



Jacek Bąk  
Wojciech Pietrzyk

**KNF**

KOMISJA  
NADZORU  
FINANSOWEGO

# RYNEK FOREX. ZAGROŻENIA I PRAWA UCZESTNIKÓW NIEPROFESJONALNYCH

Poradnik klienta usług finansowych

**PORADNIK KLIENTA  
USŁUG FINANSOWYCH**

Jacek Bąk  
Wojciech Pietrzyk

# **RYNEK FOREX. ZAGROŻENIA I PRAWA UCZESTNIKÓW NIEPROFESJONALNYCH**

Warszawa 2018

**KNF** | KOMISJA  
NADZORU  
FINANSOWEGO

Publikacja została wydana nakładem Komisji Nadzoru Finansowego

© Komisja Nadzoru Finansowego  
Pl. Powstańców Warszawy 1  
00-030 Warszawa  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

Warszawa 2018  
Wydanie I

ISBN 978-83-63380-04-5

Nakład: 5000 szt.

Stan prawny na dzień: 30 listopada 2017 r.

Przygotowanie do druku i druk:  
Drukarnia Biały Kruk Milewscy sp.j.

Niniejsza publikacja wydana została w celach edukacyjnych w ramach projektu CEDUR. Informacje w niej zawarte mają wyłącznie charakter ogólny i nie stanowią porady prawnej oraz inwestycyjnej.

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie decyzje podjęte przez czytelnika na rynku finansowym, na podstawie zawartych w niniejszej publikacji informacji.

# SPIS TREŚCI

<b>WSTĘP</b> <i>Wojciech Pietrzyk, Jacek Bąk</i> .....	<b>5</b>
<b>1. CZYM JEST RYNEK FOREX DLA KLIENTÓW DETALICZNYCH?</b> <i>Jacek Bąk</i> .....	<b>7</b>
<b>2. ZARYS FIRM INWESTYCYJNYCH ŚWIADCZĄCYCH USŁUGI NA RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH CFD</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>13</b>
2.1. Krajowe firmy inwestycyjne .....	13
2.2. Zagraniczne firmy inwestycyjne .....	14
2.2.1. Zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału .....	14
2.2.2. Zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej transgranicznie .....	15
<b>3. STANDARDY OBSŁUGI TELEFONICZNEJ</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>16</b>
3.1. Telefon powitalny .....	17
3.2. Drugi kontakt z klientem .....	18
3.3. Telefon weryfikacyjny .....	19
3.4. Utrzymywanie relacji z klientem .....	20
3.5. Telefon powrotny .....	21
3.6. Charakterystyka osób dzwoniących .....	22
<b>4. ZMIANA USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>24</b>
<b>5. UMOWA</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>27</b>
<b>6. MODELE ŚWIADCZENIA USŁUG MAKLERSKICH NA RYNKU FOREX</b> <i>Jacek Bąk</i> .....	<b>33</b>
<b>7. SPOSÓB KONSTRUKCJI CENY</b> <i>Jacek Bąk</i> .....	<b>37</b>
<b>8. KOSZTY TRANSAKCYJNE</b> <i>Jacek Bąk</i> .....	<b>40</b>
8.1. Spread .....	40
8.2. Prowizje .....	43
8.3. Punkty swapowe .....	44
8.4. Dywidendy .....	47
8.5. Koszty związane z opcjami binarnymi .....	49

<b>9. MOŻLIWE ROZWIĄZANIA TECHNICZNE STOSOWANE PRZEZ FIRMY INWESTYCYJNE</b> <i>Jacek Bąk</i> .....	<b>52</b>
9.1. Poślizgi cenowe .....	53
9.2. Ustawienia parametru delay .....	55
<b>10. DORADZTWO INWESTYCYJNE</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>56</b>
<b>11. ZARZĄDZANIE NA RYNKU FOREX</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>60</b>
<b>12. LISTA OSTRZEŻEŃ PUBLICZNYCH KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO</b> <i>Wojciech Pietrzyk</i> .....	<b>64</b>

# WSTĘP

Niniejsza publikacja adresowana jest do nieprofesjonalnych uczestników rynku OTC instrumentów pochodnych<sup>1</sup> zwanego rynkiem Forex. Może ona stanowić źródło praktycznej wiedzy na temat niedozwolonych praktyk dla osób, które jak dotąd nie rozpoczęły inwestycji na tym rynku. Wynika to z faktu, że pozycja ta ma na celu popularyzować informacje o potencjalnych zagrożeniach związanych z inwestowaniem na tym rynku, innych od samego ryzyka inwestycyjnego dokonywanej inwestycji. Niniejsza publikacja przeznaczona jest dla osób, które posiadają już pewną wiedzę na temat funkcjonowania rynku kapitałowego, w tym charakterystycznego dla tego rynku otoczenia prawnego. Zachęcamy do zapoznania się z publikacją, wydaną nakładem Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) pt. *Zysk a ryzyko na rynku Forex*<sup>2</sup>, która stanowić może podstawę dla prawidłowego rozumienia treści wskazanych w niniejszej publikacji.

Informacje dotyczące nieuczciwych praktyk stosowanych na rynku Forex mają źródło w doświadczeniach budowanych w toku nadzoru nad firmami inwestycyjnymi, w którym autorzy biorą czynny udział. Należy jednakże jasno podkreślić, iż opisane przykłady stosowanych praktyk stanowią zasady działania jedynie niektórych firm inwestycyjnych działających na tym rynku i prezentują najbardziej jaskrawe przejawy zaobserwowanych naruszeń, m.in. interesu klienta.

Inwestowanie w instrumenty pochodne CFD<sup>3</sup> cieszy się w Polsce coraz większą popularnością, co niestety nie znajduje odzwierciedlenia w wymiernym wzroście świadomości społecznej w tej materii. Dotyczy to zarówno osób, które dopiero rozpoczynają przygodę z rynkiem Forex, jak i osób, które straciły część lub całość zainwestowanych środków pieniężnych. Wysoce skomplikowana natura instrumentów pochodnych CFD połączona z niską świadomością potencjalnych inwestorów, a także nieuczciwymi praktykami części firm inwestycyjnych przekłada się na wysoki odsetek strat polskich klientów. W dniu 22.03.2017 r. Najwyższa Izba Kontroli opublikowała wyniki kontroli w zakresie ochrony praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego, gdzie stwierdzono, iż ok. 80% uczestników rynku Forex ponosi straty. Przekłada się to na łączne straty klientów krajowych firm inwestycyjnych, które wyniosły ponad 2,1 mld zł, przypadających na okres od początku 2012 r. do połowy 2016 r. Istotne jest to, iż raport z powyższej kontroli nie uwzględnia jednak działalności prowadzonej względem polskich klientów przez zagraniczne firmy inwestycyjne. Brak dostatecznej świadomości klientów na rynku Forex był powodem kampanii informacyjnych organizowanych nie tylko przez KNF, ale także europejskie organy nadzoru finansowego. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych opublikował w dniu 05.12.2011 r. ostrzeżenie dla inwestorów<sup>4</sup>, w którym wprost przestrzegał przed angażowaniem pieniędzy, na utratę których klient lub potencjalny klient nie może sobie pozwolić, bowiem straty

<sup>1</sup> Obszar rynku kapitałowego, poza obrotem zorganizowanym, na którym zawierane są transakcje, zwłaszcza za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych, mające za przedmiot instrumenty pochodne, w szczególności kontrakty na różnicę i opcje.

<sup>2</sup> *Zysk a ryzyko na rynku Forex*, Kurzajewski M., Nowalińska D., Warszawa, 2017

<sup>3</sup> Contract for difference - kontrakt na różnicę kursową

<sup>4</sup> ESMA/2011/412 z dnia 05.12.2011 r.

mogą przewyższyć pierwotną inwestycję. Informował także m.in. o ofertach produktów lub usług mogących wprowadzać w błąd. Z problemem strat klientów oraz agresywnego marketingu mierzą się inne kraje UE. Działania w tym zakresie podejmowały takie kraje jak: Francja, Belgia, Cypr, Niemcy oraz Holandia mając na celu np. zakazanie reklamy w elektronicznych środkach przekazu skierowanych do klientów detalicznych, a także zakaz dystrybucji konsumentom określonych rodzajów typów instrumentów pochodnych.

**Niniejsza publikacja ma przede wszystkim na celu zwrócenie uwagi klientów na zagrożenia związane z inwestowaniem na rynku Forex oraz wskazanie sposobów jak ich unikać, powołując się na zasady chroniące interesy inwestorów.** Trudno bowiem mówić o skutecznym egzekwowaniu swoich praw, nie mając świadomości, na jakich etapach świadczenia usług maklerskich może dojść do ich łamania. W niniejszej publikacji opisane zostaną kluczowe etapy świadczenia usług maklerskich na rynku Forex dla klientów detalicznych, począwszy od podpisania umowy aż po warunki transakcyjne wraz z zagrożeniami dla inwestorów. Znajomość zagrożeń występujących na każdym z tych etapów, może uchronić inwestora przed nieuczciwymi praktykami brokerów lub podmiotów trzecich uczestniczących w pozyskiwaniu klientów. Należy wskazać, iż w publikacji zostały przywołane uprawnienia klientów indywidualnych na gruncie prawa krajowego i unijnego, a także dokumenty związane z działalnością firm inwestycyjnych na detalicznym rynku Forex. Informacje te będące wskazówkami interpretacyjnymi mają na celu przybliżyć obowiązujące przepisy prawa oraz dobre praktyki rynkowe. Takimi dokumentami są m.in. wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych<sup>5</sup>, wydane przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, a także dokument Q&A relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID<sup>6</sup>, wydany przez ESMA-European Securities and Markets Authority (dalej jako dokument ESMA).

