merytorycznej. UKNF przyjmuje, iż raporty bieżące, rekomendacje podane do publicznej wiadomości (do nieograniczonego kręgu adresatów) jak również sygnały analizy technicznej, jako informacje nie mające kierunkowo charakteru spersonalizowanej rekomendacji inwestycyjnej nie będą stanowiły usługi doradztwa inwestycyjnego.

Jednakże, w ocenie UKNF, należy zwrócić uwagę na fakt, iż przekazywanie tego rodzaju informacji może być skutkiem wcześniejszych uzgodnień inwestycyjnych podjętych między klientem a firmą inwestycyjną, które dotyczą informowania o momentach, w których klient powinien dokonać określonych działań inwestycyjnych. W konsekwencji, przekazywanie wskazanych informacji, mimo że informacje te *prima facie* mają charakter obiektywny, w świetle wcześniejszych uzgodnień inwestycyjnych może być odczytywane, w istocie jako rekomendacja zachowania inwestycyjnego dotycząca określonego instrumentu emitenta, którego te informacje dotyczą, np. zbycie lub nabycie znacznego pakietu akcji przez zarząd, zawarcie znaczącego kontraktu na rynkach międzynarodowych poszerzających rynek zbytu emitenta itp.

Przykład 6.

Czy stanowi usługę doradztwa inwestycyjnego przekazanie przez firmę inwestycyjną, na żądanie klienta, informacji dotyczących konkretnych instrumentów finansowych:

- ***ogólnodostępnych, w tym raportów analitycznych i rekomendacji,***
- ***będących rekomendacjami sporządzonymi przez tę firmę, które są udostępniane wyłącznie klientom tej firmy.***

Czy dokonywanie oceny przekazywanych informacji przez maklera opiekującego się klientem stanowi usługę doradztwa inwestycyjnego.

Klasyfikacja

Klasyfikacja stanu faktycznego wskazanego w punkcie 6 determinowana jest okolicznościami i kontekstem, w jakim informacje dotyczące konkretnych instrumentów finansowych są przekazywane. W ocenie UKNF, o ile firma inwestycyjna przekazuje klientowi ogólne informacje o emitencie instrumentu finansowego bez selekcjonowania ich pod kątem wiedzy, doświadczenia i celów inwestycyjnych klienta (abstrahując od nich), to wówczas powyższe działanie firmy inwestycyjnej nie może zostać zaklasyfikowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego. Taką działalność można ewentualnie analizować w kontekście usługi, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy. Natomiast, w ocenie UKNF, gdy firma inwestycyjna dokonuje z własnej inicjatywy procesu interpretacji przekazywanych informacji dotyczących konkretnego instrumentu finansowego w kontekście profilu inwestycyjnego klienta poprzez wskazywanie określonych zachowań inwestycyjnych to wówczas działalność taką należy zaklasyfikować jako usługę doradztwa. Tytułem przykładu można wskazać na zachowanie, które będzie klasyfikowane jako doradztwo inwestycyjne polegające na wskazaniu przez pracownika firmy inwestycyjnej, że w sytuacji pozostawania na miejscu klienta nie kupowałby oznaczonych akcji, w kontekście informacji dotyczącej złożenia przez emitenta wniosku o ogłoszenie upadłości.

Przykład 7.

Firma inwestycyjna zamierza publikować sygnały inwestycyjne dla portfela akcji, powstałe na bazie automatycznego systemu transakcyjnego lub wskutek indywidualnej oceny sytuacji fundamentalnej spółek. Sygnał transakcyjny zawierać będzie wskazanie konkretnego instrumentu finansowego, kierunku transakcji, poziomu alokacji oraz ceny. Takie sygnały będą publikowane w zamkniętym serwisie informacyjnym dla klientów firmy inwestycyjnej. Firma inwestycyjna rozważa również publikowanie sygnałów inwestycyjnych na otwartym serwisie bez żadnych ograniczeń w dostępie.

Czy tego rodzaju usługa stanowi doradztwo inwestycyjne ?

Klasyfikacja

W aspekcie ogólnym problematyka sygnałów inwestycyjnych stanowiła przedmiot analiz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA)[10], i kierunkowo została zaklasyfikowana w zależności od modelu biznesowego jako spełniająca przesłanki usługi:

a) doradztwa inwestycyjnego,
b) sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych,
c) zarządzania portfelem, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych.