---

<sup>5</sup> [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/wytyczne%20OTC\\_24\\_43962.05\\_43962.2016\\_43962.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/wytyczne%20OTC_24_43962.05_43962.2016_43962.pdf), dalej jako: Wytyczne OTC.

<sup>6</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1165\\_qa\\_relating\\_to\\_the\\_provision\\_of\\_cfds\\_and\\_other\\_speculative\\_products\\_to\\_retail\\_investors\\_under\\_mifid.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1165_qa_relating_to_the_provision_of_cfds_and_other_speculative_products_to_retail_investors_under_mifid.pdf)

# 1. CZYM JEST RYNEK FOREX DLA KLIENTÓW DETALICZNYCH?

Większość czytelników niniejszej publikacji ma już zapewne określone przekonania o tym, czym jest rynek Forex. W dobie Internetu każdy może wpisać w wyszukiwarkę hasło Forex i znaleźć informacje na jego temat. Należy jednak zwrócić uwagę na to, kto i w jaki sposób kreuje obraz rynku Forex dla klientów detalicznych w Internecie czy innych mediach, tworząc jego określone wyobrażenie wśród odbiorców. Wydaje się, iż najwięcej informacji na ten temat pochodzi od firm inwestycyjnych oferujących swoim klientom dostęp do rynku Forex<sup>7</sup> oraz wszelkiego rodzaju firm lub osób zajmujących się szkoleniami, mającymi na celu nauczenie swoich kursantów, jak skutecznie zarabiać na rynku Forex. Znaczna część informacji na temat tego rynku pochodzi właśnie od tych dwóch grup wskazanych powyżej. Obraz rynku Forex oraz retoryka towarzysząca rozważaniom o nim, tworzona jest w głównej mierze przez podmioty oraz osoby, które mają konkretny finansowy interes w tym, aby stworzyć u odbiorcy tych treści określony, pozytywny obraz rynku Forex oraz najczęściej stworzyć przeświadczenie, iż rynek ten stanowi szansę na poprawę sytuacji materialnej odbiorcy. Z informacji publicznie dostępnych wynika, iż średnie przychody operacyjne na aktywny rachunek jednej z polskich firm inwestycyjnych w 2015 r. wyniosły 18 700 zł. Jak zatem widać, każdy nowy aktywny klient stanowi dla brokera realną korzyść finansową. Firmy szkoleniowe zarabiają poprzez pobieranie opłaty za szkolenie, a także poprzez różnego rodzaju systemy afiliacyjne. Systemy te polegają np. na tym, iż w momencie, kiedy uczestnicy danego szkolenia założą rachunek u wskazanego przez prowadzącego szkolenie brokera, korzystając z odpowiedniego linku, firma szkoleniowa dostanie od brokera zapłatę za pozyskanego klienta. Mając więc do czynienia nawet z bezpłatnymi szkoleniami warto sobie zawsze zadać pytanie czy motywacja prowadzącego szkolenie w zakresie zachęcenia uczestników do otwarcia takiego rachunku nie wpływa na rzetelność przekazywanych przez niego informacji na temat rynku Forex oraz na rzetelność przedstawiania własnej osoby jako skutecznego inwestora. Należy sobie również zdać sprawę z faktu, iż na detalicznym rynku Forex funkcjonuje wiele osób sprzedających swoje szkolenia czy metody na zarabianie. Przedstawiają się one jako osoby osiągające bardzo wysokie stopy zwrotu z inwestycji, z którymi brokerzy chętnie podejmują współpracę na zasadach wspomnianych wyżej systemów afiliacyjnych. Współpraca ta polega na pozyskiwaniu klientów dla brokera, co pokazuje, iż szkoleniowcy najczęściej doceniani są przez profesjonalnych uczestników rynku Forex jako specjaliści od sprzedaży, natomiast rzadko lub wcale współpraca ta polega na zatrudnieniu takich osób w departamentach firm inwestycyjnych, zajmujących się inwestowaniem na rachunek własny firmy. Oczywiście na rynku funkcjonują również rzetelni i profesjonalni szkoleniowcy, jednakże warto być świadomym powyższego, aby nie paść ofiarą tych mniej rzetelnych. Odbiorca treści zamieszczanych zarówno przez firmy inwestycyjne, jak i szkoleniowców ma wrażenie, iż brokerzy oferują dostęp do światowych rynków finansowych zarezerwowanych jeszcze do niedawna dla banków oraz dużych instytucji finansowych. I choć nie ma jednej definicji rynku Forex, autorzy niniejszej publikacji postarają się zwrócić uwagę na pewne fakty, które mogą

<sup>7</sup> Dalej również jako brokerzy.



pokazywać, iż tak przedstawiony rynek Forex dla klientów detalicznych nie do końca oddaje to, z czym klient detaliczny będzie miał w rzeczywistości do czynienia, decydując się na podpisanie umowy z brokerem. Określenie detaliczny rynek Forex używane jest świadomie, gdyż - zdaniem autorów niniejszej publikacji - należy odróżnić detaliczny rynek Forex od międzybankowego rynku Forex. Wydaje się, iż w celach marketingowych oba te rynki utożsamia się jako jeden i ten sam rynek. Różnice zostaną wskazane w dalszej części niniejszego rozdziału.

Mówiąc o kreowaniu obrazu detalicznego rynku Forex, należy również wspomnieć o forach internetowych, które często wiele wnoszą do dyskusji na tematy z nim związane, w szczególności w zakresie konkretnych uczestników tego rynku, np. brokerów świadczących na nim swoje usługi. Oczywiście należy pamiętać o tym, iż wpisy tam zamieszczane są anonimowe i zwykle ciężko odróżnić wypowiedzi osób rzeczywiście inwestujących na rynku Forex, dzielących się rzetelną o nim wiedzą, od np. osób będących pracownikami firm inwestycyjnych bądź podmiotów pozyskujących klientów dla firm inwestycyjnych, których wypowiedzi podyktowane są interesem firm, w których pracują. Niemniej nie można nie zauważyć pozytywnej roli, jaką odgrywają fora dyskusyjne, z których np. potencjalny klient danego brokera ma szansę poznać opinie osób, które były lub nadal są jego klientami, co w znacznym stopniu może ułatwić wybór odpowiedniego, rzetelnego brokera. Wskazać bowiem należy, iż mówiąc o rynku Forex należy mieć na względzie to, iż firmy inwestycyjne tworzą niejako własny rynek dla swoich klientów, będąc dla nich najczęściej drugą stroną transakcji (tzw. model *market maker*). Kluczowym więc dla bezpieczeństwa inwestycji klienta, wydaje się odpowiedni dobór brokera, z którym inwestor nawiąże współpracę.

Warto zauważyć, że wiele materiałów na temat rynku Forex pochodzi od podmiotów/osób, które mają interes w tym, aby stworzyć jego jak najbardziej pozytywny obraz, przez co - zdaniem autorów - zostaje on wypaczony. Przytoczmy w tym miejscu przykładową definicję „Rynku Forex”, z którą możemy spotkać się w Internecie:

*Rynek Forex, którego dzienne obroty są wyższe niż 4 biliony dolarów, umożliwia handel walutami przez całą dobę 5 dni w tygodniu. Transakcje przeprowadzane są w przestrzeni międzybankowej, dzięki czemu Rynek Forex jest niezależny od pracy giełd. Platforma MetaTrader 4 to uniwersalna, znakomicie zaprojektowana platforma Forex, która umożliwia dostęp do kilkudziesięciu par walutowych, towarów i indeksów giełdowych. Renomowany Broker walutowy zapewnia profesjonalne środowisko do handlu, wysoką płynność oraz niskie spready.*

Zwróćmy uwagę na pierwszą część przekazu, w którym mowa jest o możliwości handlu walutami w przestrzeni międzybankowej. Stwierdzenie to odnosi się do międzybankowego rynku Forex, na którym rzeczywiście dochodzi do handlu walutami. Klienci brokerów nie mają jednak dostępu do tego rynku, gdyż ich transakcje nie dotyczą walut, a instrumentów pochodnych, najczęściej kontraktów na różnicę (tzw. CFD – contracts for difference), których wartość zależy może od cen walut, i które realizowane są najczęściej przez brokera będącego drugą stroną transakcji, a nie są realizowane w przestrzeni międzybankowej. Dalsza część przekazu dotycząca platformy MT4 (platforma transakcyjna MetaTrader 4) umożliwiającej dostęp do par walutowych, towarów i indeksów giełdowych, odnosi się do detalicznego rynku Forex. Platforma MT4 wydaje się najpopularniejszą platformą udostępnianą przez brokerów dla klientów detalicznych. W tabeli nr 1 ujęte zostały główne cechy charakterystyczne, odnoszące się do poszczególnych rynków, co do zasady.