W kontekście stanu faktycznego opisanego w tym przykładzie, w ocenie UKNF, można stwierdzić, iż w zależności od charakteru w/w informacji wypełnia on przesłanki doradztwa

[10] Zob. stanowisko do pytania nr 9 zamieszczone w dokumencie "MiFID Questions and Answers Investor Protection & Intermediaries" http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-382.pdf).

inwestycyjnego lub usługi polegającej na sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych.
Usługa taka będzie klasyfikowana jako usługa doradztwa inwestycyjnego, o ile sygnały inwestycyjne będą zawierały spersonalizowaną pod kątem potrzeb i sytuacji klienta rekomendację określonego zachowania inwestycyjnego tzn. będą wysyłane do klientów firmy inwestycyjnej wedle określonego kryterium profilu inwestycyjnego klienta, do którego będą rekomendowane określone instrumenty finansowe.
Natomiast, jeśli sygnał inwestycyjny będzie zawierał jedynie wskazanie kierunku zachowania inwestycyjnego bez uwzględnienia profilu inwestycyjnego klienta, do którego rekomendacja jest adresowana, to wówczas będzie to rekomendacja o charakterze ogólnym, niewypełniająca przesłanek doradztwa inwestycyjnego. W ocenie Urzędu na podkreślenie zasługuje fakt, iż formuła lub medium, za pomocą której rekomendacja jest przekazywana w sensie technicznym nie ma wpływu na klasyfikację usługi doradztwa inwestycyjnego.

W zakresie sygnałów inwestycyjnych, których treść obejmuje przykładowo ocenę sytuacji fundamentalnej spółek lub inne obiektywne zdarzenia dotyczące np. ceny instrumentu finansowego, o ile zostaną skorelowane z wcześniejszymi ustaleniami inwestycyjnymi pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem dotyczącymi informowania o momentach, w których klient powinien dokonać określonych działań inwestycyjnych, wówczas w ocenie UKNF, przekazywanie ogólnych informacji wskazanych powyżej może w kontekście całościowym oznaczać rekomendowanie określonego sposobu zachowania inwestycyjnego względem danego instrumentu finansowego, a w konsekwencji determinować usługę doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 8.
W trakcie spotkania pracowników firmy inwestycyjnej z inwestorami omawiane są perspektywy poszczególnych klas aktywów, w tym akcji notowanych na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW w Warszawie S.A., np. w przekroju sektorowym (WIG-Chemia, WIG-Banki) lub segmentowym (WIG20, mWIG40, sWIG80, WIGdiv). Na spotkaniu obowiązuje rejestracja uczestników.
Czy prezentowanie opinii przez prowadzącego spotkanie odnośnie perspektywy zmiany cen omawianych klas aktywów stanowić będzie świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego ?
Czy wpływ na tę klasyfikację może mieć:
- ***istnienie rejestracji bądź jej brak,***
- ***fakt, że w gronie uczestników spotkania są klienci firmy inwestycyjnej i inwestorzy niebędący jej klientami ?***

Klasyfikacja
Przedmiotowy stan faktyczny w ocenie UKNF konstytuuje usługę doradztwa inwestycyjnego jedynie, gdy kategoria osób zaproszonych na spotkanie (zarówno będących jak i nie będących klientami firmy inwestycyjnej) została wyselekcjonowana pod kątem określonych cech, kryteriów, jakie osoby te spełniają a omawiane perspektywy dotyczące określonych

instrumentów finansowych odnoszą się do oznaczonych instrumentów, które zostały skorelowane z profilem inwestycyjnym zaproszonych klientów.
Jak wskazał Urząd w wyjaśnieniach natury ogólnej, rekomendacjami są również wypowiedzi wskazujące kierunek inwestycyjny, poprzez podanie opisu cech instrumentu, które pozwolą w sposób jednoznaczny na identyfikację, jakiego oznaczonego instrumentu finansowego dotyczą. Wskazany w przykładzie 8 sektor „WIG Chemia" z uwagi na procesy konsolidacyjne zachodzące w branży chemicznej w Polsce może pozwolić na łatwą identyfikację, jakie instrumenty są przedmiotem rekomendacji inwestycyjnej. Analogiczne uwagi dotyczą sektora bankowego „WIG Banki". Z uwagi na niewielką liczbę banków notowanych na „WIG 20" możliwym jest rekomendowanie określonego instrumentu finansowego bez wyraźnego wskazywania nazwy emitenta lecz odwołanie się do pewnych ogólnie znanych charakterystyk np. rekomenduje się klientowi nabycie akcji największego (pod względem wartości rynkowej) banku notowanego na WIG.