Tabela nr 1. Porównanie detalicznego oraz międzybankowego rynku Forex

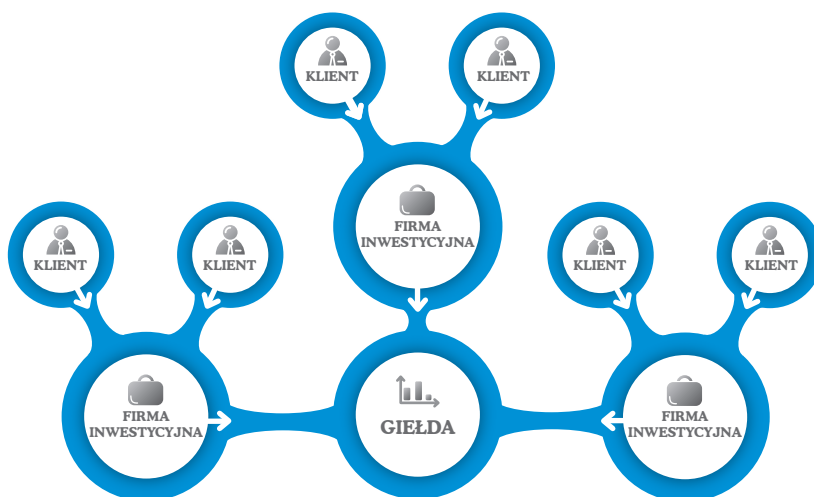
	Detaliczny rynek Forex	Międzybankowy rynek Forex
Przedmiot obrotu	Instrumenty pochodne (kontrakty na różnicę CFD, opcje binarne). Instrumenty pochodne oparte na cenach walut, indeksów, surowców, akcji, obligacji itd. Instrumenty rozliczane pieniężnie na podstawie różnic kursowych bez fizycznej dostawy instrumentu bazowego	Rzeczywisty rynek wymiany walut
Uczestnicy	Firmy inwestycyjne, klienci detaliczni	Banki, banki centralne, rządy, inwestorzy instytucjonalni

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli nr 1 są to dwa różne rynki i nie powinny być ze sobą utożsamiane. W dalszej części publikacji określenia rynek Forex oraz detaliczny rynek Forex stosowane są zamiennie, jednakże oba te określenia odnosić się będą do detalicznego rynku Forex, o którym traktuje niniejsza publikacja. Aby jak najlepiej zobrazować, czym jest rynek Forex, poniżej pokrótce przedstawiony zostanie rynek regulowany, a następnie w formie porównania pozagiełdowy rynek Forex.

Schemat nr 1 przedstawia rynek regulowany (np. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie), do którego trafiają zlecenia klientów, które następnie są ze sobą kojarzone (zlecenia kupna ze zleceniami sprzedaży), dzięki czemu dochodzi do zawierania transakcji pomiędzy klientami.

Schemat nr 1. Rynek regulowany



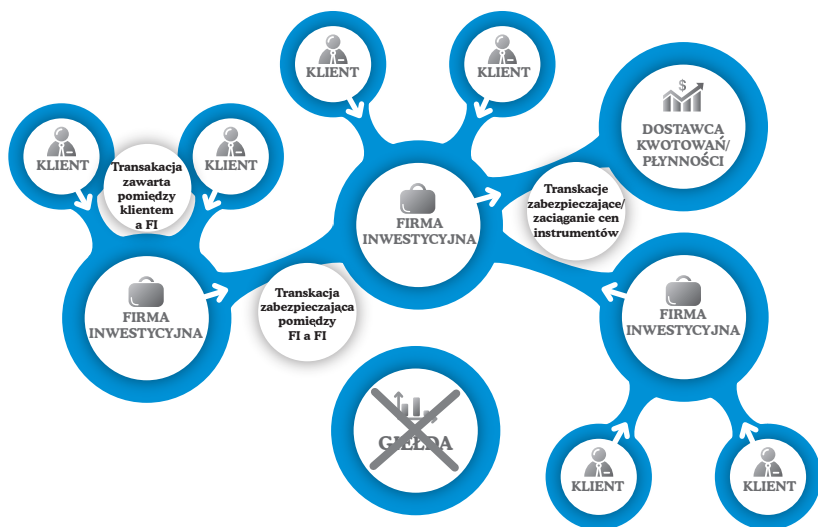
Źródło: Opracowanie własne, wobec którego nastąpiło przeniesienie majątkowych praw autorskich na Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Najważniejsze cechy rynku regulowanego to:

- klienci składają swoje zlecenia do firmy inwestycyjnej, której są klientami,
- firma inwestycyjna przesyła na giełdę otrzymane zlecenia w imieniu własnym, lecz na rachunek klienta,
- na podstawie złożonych zleceń klientów firm inwestycyjnych dochodzi do skojarzenia dwóch stron transakcji oraz do zawarcia transakcji,
- klienci zawierają transakcje z innymi klientami lub z podmiotami działającymi na rachunek własny,
- firmy inwestycyjne pełnią rolę pośredników, za co otrzymują zapłatę od klientów w postaci prowizji.

Schemat nr 2 przedstawia porównanie rynku Forex do rynku regulowanego, zwracając uwagę na jego główne cechy charakterystyczne. W schemacie określenie FI odnosi się do Firmy Inwestycyjnej.

Schemat nr 2. Rynek Forex



Źródło: Opracowanie własne, wobec którego nastąpiło przeniesienie majątkowych praw autorskich na Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Schemat nr 2 przedstawia jeden z wielu możliwych modeli działań brokerów na rynku Forex. Ma jednakże na celu pokazanie, iż na rynku Forex nie ma jednego miejsca obrotu, do którego trafiają zlecenia klientów, a także to, że najczęściej to właśnie firmy inwestycyjne tworzą dla swoich klientów rynek (tworzą instrumenty finansowe, a także kwotują ich ceny), pozostając przy tym najczęściej drugą stroną transakcji dla klienta. Rodzi to konflikt interesów, będący cechą charakterystyczną rynku Forex. Cena instrumentu pochodnego opartego np. na cenie EUR/USD może

być inna w poszczególnych firmach inwestycyjnych. **Wymaga podkreślenia, że wynik inwestycji klienta nie zależy wyłącznie od sił popytu i podaży na rynkach instrumentów bazowych, ale również od rzetelności instytucji, która tworzy dla klienta rynek instrumentów pochodnych CFD czy opcji binarnych.**

Zastanowić się również należy nad tym, na czym dokładnie polega dostęp klientów firm inwestycyjnych świadczących swoje usługi na rynku Forex do rynku walutowego, towarów, akcji, surowców itd. Dostęp ten sprowadza się do tego, iż cena instrumentu pochodnego, na którym klient zawiera transakcję, oparta jest na cenach z rynków, na których notowane są instrumenty bazowe, do których broker daje klientowi niejako dostęp. Nie oznacza to jednak po pierwsze, iż klient nabywa prawa posiadacza instrumentów bazowych, a po drugie, że staje się on uczestnikiem obrotu rynku, z którego pochodzą ceny instrumentów bazowych, w tym również, że ma dostęp do płynności, jakie dane rynki oferują. Zawierając np. transakcje na instrumencie CFD, opartym na cenie akcji z amerykańskiej giełdy, nie oznacza to, iż klient zawarł transakcje na amerykańskiej giełdzie, ani że ma dostęp do płynności, jaką ta giełda oferuje. Płynność, do jakiej klient ma dostęp, zależy bowiem od brokera, którego jest klientem, a który najczęściej jest drugą stroną transakcji.

Prowadząc rozważania na temat rynku Forex należy mieć na uwadze to, iż:

- rynek Forex dla klientów detalicznych jest rynkiem instrumentów pochodnych, których cena zależy m.in. od ceny instrumentów bazowych, takich jak waluty, obligacje, akcje, towary, surowce itd.,
- drugą stroną transakcji najczęściej jest firma inwestycyjna, z którą klient podpisał umowę, co oznacza, iż w momencie, kiedy klient ponosi stratę, firma inwestycyjna zarabia, a w momencie, kiedy klient zarabia, firma inwestycyjna traci,
- modele, w których firma inwestycyjna nie jest drugą stroną transakcji, tylko przekazuje zlecenia klienta do wykonania do innej firmy inwestycyjnej nie sprawiają, iż zniknął konflikt interesów, a jedynie został on przeniesiony z linii klient – firma inwestycyjna, z którą ma podpisaną umowę na linię klient – firma inwestycyjna wykonująca zlecenie klienta,
- modele, w których firma inwestycyjna zabezpiecza każdą transakcję swojego klienta u innego brokera nie sprawiają, iż konflikt interesów związany z działaniem rynku Forex dla klientów detalicznych zniknął. W momencie, kiedy zlecenia klienta wykonywane są po cenach oferowanych przez dostawcę płynności, który posiada przeciwstawną pozycję do pozycji klienta, to chociaż formalnie klient nie zawarł transakcji z dostawcą płynności to nadal zysk klienta stanowi stratę dostawcy płynności i na odwrót,
- działanie dźwigni finansowej nie polega jedynie na multiplikowaniu zysków i strat wynikających z różnic kursowych, ale także na multiplikowaniu kosztów transakcyjnych, które klient ponosi,
- to firma inwestycyjna ustala ceny instrumentów finansowych, po których klient może otworzyć/zamknąć pozycję oraz, po których następuje wycena pozycji klienta,
- zapisy w umowie dające firmie inwestycyjnej prawo do dowolnego rozszerzania spreadów<sup>8</sup> (czyli tak naprawdę zmieniania ceny instrumentu finansowego na niekorzyść inwestorów),

<sup>8</sup> Różnica pomiędzy ceną kupna i sprzedaży instrumentu finansowego.

zmieniania wysokości punktów swapowych<sup>9</sup>, wysokości wymaganego depozytu zabezpieczającego, zmieniania warunków zawartych transakcji, a wszystko to w sytuacjach, w których firma inwestycyjna w sposób dyskrecjonalny uzna to za uzasadnione, naraża inwestorów na działania brokerów z pominięciem ich najlepiej rozumianego interesu,

➔ rynek Forex dla klientów detalicznych nie jest odpowiedni dla większości osób, co pokazują statystyki zyskowności publikowane przez UKNF<sup>10</sup>. Ze względu na specyfikę instrumentów pochodnych, będących przedmiotem obrotu, a także ze względu na istniejący konflikt interesów pomiędzy brokerami a klientami, w dłuższej perspektywie czasu zdecydowana większość inwestorów traci zainwestowane środki.