Powyższe uwagi nie będą miały w ocenie Urzędu zastosowania do kategorii instrumentów finansowych wyodrębnionych pod względem np. segmentowym, gdzie klasa aktywów odnosić się będzie do ogólnie sektora „MWig 40" czy też „SWIG 80". Konstatacja ta wynika jednak raczej z faktu, że trudno zakładać wydawanie w sposób poprawny takich sugestii inwestycyjnych – niezależnie czy kwalifikowanych przez firmę inwestycyjną jako porada inwestycyjna czy też rekomendacja inwestycyjna. Trudno bowiem zakładać, że uwzględniając oczekiwania inwestycyjne klienta, możliwa jest aktywność doradztwa w zakresie tak szerokiego kręgu instrumentów finansowych, które pozostają różnorodne pod względem specyfiki i ryzyka inwestycyjnego.

Przykład 9.
W trakcie audycji telewizyjnej (radiowej) zaproszeni goście komentują sesję giełdową. Program odbywa się z udziałem telewidzów (słuchaczy), którzy mają możliwość zadawania pytań gościom, również odnośnie oceny przez nich konkretnej spółki. W odpowiedzi zaproszone osoby prezentują osądy wykorzystując sformułowania typu „kurs akcji spółki wydaje się być niedoszacowany", „opublikowana właśnie informacja ma szansę spowodować wzrost kursu akcji danej spółki".
Czy tego rodzaju czynności należy zakwalifikować jako usługę doradztwa inwestycyjnego ?
Czy wpływ na taką klasyfikację może mieć okoliczność, że osobą prezentującą ocenę jest pracownik firmy inwestycyjnej ?

Klasyfikacja
W ocenie UKNF przedmiotowa rekomendacja wydana w trakcie audycji telewizyjnej jako nie uwzględniająca profilu inwestycyjnego klienta (niespersonalizowana pod kątem danego inwestora) nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego. W tym kontekście należy mieć jednak na uwadze regulacje wynikające z art. 39 ust. 2 pkt 4 b Ustawy.

Przykład 10.
Firma inwestycyjna publikuje materiały analityczne w dwóch miejscach:
- na portalu dostępnym tylko dla zalogowanych użytkowników,

- na portalu (stronie internetowej) dostępnym dla każdego odwiedzającego.
Czy publikowanie materiałów na portalu o ograniczonych dostępie stanowi świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

UKNF stwierdza, iż w kontekście kwalifikacji opisanej w przykładzie 10 przedmiotowa usługa nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego, o ile treść wskazanych materiałów analitycznych nie będzie zawierała spersonalizowanych pod kątem danego inwestora rekomendacji określonych zachowań inwestycyjnych w odniesieniu do określonego instrumentu finansowego. *A contrario*, jeśli po zalogowaniu do portalu klient zostanie skategoryzowany pod kątem profilu inwestycyjnego za pomocą wewnętrznego algorytmu firmy inwestycyjnej i po przeprowadzeniu procesu logowania w powyższej formule uzyska dostęp do materiałów analitycznych zawierających określoną wskazówkę zachowania inwestycyjnego wyrażoną w sposób bezpośredni lub pośredni, to w konsekwencji zostanie objęty reżimem wynikającym z usługi doradztwa inwestycyjnego. Tytułem przykładu UKNF wskazuje, iż jeśli klient o niewielkim poziomie akceptacji ryzyka inwestycyjnego (profil ryzyka klienta został określony w trakcie procesu logowania) otrzyma wskazówkę zachowania inwestycyjnego, która będzie korespondowała z jego profilem to taka rekomendacja będzie postrzegana jako usługa doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 11.

Czy poniższe czynności firmy inwestycyjnej, w związku z przeprowadzoną analizą fundamentalną, skutkują klasyfikacją ich jako usługi doradztwa inwestycyjnego ?

1. ***Zamieszczanie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej rekomendacji „kup", „sprzedaj" itp.***
2. ***Zebranie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej, dostępnej po zalogowaniu, wszystkich rekomendacji firm inwestycyjnych dotyczących danego instrumentu finansowego dostępnych publicznie w internecie, z dodatkowym wyróżnieniem graficznym rekomendacji sporządzonej przez tę firmę inwestycyjną, na której stronie internetowej zebrano rekomendacje.***
3. ***Zebranie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej, dostępnej po zalogowaniu, wszystkich rekomendacji firm inwestycyjnych dotyczących danego instrumentu finansowego dostępnych publicznie w internecie, bez wyróżnienia graficznego rekomendacji sporządzonej przez tę firmę inwestycyjną, na której stronie internetowej zebrano rekomendacje (klient nie wie, czy i które informacje wydała firma inwestycyjna publikująca je na swojej stronie internetowej; mógłby ten fakt zweryfikować ew. w inny sposób).***
4. ***Wysłanie do klientów, którzy wyrazili na to zgodę, drogą elektroniczną, upublicznionej rekomendacji opracowanej przez firmę inwestycyjną.***
5. ***Wysłanie do klientów, którzy wyrazili na to zgodę, drogą elektroniczną, rekomendacji opracowanej przez firmę inwestycyjną przed jej upublicznieniem.***
6. ***Poinformowanie klienta w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja innej firmy inwestycyjnej, dotycząca danego instrumentu finansowego, którego klient nie posiada w portfelu.***

7. ***Poinformowanie klienta w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja innej firmy inwestycyjnej, dotycząca danego instrumentu finansowego, który klient posiada w portfelu.***
8. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia została upubliczniona rekomendacja opracowana przez tę firmę, dotycząca danego instrumentu finansowego, którego klient nie ma w portfelu.***
9. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia została upubliczniona rekomendacja opracowana przez tę firmę, dotycząca danego instrumentu finansowego, który klient posiada w portfelu.***
10. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia została wydana rekomendacja (niedostępna publicznie) opracowana przez tę firmę, dotycząca danego instrumentu finansowego, którego klient nie ma w portfelu.***
11. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia została wydana rekomendacja (niedostępna publicznie) opracowana przez tę firmę, dotycząca danego instrumentu finansowego, który klient posiada w portfelu.***

Klasyfikacja do punktu 1

Zamieszczenie na powszechnie dostępnej stronie internetowej skierowanej do nieoznaczonego adresata rekomendacji fundamentalnej „kupuj" z ceną docelową wydaną przez firmę inwestycyjną nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego. Może być natomiast postrzegane jako działalność, o której mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Klasyfikacja do punktu 2-3

Zebranie na stronie internetowej dostępnej po zalogowaniu wszystkich rekomendacji dla danego instrumentu dostępnych publicznie w Internecie, a pochodzących z rożnych firm inwestycyjnych z dodatkowym oznaczeniem graficznym rekomendacji wydanej przez daną firmę inwestycyjną, w ocenie UKNF, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego. Jednakże UKNF stwierdza, iż jeśli proces logowania związany jest z procesem selekcji klienta pod kątem spełnienia określonych kryteriów inwestycyjnych, profilu inwestycyjnego to w konsekwencji dostęp do takiej rekomendacji czy tez materiałów analitycznych może wypełnić przesłanki usługi doradztwa inwestycyjnego. Analogiczna sytuacja wystąpi również, gdy firma inwestycyjna w sposób bezpośredni lub pośredni sugeruje, że rekomendacja odnośnie danego instrumentu finansowego (bez względu na podmiot sporządzający) jest w jej ocenie odpowiednia dla klienta.

Klasyfikacja do punktu 4

W ocenie UKNF przedmiotowy stan faktyczny nie konstytuuje kierunkowo usługi doradztwa inwestycyjnego, o ile rekomendacja przekazywana za pomocą maila jest również dostępna publicznie. W tym punkcie znajdują również zastosowanie odpowiednio uwagi wskazane w Klasyfikacji do punktu 2-3.

Klasyfikacja do punktu 5

Kryterium determinującym w tym przypadku powstanie usługi doradztwa inwestycyjnego będzie okoliczność czy rekomendowanie danego instrumentu finansowego klientowi uwzględnia jego profil inwestycyjny i czy może być odbierane jako personalna wskazówka określonego zachowania inwestycyjnego. W ocenie UKNF, jeśli wysłanie do klientów maila z informacją zawierającą treść rekomendacji, względnie materiałów informacyjnych, będzie

poprzedzone weryfikacją i selekcją klienta pod kątem jego profilu inwestycyjnego, to wówczas działalność ta będzie klasyfikowana jako doradztwo inwestycyjne.

Klasyfikacja do punktu 6 - 11

Informacja wskazana w przykładzie 6 – 11 nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego. Jeśli jednak firma inwestycyjna uzgodniła z klientem, którego profil inwestycyjny jest jej znany, iż ta przekaże mu w określonym momencie w przyszłości określoną informację odnośnie emitenta i informacja ta może zostać zinterpretowana jako kierunkowe wskazanie określonego zachowania inwestycyjnego, to wówczas działalność taka stanowi usługę doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 12

Czy poniższe czynności firmy inwestycyjnej, w związku z przeprowadzoną analizą fundamentalną, należałoby zaklasyfikować jako usługę doradztwa inwestycyjnego ?