---

<sup>9</sup> Różnica między kursem walutowym terminowym a kursem spot. Obszerniejsze wyjaśnienie istoty punktów swapowych zamieszczono w punkcie 8.3. niniejszego opracowania.

<sup>10</sup> Komunikat z dnia 7 września 2017 r. na temat wyników klientów na rynku Forex w latach 2016-2017.

## 2. ZARYS FIRM INWESTYCYJNYCH ŚWIADCZĄCYCH USŁUGI NA RYNKU INSTRUMENTÓW POCHODNYCH CFD

Prowadzenie działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w świetle przepisów prawa może być podejmowane wyłącznie przez kilka kategorii podmiotów. Mogą to być zarówno spółki posiadające siedzibę w naszym kraju i licencjonowane przez KNF, jak i po spełnieniu określonych prawem warunków, zagraniczne firmy inwestycyjne. Firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

### 2.1. KRAJOWE FIRMY INWESTYCYJNE

Krajowymi firmami inwestycyjnymi są spółki prawa handlowego, które uzyskały zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) na prowadzenie działalności maklerskiej, po spełnieniu wymagań określonych Ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2016 r. poz. 1636 z późn. zm.)<sup>11</sup>. W tym zakresie firmy inwestycyjne podlegają nadzorowi KNF na podstawie art. 5 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. z 2016 r. poz. 1289 z późn. zm.)<sup>12</sup> nad rynkiem kapitałowym. W zakresie sprawowanego nadzoru KNF m.in. weryfikuje działania firm inwestycyjnych oraz wykonywanie przez nie obowiązków związanych z ich uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym.

KNF prowadzi rejestr firm inwestycyjnych dostępny publicznie na stronie internetowej: [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) -> zakładka Podmioty -> sekcja Podmioty rynku kapitałowego.

<sup>11</sup> Dalej: Ustawa o obrocie.

<sup>12</sup> Dalej: Ustawa o nadzorze.

## 2.2. ZAGRANICZNE FIRMY INWESTYCYJNE

Po spełnieniu określonych warunków istnieje możliwość świadczenia usług maklerskich przez podmioty niemające siedziby na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, tj:

- ➔ zagraniczne firmy inwestycyjne posiadające siedzibę na terytorium państwa członkowskiego, tj. zgodnie z art. 3 pkt 22 Ustawy o obrocie państwa będącego członkiem Unii Europejskiej lub stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym,
- ➔ zagraniczne osoby prawne posiadające siedzibę w państwach należących do Światowej Organizacji Handlu lub Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw należących do Unii Europejskiej lub pozostających stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym.

Jak wskazano w stanowisku KNF z 30.11.2015 r. Ustawa o obrocie w art. 117 ust. 1 oraz art. 115 ust. 1 określa katalog zamknięty przypadków jurysdykcji, z których podmioty mogą prowadzić działalność maklerską na terytorium RP. Należy przez to rozumieć, że podmioty mające siedzibę na terytorium jurysdykcji nienależącej do UE/EOG/WTO/OECD nie mogą w Polsce prowadzić działalności maklerskiej.

W praktyce usługi maklerskie wobec klientów polskich świadczą obok krajowych także zagraniczne firmy inwestycyjne, działające zarówno w formie oddziału, jak i transgranicznie.

**Kluczowa w podejmowaniu kontaktu z przedstawicielami firm inwestycyjnych jest identyfikacja samej firmy inwestycyjnej.**

Mogą zdarzyć się przypadki, gdy telefonujące osoby świadczą usługi na terytorium Polski na rzecz zagranicznej firmy inwestycyjnej działającej transgranicznie, tj. bez otwierania oddziału. Klienci powinni mieć świadomość, iż nadzór nad takim rodzajem prowadzonej działalności może być utrudniony. Dlatego też w trakcie kontaktu z przedstawicielem, klient powinien ustalić, w imieniu której firmy inwestycyjnej przedstawiciel ten występuje oraz zweryfikować, czy znajduje się ona w dostępnych na stronach KNF rejestrach. Dotyczy to także podmiotów trzecich, podejmujących w imieniu firmy inwestycyjnej kontakt z klientem, bowiem powinny mieć one status agenta firmy inwestycyjnej.

### 2.2.1. Zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału

W przypadku zagranicznej firmy inwestycyjnej działającej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej za pośrednictwem oddziału, nadzór nad przestrzeganiem zasad świadczenia usług maklerskich, określonych w przepisach prawa polskiego, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego<sup>13</sup>. Zakres powyższych uprawnień odzwierciedla także art. 32 ust. 7 dyrektywy 2004/39/WE. Te obszary działalności podlegają weryfikacji zgodnie z przepisami prawa polskiego, co wynika z przepisów art. 115 i art. 118 Ustawy o obrocie oraz art. 32 ust. 7 dyrektywy 2004/39/WE. W szczególności, sposób budowania relacji z klientem poprzez działalność promocyjno-informacyjną, zasady zawierania umów o świadczenie usług maklerskich z klientami oraz zapewnienie ochrony najlepiej pojętych interesów klientów, muszą czynić zadość wymaganiom polskich przepisów prawa.

<sup>13</sup> Dalej: KNF.

Oddziały zagranicznych firm inwestycyjnych działają na terytorium RP na podstawie zawiadomienia macierzystego organu nadzoru w zakresie zawartych w jego treści poszczególnych usług maklerskich. Działalność maklerska prowadzona za pomocą oddziału może zostać podjęta z chwilą wskazania przez KNF warunków jej prowadzenia lub z upływem dwóch miesięcy od dnia otrzymania przez Komisję informacji od macierzystego organu nadzoru. Co istotne KNF nie posiada uprawnień w zakresie weryfikowania zasadności przyznaných zezwoleń przez macierzysty organ nadzoru. KNF posiada wyłącznie uprawnienia pozwalające określić warunki prowadzenia działalności oraz dokonać weryfikacji legalności działań oddziału zagranicznej firmy maklerskiej.

**Zagraniczna osoba prawna, prowadząca działalność maklerską na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO (z wyłączeniem państw należących do UE i EOG), z siedzibą na terytorium tego państwa, może prowadzić na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską wyłącznie w formie oddziału.**

Za oddział zaś rozumieć należy wyodrębnioną w strukturach zagranicznej osoby prawnej jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, która prowadzi działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

## **2.2.2. Zagraniczne firmy inwestycyjne działające na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej transgranicznie**

Zagraniczne firmy inwestycyjne mogą podjąć prowadzenie działalności maklerskiej także bez otwierania oddziału (transgranicznie). Działalność taka, może zostać podjęta przez zagraniczną firmę inwestycyjną po otrzymaniu przez KNF informacji od zagranicznego organu nadzoru. KNF w tej sytuacji informuje o regulacjach prawnych, które zagraniczna firma inwestycyjna powinna spełnić przy prowadzeniu działalności bez otwierania oddziału. Cały nadzór nad działalnością, w przypadku zagranicznych firm inwestycyjnych prowadzących na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską bez otwierania oddziału, sprawowany jest przez organ nadzoru z państwa jego siedziby. Działanie natomiast zagranicznej firmy inwestycyjnej, w Rzeczypospolitej Polskiej poprzez inne podmioty (np. agenta firmy inwestycyjnej) w rzeczywistości nie stanowi działalności transgranicznej, a prowadzenie działalności maklerskiej w formie oddziału.

**Klienci, weryfikując firmę inwestycyjną posiadającą placówkę na terenie Polski lub współpracujący z nią podmiot trzeci w zakresie np. pozyskiwania klientów, powinni sprawdzić czy figuruje ona w zestawieniach notyfikacji zagranicznych firm inwestycyjnych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej odpowiednio w formie oddziału lub bez jego otwierania<sup>14</sup>.**

**Prowadzenie działalności na terytorium RP np. poprzez przedstawicielstwo, pomimo deklarowania działalności transgranicznej, będzie z założenia nieprawidłowe i w konsekwencji uznawane będzie za działanie w formie oddziału.**

<sup>14</sup> Zestawienia dostępne są na stronie internetowej:

• [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) -> zakładka Podmioty -> sekcja Podmioty rynku kapitałowego>zestawienie notyfikacji zagranicznych firm inwestycyjnych na terytorium RP bez otwierania oddziału

• [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) -> zakładka Podmioty -> sekcja Podmioty rynku kapitałowego>zestawienie notyfikacji zagranicznych firm inwestycyjnych na terytorium RP w formie oddziału



# 3. STANDARDY OBSŁUGI TELEFONICZNEJ

Firmy inwestycyjne świadczące usługi na rynku instrumentów pochodnych CFD docierają do klientów lub potencjalnych klientów poprzez różne kanały komunikacji.