1. ***Zamieszczanie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej sygnałów kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp.***
2. ***Wysłanie do klientów, którzy wyrazili na to zgodę, drogą elektroniczną, dostępnych również publicznie sygnałów kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp. w wyniku analizy przeprowadzonej przez firmę inwestycyjną.***
3. ***Wysłanie do klientów, którzy wyrazili na to zgodę, drogą elektroniczną, niedostępnych publicznie sygnałów kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp. w wyniku analizy przeprowadzonej przez firmę inwestycyjną.***
4. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja z sygnałami kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, którego klient nie posiada w portfelu, wydana przez inną firmę inwestycyjną.***
5. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja z sygnałami kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, który klient ma w portfelu, wydana przez inną firmę inwestycyjną.***
6. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się publicznie rekomendacja z sygnałami kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, którego klient nie posiada w portfelu, wydana przez tę firmę.***
7. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się publicznie rekomendacja z sygnałami kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, który klient ma w portfelu, wydana przez tę firmę.***
8. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja (niedostępna jeszcze publicznie) z sygnałami kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, którego klient nie posiada w portfelu, wydana przez tę firmę.***
9. ***Poinformowanie klienta przez firmę inwestycyjną w trakcie rozmowy, że tego samego dnia ukazała się rekomendacja (niedostępna jeszcze publicznie) z sygnałami***

kupna, sprzedaży, stop loss, take profit itp., na dany instrument finansowy, który klient posiada w portfelu, wydana przez tę firmę.

10. *Czynności wskazane w pkt 5-10, z zastrzeżeniem, że informacje odnoszą się do kilku skonkretyzowanych instrumentów finansowych.*

Klasyfikacja

Stan faktyczny, o którym mowa w tym przykładzie wykazuje pewne analogie do stanów faktycznych wymienionych w przykładzie 11. UKNF stwierdza, iż samo przekazanie informacji odnośnie emitenta nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego. Działalność ta może być klasyfikowana w aspekcie usługi z art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy lub jako wyłącznie przekazanie informacji. Jeżeli jednak przekazanie informacji o instrumencie finansowym będzie poprzedzone weryfikacją profilu inwestycyjnego z uwzględnieniem kryteriów, o których mowa w przepisach rozporządzenia, a informacja ta będzie zawierała określoną wskazówkę zachowania inwestycyjnego, to wówczas działalność ta będzie klasyfikowana jako usługa doradztwa inwestycyjnego. Analogiczna klasyfikacja będzie miała miejsce w okolicznościach, gdy klient uzgodni z firmą inwestycyjna, iż ta będzie przekazywać w określonych momentach strategiczne informacje odnośnie emitenta lub odnośnie określonego instrumentu finansowego kierunkowo sugerujące zachowanie inwestycyjne. UKNF wskazuje, iż dla klasyfikacji działalności doradztwa inwestycyjnego bez znaczenia pozostaje sposób lub instrumentarium, za pomocą którego rekomendacja inwestycyjna jest przekazywana, tj. np. analiza techniczna, raport bieżący spółki, raporty ESPI. Kluczową rolę dla oceny kategorii działalności jako doradztwa inwestycyjnego odgrywają okoliczności i kontekst, w jakim usługa, działalność jest świadczona.

Przykład 13

Jak należy ocenić następujące sytuacje faktyczne:

1. *Pracownik firmy inwestycyjnej samodzielnie inicjuje kontakt z klientem (np. mając na względzie sytuację rynkową) podając mu parametry zlecenia, a klient potwierdza jego treść;*
2. *Pracownik firmy inwestycyjnej samodzielnie dzwoni do klienta i informuje go o aktualnej sytuacji na rynku;*
3. *Pracownik proponuje klientowi złożenie zleceń typu DDM, gdyż jest to wygodniejsze dla klienta;*
4. *Pracownik proponuje klientowi złożenie zleceń typu DDM zarówno na kupno jak i sprzedaż instrumentu finansowego, aby móc aktywnie reagować na sytuację na rynku.*

Klasyfikacja do punktu 1 – 4

Kierunkowo zachowanie opisane w punkcie 1 - 4 może skutkować powstaniem usługi doradztwa inwestycyjnego. Pracownik firmy inwestycyjnej wybiera określonego klienta i wskazuje mu treść zlecenia, tj. wskazuje kierunek inwestycyjny, który klient, za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, powinien zrealizować. Ponadto, w okolicznościach wskazanych w tym przykładzie, UKNF przyjmuje założenie, że firma inwestycyjna jest świadoma działań pracownika firmy i akceptuje je, przy pełnej aprobacie komórki ds. zgodności działalności z prawem.