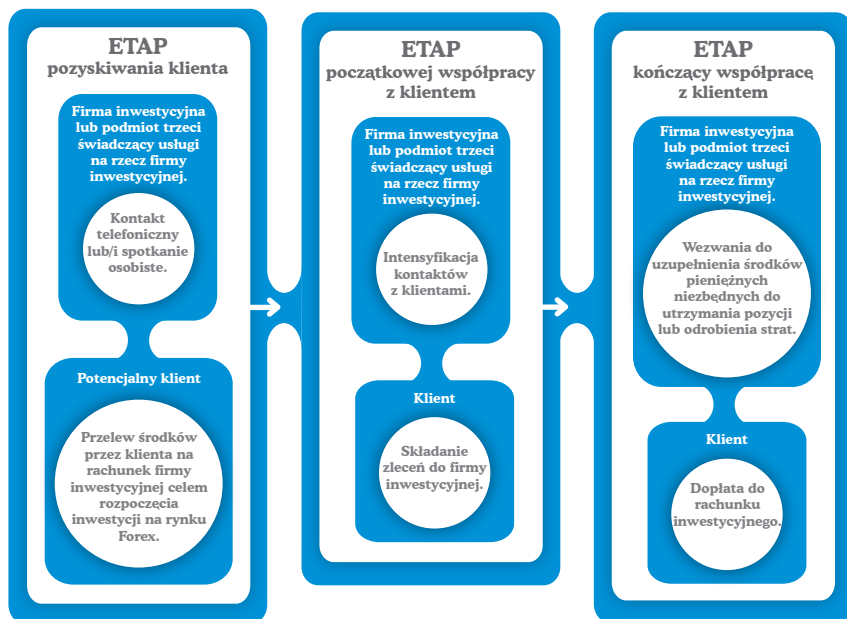
Do najpopularniejszych na tym rynku zalicza się kontakt telefoniczny, który może dotyczyć zarówno promowania usług w celu pozyskania nowego klienta, świadczenia doradztwa inwestycyjnego, jak również składania zleceń telefonicznych i reklamacji. Dbałość firm inwestycyjnych o najlepiej pojęty interes klienta, a także potencjalnego klienta, winna skutkować podejmowaniem działań utrwalających dobre praktyki rynkowe na każdym etapie kontaktu. Wymiarem tego może być np.:

- wdrożenie odpowiednich procedur i standardów w kontaktach z klientem;
- dobór odpowiednich pracowników;
- wprowadzenie zasad wynagradzania;
- szkolenia personalne i ścisły nadzór kontaktów telefonicznych.

Każdy z powyższych elementów jest istotny o tyle, iż jego brak w praktyce może doprowadzić do sytuacji, w której firma inwestycyjna działająca na rynku instrumentów pochodnych CFD (zwłaszcza w modelu *market maker*) działać będzie w interesie rozbieżnym z najlepiej pojętym interesem klienta. Poruszenia domaga się kwestia potencjalnego interesu pracowników firm inwestycyjnych kontaktujących się z klientem lub potencjalnym klientem w ich imieniu. Niestety klient podczas rozmowy z pracownikami firmy inwestycyjnej nie ma w praktyce możliwości zweryfikowania, jakie rozwiązania wdrożyła firma inwestycyjna w celu ochrony jego interesu, nie wspominając już o tym, czy rozwiązania, choć teoretycznie wdrożone, są także stosowane w praktyce. Niebagatelne znaczenie ma to, jak funkcjonują systemy wewnętrzne firmy inwestycyjnej skupione wokół nadzoru zgodności działalności z prawem oraz kontroli wewnętrznej. Oba systemy uzupełniają się i co do zasady mają zapewnić, że działania podejmowane przez firmy inwestycyjne winny być zgodne z przepisami prawa i regulacjami wewnętrznymi. W przypadku intensywnie prowadzonej akwizycji firmy inwestycyjnej wśród potencjalnych klientów oraz doradzania osobom, które już zawarły umowę o świadczenie usług maklerskich, firma inwestycyjna powinna zapewnić niezbędne zaplecze techniczne i organizacyjne w celu skutecznego nadzorowania prowadzonych rozmów telefonicznych, w tym poprzez odstuch przeprowadzonych rozmów, prowadzenie statystyk i udrożnienie ścieżek raportowania. Za powyższym przemawia fakt, że firmy inwestycyjne są podmiotami profesjonalnymi, a zatem powinny dochowywać najwyższych standardów w zakresie sposobu kontaktu z klientami, jak i skutecznego nadzoru nad swoimi pracownikami. Praktyka wskazuje, że kontakty telefoniczne są zazwyczaj rejestrowane i archiwizowane przez firmy inwestycyjne. Co ciekawe w takim przypadku rejestrowanie rozmów telefonicznych obejmuje zarówno rozmowy prowadzone poprzez stacjonarny aparat telefoniczny, jak i z telefonów komórkowych. Bez znaczenia pozostaje kwestia, kto jest inicjatorem samej rozmowy telefonicznej. Sposób prowadzenia zapisu dźwięku umożliwi oszczędne przechowywanie oraz z reguły szybką identyfikację numerów telefonów, a także czasu połączenia, co w praktyce wystarczy, by zidentyfikować konkretną rozmowę telefoniczną. Nie jest natomiast pewne czy firma inwestycyjna byłaby skłonna do

udostępnienia klientowi zapisów rozmów telefonicznych. Brak jest w przepisach jednoznacznego zakazu rejestrowania rozmów przez samych klientów firmy inwestycyjnej, szczególnie jeśli nie wiąże się to z prowadzoną działalnością gospodarczą, a przekaz jest kierowany wprost do klienta. Bezsprzecznie dostęp do nagrań firmy inwestycyjnej może otrzymać KNF podczas prowadzonego nadzoru oraz organy ścigania w toku prowadzonych postępowań przygotowawczych. Praktyka wskazuje również, że firmy inwestycyjne prowadzące intensywne kontakty z klientami lub potencjalnymi klientami wypracowały pewien wystandardyzowany mechanizm budowania kontaktu z klientem, który przedstawiono poniżej.

Schemat nr 3. Potencjalny schemat kontaktów z klientami i potencjalnymi klientami



Źródło: Opracowanie własne.

### 3.1. TELEFON POWITALNY

Telefon powitalny odbywa się z inicjatywy pracowników firmy inwestycyjnej. Pracownicy typują potencjalnych klientów, a następnie wykonują krótki telefon, informując o swojej osobie oraz platformie inwestycyjnej, którą oferują, prosząc jednocześnie o adres mailowy, na który możliwe będzie przesłanie dalszej informacji. Praktyka pozyskiwania kontaktów telefonicznych w tym względzie jest różna, bowiem telefony wykonywane są zarówno na numery znajdujące się w książkach telefonicznych (w tym przypadku preferuje się z reguły klientów działających w obszarze różnych branż usługowych, np. transportowej, budowlanej etc.), jak i na numery telefonów pozostające w bazach danych osobowych zakupionych przez firmę inwestycyjną. Modelowa rozmowa w ra-

mach pierwszego telefonu obejmuje przedstawienie się, przekazanie nazwy firmy inwestycyjnej oraz informacji o „chęci zainteresowania tematem inwestycji na rynkach kapitałowych”. Po wyrażeniu wstępnego zainteresowania przez potencjalnego klienta wysyłana jest mu krótka wizytówka elektroniczna zawierająca informacje o firmie inwestycyjnej oraz oferowanej platformie transakcyjnej. Jak pokazuje praktyka, rozmowy takie trwają ok. 30 sekund. W przypadku, gdy numer telefonu, na który kontaktują się pracownicy firmy inwestycyjnej został pozyskany od osoby trzeciej wraz ze wstępnymi informacjami na jego temat, telefon powitalny bywa pominięty.

## 3.2. DRUGI KONTAKT Z KLIENTEM

Po telefonie powitalnym odbywa się drugi telefon do potencjalnego klienta, w trakcie którego przedstawiane są bardziej szczegółowe informacje dotyczące platformy transakcyjnej. Pracownicy firm inwestycyjnych mogą unikać informacji, które mogłyby nasuwać skojarzenia z inwestycjami na rynku Forex. Praktyka wskazuje, iż właśnie na tym etapie najczęściej dochodzi do oferowania klientom i potencjalnym klientom inwestycji w tzw. debiuty spółek, indeksy oraz towary. Zazwyczaj pracownicy deklarują przy tym pomoc w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych rozumianą jako przekazywanie informacji, w jakie instrumenty finansowe należy inwestować. Klient otrzymuje także konkretne sugestie co do wysokości środków pieniężnych, które winien zainwestować, zaś konieczność wpłaty jak najwyższych środków argumentuje się możliwością zapewnienia wyższego bezpieczeństwa dokonywanych inwestycji.

Na uwagę zasługuje fakt, iż w przypadku oferowania inwestycji w debiuty spółek, z reguły dotyczy to spółek na ryku amerykańskim oraz wyjątkowo spółek polskich. Pracownicy wskazują na potencjalne zyski, nie informując lub ograniczając informacje o ryzyku. Kontekst rozmowy utrzymywany jest w sposób, który sugeruje inwestycje na rzeczywistym rynku oraz inwestycje w rzeczywiste akcje spółek, a nie instrumenty CFD oparte na kursach tych spółek. Wskazać należy, iż najczęściej firmy inwestycyjne oferujące handel na platformach transakcyjnych nie posiadają dostępu do rynków regulowanych. Ponadto informując o nadchodzącej „inwestycyjnej okazji życia” sugerują, że debiut jest przesądzony. W tym miejscu należy zaznaczyć różnicę pomiędzy oferowaniem rzeczywistych akcji spółek a proponowaniem zawierania transakcji CFD opartymi na cenach akcji spółek. W przypadku oferowania nabycia rzeczywistych akcji spółki (bez względu czy jego przedmiotem jest pierwsza oferta publiczna<sup>15</sup> czy kolejne emisje) mamy do czynienia z usługą maklerską w postaci oferowania instrumentów finansowych, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 6, gdzie firma inwestycyjna (oferująca) świadczy na rzecz emitenta usługę sprowadzającą się w uproszczeniu do proponowania potencjalnym inwestorom nabycia papierów wartościowych w jego imieniu. **Wykonywanie usług oferowania instrumentów finansowych objęte jest wymogiem posiadania przez firmę inwestycyjną zezwolenia w tym zakresie.** Potencjalny nabywca akcji w ramach rzeczoności debiutu (IPO) winien otrzymać od oferującego komplet dokumentacji ofertowej (np. prospekt emisyjny) lub żądać szczegółowych informacji, gdzie taka dokumentacja się znajduje. W przypadku zaś debiutów oferowanych za pośrednictwem platform transakcyjnych nie mamy do czynienia z rzeczywistym papierem wartościowym, bowiem potencjalnemu klientowi oferowany jest instrument pochodny oparty

---

<sup>15</sup> Dalej: IPO.

na cenach rzeczywistych akcji, o ile oczywiście do takiego debiutu dojdzie. W praktyce klienci bywają namawiani także na debiuty akcji nowej emisji dużych spółek giełdowych o dobrej koniunkturze, przy czym zdarza się, że debiuty te nie dochodzą do skutku na rzeczywistym rynku. Drugorzędną kwestią jest to, czy akcje spółki faktycznie zadebiutują, istotna bowiem jest dokonana wpłata na depozyt zabezpieczający, ponieważ od tego momentu przekonanie klienta do dokonywania innych transakcji jest już znacząco łatwiejsze. Zarówno na pierwszym, jak i drugim etapie klienci zazwyczaj bywają zapewniani o przyszłym wsparciu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez doświadczonych analityków.

### 3.3. TELEFON WERYFIKACYJNY

Zdarzyć się może, że firma inwestycyjna będzie podejmowała kroki w celu uzyskania jednoznacznego potwierdzenia klienta co do jego świadomości ryzyka przyszłych decyzji inwestycyjnych poprzez tzw. telefon weryfikacyjny. Etap ten nie występuje w przypadku wszystkich firm inwestycyjnych świadczących usługi na rynku instrumentów pochodnych CFD. Telefony te wykonywane są przez inne osoby aniżeli kontakt opisany w pierwszym i drugim kroku pozyskiwania klienta i adresowany jest zasadniczo do klientów, którzy już zawarli umowy z firmą inwestycyjną. Treść rozmowy zasadniczo obejmuje przekazanie klientowi ogólnych informacji o zagranicznej firmie inwestycyjnej. W dalszym zakresie prezentowane są z reguły informacje o ryzyku związanym z inwestycjami na rynku Forex oraz CFD. Następnie klientowi odczytywane są zastrzeżenia dotyczące świadczonych usług, zgodnie z którymi pracownicy nie zapewniają ani nie oferują doradztwa inwestycyjnego, oraz usługi zarządzania, przy czym są uprawnieni tylko do udzielania technicznego wsparcia (np. związanego z działaniem platformy oraz wspomaganie w procesie rejestracji na platformie transakcyjnej). Klient jest z reguły informowany, iż na jego życzenie pracownicy mogą podać wybrane analizy rynkowe. Klient w dalszej części może otrzymać także zastrzeżenia co do świadczonych usług, a w tym dotyczące ponoszenia przez klienta wyłącznych skutków przyjmowania sugestii lub porad od pracowników firmy inwestycyjnej lub podmiotów trzecich z zastrzeżeniem możliwości uchylenia się firmy inwestycyjnej od przyjęcia i rozpatrzenia ewentualnej skargi w tej sprawie.

Co istotne, obowiązki firmy inwestycyjnej nie polegają tylko na poinformowaniu klienta o ryzyku inwestowania w instrumenty CFD. Każdy potencjalny klient jeszcze przed zawarciem umowy powinien zostać zweryfikowany co do poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych oraz doświadczenia inwestycyjnego w sposób niezbędny do dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub sama usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są dla klienta odpowiednie z uwzględnieniem jego indywidualnej sytuacji. W związku z powyższym, badanie odpowiedności usługi maklerskiej lub instrumentu finansowego powinno być ukierunkowane na zbadanie odpowiedności tego konkretnego instrumentu finansowego oraz charakteru transakcji, dotyczących tych instrumentów, wyłącznie w zakresie ściśle związanym z usługami maklerskimi, oferowanymi przez firmę inwestycyjną na podstawie umowy zawartej z klientem. Pozyskiwane w ten sposób informacje powinny odnosić się do obiektywnych danych (nie do ocen), gdyż wyłącznie taka metodologia pozwala na uzyskanie miarodajnych wyników. W przypadku niewłaściwego ukształtowania lub braku badania odpo-

wiedności, firma inwestycyjna nie ma w praktyce możliwości dokonania oceny stopnia znajomości usługi maklerskiej, świadczonej na podstawie zawieranej z klientem umowy oraz instrumentów finansowych będących przedmiotem tej umowy. W konsekwencji, taka firma inwestycyjna nie ma podstaw, aby poprawnie poinformować klienta, czy i która usługa maklerska oraz w zakresie jakich instrumentów finansowych może być dla niego odpowiednia.

Odrębną kwestią jest ważność zastrzeżeń przedstawianych klientowi w toku rozmów telefonicznych. Nie jest bowiem przesądzone, czy zastrzeżenia dotyczące np. nie świadczenia doradztwa inwestycyjnego są prawnie wiążące w obliczu późniejszego świadczenia takiej usługi. Zastrzeżenie takie w chwili przekazywania rekomendacji może również stanowić ewentualne złamanie warunków świadczenia usługi wskazanych klientowi. Ustawa o obrocie nie daje bowiem możliwości wyłączenia jej reżimu w zakresie świadczenia usług maklerskich wolą stron. A zatem jeśli działania wypełniają cechy usługi maklerskiej zgodnie z definicją zawartą w Ustawie o obrocie, możemy mówić wówczas o konieczności jej świadczenia z poszanowaniem obowiązków ustawowych.

### 3.4. UTRZYMYWANIE RELACJI Z KLIENTEM

Pracownicy firm inwestycyjnych po zawarciu umowy z klientem podtrzymują z nim relacje, kontaktując się telefonicznie. Kontakt może przybierać charakter periodyczny i wynikać np. z tego, że pracownicy mają dedykowanych sobie klientów. Kontakt z klientem, już po zawarciu umowy i wpłacie środków inwestycyjnych na depozyt zabezpieczający, wykonywany może być już przez inne osoby aniżeli te, które klienta pozyskały. Osoby te mogą przedstawiać się np. jako opiekunowie rachunku lub opiekunowie klienta. Zdarzyć się może, że pracownicy tacy co do zasady świadczący pomoc techniczną w odpowiedzi na problemy zgłaszane przez klientów, w rzeczywistości zaś podejmują działania znacząco wykraczające poza ten obszar. Praktyka pokazuje, że zdarzają się pracownicy firm inwestycyjnych, którzy starają się nawiązać relacje z klientami polegające na wymianianiu pewnych informacji dotyczących życia prywatnego, które ocieplają ich wizerunek oraz pozwalają uzyskać niezbędne informacje co do wykonywanego przez klienta zawodu oraz ewentualnych przychodów z tym związanych. Jest to istotne z punktu widzenia sprofilowania potencjału inwestycyjnego klienta, rozumianego jako wysokość środków, jakie będą mogły być ulokowane na platformie transakcyjnej. Informacje na temat klienta mogą być kompletowane sukcesywnie w ciągu „całości życia klienta” na platformie transakcyjnej.

**W toku prowadzonych rozmów klienci mogą doświadczyć działań wypełniających cechy doradztwa inwestycyjnego oraz nakłaniania do dokonania dodatkowych wpłat<sup>16</sup>.**

Osoby dzwoniące starają się zbudować w oczach klientów wizerunek doświadczonego doradcy, który swoje umiejętności budował w różnych instytucjach rynku kapitałowego. Ponadto klienci niejednokrotnie przekonywani są, że rekomendacje, na które powołują się doradcy są wysokiej jakości. Wskazać należy, że doradcy, których rekomendacje są poddawane w wątpliwość, deprecjonują wiedzę i doświadczenie klienta lub osób, na zdanie których klient się powołuje,

<sup>16</sup> Aspekt doradztwa inwestycyjnego poruszony został w dalszym etapie niniejszej publikacji.

podkreślając jednocześnie swoje znaczące doświadczenie inwestycyjne oraz współpracę z profesjonalistami. Kontakty z klientami na tym etapie mają z założenia doprowadzić do maksymalizacji wpłat klienta, szczególnie jeśli inwestycje klienta przynoszą ujemną stopę zwrotu. Klienci często poddawani są manipulacji, gdzie doradcy kreują narrację, w której klient poniósł dotkliwą życiową porażkę, a jedynym sposobem przekucia jej w sukces lub chociażby minimalizację poniesionych strat jest zasilenie depozytu zabezpieczającego nowymi środkami pieniężnymi. Jedną z technik używanych przez doradców jest utrwalanie w kliencie poczucia, że doradca nie zarabia, dopóki klient nie osiągnie zysku. Nie jest to prawdą, bowiem wynagrodzenie pracowników wykonujących telefony do klientów lub potencjalnych klientów w znacznej mierze uzależnione jest jedynie od dokonywanych wpłat na platformę transakcyjną, a nie od wyniku inwestycji klienta. Praktyka pokazuje, że klient, który stracił nawet całość depozytu zabezpieczającego może w dalszym ciągu być atrakcyjnym potencjalnym klientem dla innej firmy inwestycyjnej (lub np. sukcesora), działającej pod inną marką.

### 3.5. TELEFON POWROTNY

Ciekawym zjawiskiem w sprzedaży usług na rynku instrumentów pochodnych CFD są przypadki ponownej akwizycji nieaktywnych już klientów firmy inwestycyjnej. Powyższe przebiegać może wg różnych scenariuszy, z których najczęściej spotykane opisano poniżej.