Przykład 14

Czy dopuszczalne jest w materiałach informacyjnych, ulotkach, broszurach itp. wykorzystywanie sformułowań typu: „Zapraszamy do kupna akcji", „Kup u Nas", „Zachęcamy do kupna akcji", „Nasi pracownicy pomogą Ci w wyborze inwestycji, portfela funduszu", „Skorzystaj z pomocy Naszych pracowników w inwestowaniu na giełdzie"

Klasyfikacja

W odniesieniu do stanu faktycznego zaprezentowanego w powołanym przykładzie UKNF stoi na stanowisku, iż zawarte w nim sformułowania mają charakter *stricte* reklamowy – marketingowy, związany z aktualną ofertą produktowo-usługową firmy inwestycyjnej, a jednocześnie posiadają ogólną naturę, tj. nieodnoszącą się do konkretnego instrumentu finansowego. W konsekwencji, opisane w tym przykładzie czynności firmy inwestycyjnej nie stanowiłyby usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 15

Firma inwestycyjna przeprowadza akcję informacyjną dotyczącą instrumentów finansowych lub oferty firmy inwestycyjnej. W trakcie kontaktów z klientami (np. telefonicznych) pracownicy firmy inwestycyjnej ograniczają się do przekazywania podstawowych informacji związanych z przedmiotem akcji i nie sugerują określonych zachowań inwestycyjnych. Przekaz kierowany jest do oznaczonego kręgu odbiorców. Najczęstszym przedmiotem tych akcji jest informowanie określonej grupy klientów o:

- ***wezwaniu na sprzedaż akcji,***
- ***zapisach na akcje w ramach oferty publicznej,***
- ***zapisach na nowe akcje w ramach prawa poboru,***
- ***wypłacie dywidendy,***
- ***dacie debiutu giełdowego i możliwości zakupu akcji,***
- ***możliwości lokowania środków na lokacie typu over night,***
- ***konkursach organizowanych przez firmę inwestycyjną,***
- ***akcjach promocyjnych np. związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.***

Czy tego rodzaju aktywność firmy inwestycyjnej należy klasyfikować jako świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

W odniesieniu do stanu faktycznego zaprezentowanego w tym przykładzie, UKNF stwierdza, iż w przypadku, gdy firma inwestycyjna będzie przekazywać swoim klientom informacje (obiektywne, nie zawierające wypowiedzi ocennych) dotyczące aktualnych wydarzeń rynkowych lub dotyczące oferty firmy inwestycyjnej stan ten nie będzie implikować wystąpienia zasadniczo usługi doradztwa inwestycyjnego[11]. Jednocześnie do przedmiotowego

[11]Należy mieć jednak na uwadze fakt, iż jeśli na kanwie przedmiotowych informacji zostaną sformułowane spersonalizowane pod kątem profilu inwestycyjnego klienta rekomendacje zawierające kierunek zachowania inwestycyjnego to wówczas takie czynności mają charakter usługi doradztwa inwestycyjnego.

stanu faktycznego znajdują zastosowanie uwagi zawarte w przypisie nr 5 niniejszego stanowiska.

Przykład 16

Czy dopuszczalne jest przekazanie klientowi narzędzia, przy pomocy którego, klient będzie samodzielnie, na podstawie wpisanych przez siebie danych (np. wielkość portfela, liczba transakcji, poziom akceptowalnego ryzyka) budować sobie profil inwestycyjny i skład portfela.

Klasyfikacja

W odniesieniu do stanu faktycznego, o którym mowa w przykładzie 16, UKNF stwierdza, iż udostępnienie klientowi urządzeń infrastruktury teleinformatycznej umożliwiającej przeprowadzenie przez klienta procesów ewaluacyjnych pozwalających na poznanie jego profilu inwestycyjnego, o ile zakończone jest wydaniem przez w/w urządzenie:

- określonej rekomendacji zachowania inwestycyjnego,
- odnośnie oznaczonego instrumentu finansowego,
- korespondującego z profilem inwestycyjnym klienta (zgodnie z przeprowadzonym badaniem);

to ten sposób postępowania będzie stanowił świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego przez firmę inwestycyjną udostępniającą w/w urządzenie.