#### Scenariusz I

*Telefon jest wykonywany do klienta firmy inwestycyjnej, który poniósł straty na poprzednich inwestycjach. Telefonować może osoba, która nie uczestniczyła uprzednio w obsłudze danego klienta, nakłaniając do ponownej wpłaty i próby odrobienia poniesionych strat. W takim wymiarze etap jest zbliżony do drugiego kontaktu z klientem, z tą różnicą, że klientowi obiecuje się znacząco lepszego specjalistę w dziedzinie rynków kapitałowych. Nierzadko pracownicy przedstawiają się jako dyrektorzy lub doradcy dla klientów strategicznych, chcący odwrócić skutek poprzednich niewłaściwych decyzji.*

#### Scenariusz II

*Kontakt z klientem może być nawiązywany po przejściu praw do marki platformy transakcyjnej wraz z danymi osobowymi klientów. W takim przypadku narracja przedstawia się nieco inaczej niż w przypadku scenariusza I. W tym wypadku sprzedawca zwykle informuje, że firma inwestycyjna, którą reprezentuje, przejęła firmę inwestycyjną, z którą miał uprzednio podpisaną umowę. Sprzedawcy często sugerują, iż mając wgląd w poprzednie transakcje widzą, że decyzje, które podejmował klient były błędne, zaś firma, którą reprezentują wychodzi temu naprzeciw i pozwala osiągnąć stopę zwrotu, która pokryje lub przewyższy odnotowaną uprzednio stratę. W praktyce może to oznaczać, iż jeżeli firma inwestycyjna działa w modelu market maker, wykonywanie zleceń może odbywać się u tego samego dostawcy płynności co poprzednio.*

## Scenariusz III

*Kontakt z klientem nawiązywany jest przez pracowników firm inwestycyjnych niepowiązanych jak dotychczas z poprzednią firmą inwestycyjną. Powyższe może dotyczyć zarówno klientów, którzy ponieśli stratę, jak i tych, którzy są aktywnymi klientami w innej firmie inwestycyjnej. Taki sposób prowadzenia akwizycji oraz dalszych kontaktów za pośrednictwem telefonu jest bardzo skuteczny, bowiem klienci są niezwykle podatni zarówno na bezpośredni przekaz, jak i sugestie kierowane pod ich adresem. Wynikać to może z faktu, iż niejednokrotnie nie znają natury rynku, na którym zawierali transakcje, błędnie utożsamiając nabywane kontrakty CFD z rzeczywistymi papierami wartościowymi, towarami itp. Osoby takie zazwyczaj nie rozumieją dostatecznie dobrze funkcjonowania podstawowego narzędzia na rynku instrumentów pochodnych CFD, jakim jest dźwignia finansowa. Kontaktujący się z klientami wykorzystują sytuacje, w których klient czuje się zawstydzony swoją ubogą wiedzą w zakresie instrumentów finansowych. Dodatkowo, nierzadko w stosunku do klientów, używa się języka wulgarnego i całkowicie niedopuszczalnego w przypadku profesjonalnych instytucji finansowych.*

**Niewłaściwą praktyką będzie organizacja sprzedaży na potrzeby maksymalizacji przychodów tych firm bez uwzględnienia specyfiki oferowanego produktu i wynikających z tego regulacji prawnych obowiązujących w Unii Europejskiej.**

Oczywiście praktyki te nie zawsze wywierają założony przez doradcę klienta skutek, ponieważ charakterystyka klientów firm forexowych jest niejednorodna i są wśród nich także osoby asertywne, znające zasady obrotu na instrumentach CFD oraz częstokroć czerpiące przyjemność ze świadomego obracania kapitałem na tych wysoce spekulacyjnych i ryzykownych walorach. To, co jest znamienne w podejmowanych przez takich klientów działaniach, to świadomość konsekwencji prawnych i ekonomicznych podejmowanych przedsięwzięć.

## 3.6. CHARAKTERYSTYKA OSÓB DZWOŃĄCYCH

W kontaktach z klientami działania firm inwestycyjnych powinny cechować się profesjonalizmem. W tym względzie firmy inwestycyjne powinny zapewnić, do czynności związanych z obsługą klientów, wykwalifikowanych pracowników rozumiejących cel i skutki prawne podejmowanych przez nich działań. W przypadku firm inwestycyjnych świadczących usługi w oparciu o instrumenty CFD pracownicy powinni mieć fachowe przygotowanie zarówno teoretyczne w zakresie zasad funkcjonowania rynku kapitałowego, jak i praktyczne poparte zdobytym doświadczeniem. Oczywiście poziom wiedzy i doświadczenia powinien odzwierciedlać zakres wykonywanych obowiązków. Odmiennie oczekiwania co do umiejętności stawia się przed osobami wykonującymi czynności w zakresie wsparcia technicznego, a inne przed osobami zatrudnionymi na stanowiskach związanych z doradzaniem klientowi. Dodatkową kwestią jest fakt, iż sama Ustawa o obrocie w art. 83 stawia wymagania przed firmą inwestycyjną co do minimalnych wymogów zatrudnienia osób z licencją maklera papierów wartościowych oraz doradców inwestycyjnych.

**Praktyka wskazuje jednak, że osoby podejmujące kontakty z klientami i zachęcające je do inwestowania w instrumenty CFD lub doradzające podjęcie konkretnych decyzji inwestycyjnych często nie posiadają dostatecznego przygotowania merytorycznego i praktycznego do wykonywania tego typu zadań.**

Szczególnie często jest to zauważane w przypadku organizowanych do niedawna przez podmioty trzecie zespołów zajmujących się kontaktami z klientami<sup>17</sup>. Osoby te w toku prowadzonych rozmów z klientami mogą przedstawiać siebie jako wykwalifikowanych i doświadczonych specjalistów rynku kapitałowego lub zapewniać, że korzystają ze wsparcia takich osób. Często nie będzie to niestety prawdą. Klienci podejmując kontakt z doradcą za pośrednictwem telefonu, w praktyce nie mają żadnych możliwości zweryfikowania zaprezentowanych informacji. W efekcie tego niejednokrotnie zdarza się, iż konfrontując długość okresu deklarowanego doświadczenia zawodowego z datą urodzenia doradcy należałoby uznać, iż osoba ta zaczęła zdobywać doświadczenie w branży już w wieku dziecięcym. Nie jest odosobnionym przypadkiem zatrudnianie, zwłaszcza przez zagraniczne firmy inwestycyjne do kontaktów z klientami osób młodych, z reguły z wykształceniem średnim lub w toku studiów wyższych. Co dodaje wiarygodności, klientom przedstawiana jest często możliwość osobistego spotkania w siedzibie firmy. Wszystko to sprawia, że klient może nabrać przekonania, że staje przed nim specjalista uznanej, często zagranicznej firmy inwestycyjnej. Niestety możliwe jest, że obraz ten stanowi wyłącznie zbudowaną w świadomości klienta projekcję, nie mającą wiele wspólnego z rzeczywistością. Nie należą bowiem do rzadkości przypadki, w których osoby podające się za doświadczone i wykwalifikowane nie posiadają w rzeczywistości dostatecznego wykształcenia ani deklarowanego wieloletniego doświadczenia. Wynika to z faktu, iż działania wielu zagranicznych firm inwestycyjnych skupiają się głównie na sprzedaży oferowanych usług bazując zwłaszcza na osobach młodych, które po ukończeniu kilku kursów szkolone są w technikach sprzedaży i standardach obsługi klientów. Opisane techniki wpływu na klienta, mogą wydawać się proste i niezbyt wyszukane, jednak są niezwykle skuteczne.

---

<sup>17</sup> W dniu 29 kwietnia 2017 r. weszła w życie Ustawa o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 791, dalej: nowelizacja Ustawy o obrocie). Zmiany te spowodowały, że firma inwestycyjna może obecnie zlecać wykonywanie tego typu czynności wyłącznie agentom firm inwestycyjnych.