Natomiast UKNF stwierdza, że samo przeprowadzenie za pomocą urządzeń infrastruktury teleinformatycznej procesu ewaluacji klienta, które nie zostanie zakończone wydaniem rekomendacji inwestycyjnej dla klienta nie będzie stanowić usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 17

Klient posiada wolne środki pieniężne w wysokości 100 tys. złotych. Na spotkaniu pracownik firmy inwestycyjnej, który jest jego opiekunem zastanawia się nad najlepszym dla klienta sposobem alokacji tych środków. W celu lepszego poznania klienta opiekun, w ramach oceny odpowiedniości, zadaje pytania dotyczące wiedzy i doświadczenia klienta, sytuacji majątkowej i akceptowalnego poziomu ryzyka inwestycyjnego. Z rozmowy z klientem wynika, że profil klienta jest profilem umiarkowanie agresywnym a klient posiada doświadczenie w inwestowaniu, w tym w inwestycje w akcje.

Bazując na uzyskanych informacjach, opiekun prezentuje ofertę produktów inwestycyjnych, w szczególności wskazując na dostępne w ofercie firmy inwestycyjnej fundusze zrównoważone. Przedstawiając ofertę takich funduszy, opiekun uzasadnia ten wybór, uwzględniając informacje uzyskane w ramach przeprowadzonej oceny odpowiedniości. Po uzyskaniu akceptacji klienta na ten rodzaj funduszy inwestycyjnych przeprowadzana jest prezentacja dostępnych funduszy wraz z informacjami dotyczącymi tego typu instrumentów finansowych (polityka inwestycyjna, wyniki historyczne, koszty „wejścia i wyjścia" itp.). Wybór kupna jednostek uczestnictwa konkretnego funduszu inwestycyjnego należy do klienta.

Czy tego rodzaju postępowanie firmy inwestycyjnej klasyfikuje się jako usługa doradztwa inwestycyjnego ?

Klasyfikacja

W odniesieniu do przedmiotowego stanu faktycznego, w ocenie UKNF postępowanie pracownika firmy nie będzie stanowiło usługi doradztwa inwestycyjnego, jeżeli finalnie nie zostanie sprecyzowany i rekomendowany klientowi określony instrument finansowy z katalogu instrumentów finansowych mieszczących się w ramach instrumentów finansowych odpowiadających profilowi inwestycyjnemu danego klienta. Jedną z przesłanek usługi doradztwa inwestycyjnego wynikającą z definicji zamieszczonej w art. 76 Ustawy jest przygotowanie rekomendacji inwestycyjnej w odniesieniu do określonego instrumentu finansowego, a nie do pewnej kategorii instrumentów finansowych. Do momentu, w którym firma inwestycyjna przekazuje klientowi informacje odnośnie pewnej kategorii instrumentów finansowych lub podklasy instrumentów finansowych bliżej niezdefiniowanych lub przekazuje informacje odnośnie swojej oferty instrumentów finansowych to działalność taka nie jest klasyfikowana jako działalność doradztwa inwestycyjnego lecz potencjalnie może być sklasyfikowana jako porada inwestycyjna.

Jednocześnie UKNF stwierdza, iż powyższa kwalifikacja ulegnie zmianie i przyjmie konstrukcję działalności w zakresie doradztwa inwestycyjnego wówczas, gdy firma inwestycyjna zarekomenduje klientowi określone zachowanie (w sposób bezpośredni lub pośredni) w odniesieniu do określonego instrumentu finansowego, w tym również poprzez czytelne zachowania konkludentne, sugerujące określone kierunki inwestycyjne (zakreślenie konkretnego instrumentu finansowego z listy instrumentów finansowych będących w ofercie firmy inwestycyjnej itp.) korespondujące z profilem inwestycyjnym klienta.

Przykład 18

Klient zadaje pracownikowi firmy inwestycyjnej, który jest jego opiekunem pytanie o ocenę sytuacji na rynkach finansowych.

Pracownik w odpowiedzi informuje, że nie może przewidzieć jak będzie się kształtowała sytuacja na rynku w przyszłości, natomiast wskazuje, że może zaprezentować zachowania światowej i krajowej gospodarki, co mogłoby być pomocne dla inwestora w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W dalszej wypowiedzi pracownik zwraca uwagę, że głównymi okolicznościami powodującymi wzrost indeksów od jakiegoś czasu wydaje się być zahamowanie recesji i poprawa koniunktury. Wzrostom na rynkach sprzyjają także decyzje banków centralnych utrzymujące stopy procentowe na niskim poziomie. Z drugiej strony należy zdaniem pracownika wziąć pod uwagę, że skala wzrostu jest umiarkowana i wciąż słyszy się o trudnej sytuacji i groźbie kryzysu kolejnych państw. Reasumując, w ocenie pracownika, należy być ostrożnym przy krótkoterminowych inwestycjach, a nadto nie można wykluczyć również że dojdzie do przejściowych wahań.

Klasyfikacja

W odniesieniu do stanu faktycznego zawartego w tym przykładzie Urząd stwierdza, iż tego rodzaju ogólne informacje o kształtowaniu się sytuacji na rynkach w przyszłości dotyczące zagadnień mikro i makroekonomicznych oraz ich wzajemnych zależności nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego.

Przykład 19

Firma inwestycyjna wprowadza do oferty nowy fundusz inwestycyjny. Pracownicy firmy inwestycyjnej kontaktują się z klientami firmy w celu poinformowania ich o nowym instrumencie finansowym. Niezależnie od bezpośrednich kontaktów pracowników z klientami, informacja o nowości w ofercie firmy inwestycyjnej przekazywana jest za pośrednictwem internetowego systemu transakcyjnego formie materiału marketingowego. Informacja jest przekazywana do określonych grup klientów np.:

- ***osobom, które w najbliższym czasie uzyskają środki pieniężne w związku z wykupem obligacji,***
- ***osobom, które w przeszłości nabyły podobny instrument finansowy lub produkt inwestycyjny,***
- ***inwestorom, którzy według wewnętrznych kryteriów firmy inwestycyjnej, zostali zaklasyfikowani do grupy klientów zamożnych,***
- ***inwestorom, którzy uzyskują regularne wysokie wpływu z tytułu wypłacanych dywidend,***
- ***osobom, które na podstawie analizy całokształtu ich współpracy z firmą inwestycyjną (posiadane instrumenty finansowe i inne produkty inwestycyjne, historia dotychczasowych operacji na rachunkach) z dużym prawdopodobieństwem byliby zainteresowani nabyciem instrumentu finansowego wprowadzanego do oferty firmy inwestycyjnej.***

Klasyfikacja

W odniesieniu do opisanego w tym przykładzie stanu faktycznego, UKNF zwraca uwagę na fakt, iż szczegółowe kryteria badania profilu inwestycyjnego klienta zawarte zostały w § 16 ust. 1 Rozporządzenia. Kryteria te dotyczą poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego, jego sytuacji finansowej oraz celów inwestycyjnych niezbędnych do dokonania oceny czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy są odpowiednie dla danego klienta. Jednocześnie samo badanie profilu inwestycyjnego klienta w oparciu o w/w przesłanki nie konstytuuje usługi doradztwa inwestycyjnego. Procesem wieńczącym badanie profilu inwestycyjnego klienta ma być wydanie przez firmę inwestycyjną w oparciu o ten profil spersonalizowanej rekomendacji inwestycyjnej w odniesieniu do określonego instrumentu finansowego. Wydanie powyższej rekomendacji w kontekście zaprezentowanych okoliczności skutkuje wystąpieniem usługi doradztwa inwestycyjnego.

W przypadku natomiast, gdy pracownicy firmy inwestycyjnej będą informować wybraną pod kątem profilu inwestycyjnego określoną grupę klientów o wprowadzeniu do sprzedaży nowego instrumentu finansowego, m.in. mając na względzie zgromadzoną wiedzę historyczną o klientach, w tym o ich możliwościach finansowych, to wówczas tego rodzaju informacja, mimo że nosi cechy przekazu promocyjno – reklamowego, będzie stanowiła usługę doradztwa inwestycyjnego. Będzie to jednak usługa świadczona w sposób nieprawidłowy, gdyż będzie uwzględniać jedynie dane finansowe o kliencie, co w oczywisty sposób nie wypełnia przesłanki kompleksowego zbadania profilu inwestycyjnego klienta pod kątem jego wiedzy, doświadczenia, celów inwestycyjnych i możliwości finansowych.

Urząd wyraża przekonanie, że wyjaśnienia zaprezentowane w dotychczasowej korespondencji oraz w tym piśmie przyczyniają się do zrozumienia istoty usługi doradztwa inwestycyjnego i są pomocne w praktycznym stosowaniu obowiązujących regulacji prawnych dotyczących świadczenia tej usługi. Intencją działań UKNF w powołanym zakresie jest zapewnianie prawidłowego, zgodnego z prawem, wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Poprawność postępowania przy udzielaniu zindywidualizowanych rekomendacji inwestycyjnych służy bowiem nie tylko ochronie interesów klienta, ale również wpływa na zwiększenie zaufania inwestora do rynku kapitałowego, co ma fundamentalne znaczenie dla rozwoju tego rynku.

Z poważaniem

PRZEWODNICZĄCY
KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Andrzej Jakubiak