# 4. ZMIANA USTAWY O OBROTCIE INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

Z dniem 29 kwietnia 2017 r. weszła w życie nowelizacja Ustawy o obrocie. W poprzednim brzmieniu przepis art. 79 Ustawy o obrocie pozwalał firmie inwestycyjnej na powierzenie osobie trzeciej, na podstawie umowy, czynności związanych z zawieraniem umów o świadczenie usług lub umożliwiających realizację tych umów, w szczególności polegających na doradzaniu klientowi lub potencjalnemu klientowi w zakresie instrumentów finansowych lub usług danej firmy inwestycyjnej, przyjmowaniu zleceń oraz odbieraniu innych oświadczeń woli dla firmy inwestycyjnej. Rynek firm inwestycyjnych świadczących usługi maklerskie na instrumentach CFD, a w szczególności zagranicznych firm inwestycyjnych na podstawie ówczesnego stanu prawnego, korzystał z usług takich podmiotów trzecich. Usługi te w praktyce obejmowały kontakty z obecnymi oraz byłymi klientami, a także z osobami, które mogłyby być potencjalnie zainteresowanymi ofertą firmy inwestycyjnej. Powyższe rozwiązanie sprawiało, że podmioty świadczące tego rodzaju usługi potencjalnie mogły „krzyżowo” zatrudniać osoby już zatrudnione w innych firmach inwestycyjnych. Zatrudnienie takie w zasadzie mogło cechować się rozbieżnymi zakresami obowiązków wykonywanych na rzecz poszczególnych pracodawców, co z kolei pozwalałoby na rozdzielenie odpowiedzialności za działania osób zatrudnionych w ten sposób. W przypadku, gdy osoba zatrudniona np. w oddziale zagranicznej firmy inwestycyjnej jest zobowiązana do wsparcia technicznego klientów<sup>18</sup>, a rola osoby zatrudnionej sprowadzała się wyłącznie do takiej roli, mielibyśmy do czynienia z modelowym przykładem wsparcia technicznego klienta, zorganizowanego nie tylko przez firmę inwestycyjną, ale jednocześnie przedsiębiorcę starającego się zachować wysoki standard świadczonych usług. Ocena działań osób zatrudnionych w ten sposób nie będzie tak jednoznaczna w przypadku, gdy równoległe będą zatrudnione w podmiocie trzecim niebędącym firmą inwestycyjną, a jedynie świadczącą usługi, na rzecz tej samej firmy inwestycyjnej, polegające na pozyskiwaniu klientów oraz doradztwie inwestycyjnym. Po pierwsze osoby takie świadczą usługi zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na rzecz firmy inwestycyjnej. Po drugie otrzymują wynagrodzenie składające się z wynagrodzenia otrzymywanego od firmy inwestycyjnej oraz wynagrodzenia od podmiotu trzeciego działającego na jej rzecz. Po trzecie oba składniki takiego wynagrodzenia mogą być naliczane wg innych zasad. Możliwe jest więc otrzymywanie stałych składników wynagrodzenia bezpośrednio od firmy inwestycyjnej oraz wynagrodzenia zmiennego od podmiotu trzeciego, uzależnionego np. od wysokości wpłat klientów. Po czwarte, rozwiązanie takie utrudnia skuteczny nadzór firmy inwestycyjnej nad pracownikami w zakresie pozyskiwania klientów oraz doradztwa inwestycyjnego. Po piąte wreszcie utrudnia skuteczny nadzór organowi nadzoru. Rozwiązanie takie może być oparte dodatkowo na formach samozatrudnienia osób wy-

<sup>18</sup> Wsparcia technicznego w ścisłym rozumieniu, tj. odbierania telefonów i instruowania klientów, jak mają postępować w przypadku prostych, technicznych problemów, ewentualnie kierowania skomplikowanych spraw do innych jednostek organizacyjnych firmy inwestycyjnej.

konujących faktyczne czynności na rzecz firmy inwestycyjnej. Na uwagę zasługuje również sposób uregulowania zakresu świadczonych usług na rzecz firmy inwestycyjnej. Strona przedmiotowa umowy mogłaby być wszak uregulowana szeroko, obejmując np. pomoc techniczną, wsparcie promocji świadczonych usług i kontaktów z klientami.

**Klienci winni mieć pełną świadomość, że ten model zorganizowania działalności w żadnym wypadku nie zwalnia firmy inwestycyjnej od sprawowania należytego i skutecznego nadzoru nad całościowym wykonywaniem usług na jej rzecz, ponieważ za działania agenta firmy inwestycyjnej w związku z wykonywaniem czynności w imieniu i na rachunek firmy inwestycyjnej odpowiada solidarnie firma inwestycyjna i sam agent.**

Odpowiedzialność taka wyłączona jest jedynie w przypadku wystąpienia siły wyższej, lub gdy szkoda została spowodowana z winy osoby trzeciej<sup>19</sup>. W obliczu tak zorganizowanego sposobu świadczenia usług maklerskich, nasuwa się wniosek, iż nie zapewnia on dostatecznego poszanowania interesu klienta z punktu widzenia zarządzania konfliktami interesów. Uprawniony wydaje się pogląd, iż konfliktem takim nie będzie można skutecznie zarządzać, a zatem firma inwestycyjna powinna obligatoryjnie poinformować o tym potencjalnego klienta przed zawarciem umowy przy użyciu trwałego nośnika. Umowa z klientem mogłaby zostać zawarta wyłącznie pod warunkiem, że klient potwierdzi otrzymanie przedmiotowej informacji. W przypadku zaś, gdy firma inwestycyjna zdecydowałaby się na zmianę modelu działania na opisany powyżej, powinna niezwłocznie po zaistnieniu konfliktu interesów powiadomić o tym klienta oraz powstrzymać się od świadczenia usługi maklerskiej do chwili, w której klient nie oświadczy jej woli dalszej współpracy lub rozwiązania umowy.

Potencjalne modele świadczenia usług, będące przedmiotem powyższych rozważań w obowiązującym uprzednio stanie prawnym były możliwe. Nie będą one miały jednakże prawnego uzasadnienia na mocy nowelizacji Ustawy o obrocie, na podstawie której wykonywanie pewnych czynności zostało zastrzeżone wyłącznie dla firmy inwestycyjnej lub agenta firmy inwestycyjnej. Do czynności tych należy zaliczyć:

1. pozyskiwanie klientów lub potencjalnych klientów, w tym informowanie o zakresie usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną lub instrumentach finansowych będących ich przedmiotem;
2. działania związane z zawieraniem umów o świadczenie usług maklerskich;
3. czynności umożliwiające realizację umów o świadczenie usług maklerskich, w szczególności polegające na przyjmowaniu zleceń, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie, odbieraniu innych oświadczeń woli klienta dla firmy inwestycyjnej, udostępnianiu lub przekazywaniu klientowi informacji związanych ze świadczonymi na jego rzecz usługami maklerskimi.

Od powyższych zapisów ustawodawca przewidział wyjątek polegający na tym, że czynności opisane w pkt 1 powyżej mogą być podejmowane przez podmioty inne niż firma inwestycyjna lub agent firmy inwestycyjnej. Dotyczy on jednak wyłączenie jednoczesnego przekazywania informacji

<sup>19</sup> Art. 79 ust. 5 Ustawy o obrocie.

do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej albo do nieokreślonego adresata.

**Art. 79 Ustawy o obrocie w obecnym brzmieniu uniemożliwia w praktyce korzystanie z usług polegających na telefonicznych kontaktach z klientami, osobom zatrudnionym w firmach niemających statusu firmy inwestycyjnej lub agenta firmy inwestycyjnej.**

KNF prowadzi rejestry firm inwestycyjnych (w tym: krajowych, zagranicznych prowadzących działalność za pośrednictwem oddziału oraz transgranicznie) oraz agentów firm inwestycyjnych, które zamieszczone są na stronach internetowych KNF<sup>20</sup>. Osoba, do której kierowany jest bezpośredni przekaz reklamowy powinna przed zawarciem umowy, a zwłaszcza przed dokonaniem wpłaty na depozyt zabezpieczający, zweryfikować czy kontaktujący się z nią podmiot znajduje się w ww. rejestrach.

---

<sup>20</sup> [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

# 5. UMOWA

**Podczas procesu zawierania umowy z firmą inwestycyjną klienci powinni dokładnie zapoznać się z jej treścią. Podstawową kwestią jest dokładne zrozumienie umowy przez klienta, której stroną się stanie.** Po pierwsze klienci powinni taką umowę otrzymać. W chwili obecnej, zwłaszcza zagraniczne firmy inwestycyjne w zawieraniu umowy mogą posługiwać się formularzami zamieszczonymi na stronach internetowych. Formularz taki zawiera szereg pytań, których wypełnienie identyfikuje klienta. Zdarzyć się może, że pytania te nie będą wyczerpywać obowiązku polegającego na konieczności pozyskania informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w instrumenty pochodne CFD oraz ewentualnego doświadczenia inwestycyjnego, a jedynie ustalać poziom zamożności klienta. To, na co klient powinien zwrócić szczególną uwagę to fakt, czy po zawarciu umowy otrzymuje zindywidualizowaną umowę, pozwalającą na jednoznaczne stwierdzenie, jakiej treści umowę zawarto. Tego warunku nie będzie wypełniało odesłanie klienta do strony internetowej, gdzie znajdować się będą niezindywidualizowane zapisy umowne, przeznaczone do pobrania przez klienta. Klient bowiem powinien otrzymać swoją umowę lub przynajmniej uniwersalne zapisy umowne w treści korespondencji indywidualnie do niego kierowanej, lub innym trwałym nośniku. W tym względzie nie bez znaczenia jest forma zawarcia umowy. Art. 13 ust. 1 Ustawy o obrocie wskazuje, że oświadczenia woli, w związku z dokonywaniem czynności dotyczących jej obrotu papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi na podstawie ustawy oraz innych czynności wykonywanych w ramach działalności podmiotów nadzorowanych w zakresie regulowanym tą ustawą, mogą być składane w postaci elektronicznej, jeżeli strony w umowie tak postanowiły. W związku z powyższym, możliwość zawarcia umowy w formie elektronicznej uzależniona jest od wyraźnego wskazania w treści umowy, iż ta jest zawierana w formie elektronicznej<sup>21</sup>. Umieszczenie w treści umowy postanowień dotyczących zawarcia umowy przez Internet stanowi warunek konieczny dla uznania takiej umowy za ważną<sup>22</sup>. W tym względzie poprawne zawarcie umowy w formie elektronicznej spełniałoby wymagania formy pisemnej zastrzeżonej pod rygorem nieważności.

Poniżej zaprezentowano przykładowe zapisy, na które w szczególności powinien zwrócić uwagę klient zawierając umowę z firmą inwestycyjną.

## a) Jurysdykcja

Nie są odosobnione przypadki, w których zapisy wskazują, iż umowa podlegać będzie prawu obcemu. Zapisy tego rodzaju w wielu przypadkach można uznać za niezgodne z art. 6 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) Nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I). Stanowi on, że umowa podlega prawu państwa, w którym konsument ma miejsce zwykłego pobytu, lub gdy przedsiębiorca w jakikolwiek sposób kieruje działalność do tego państwa lub do kilku państw z tym państwem włącznie.

<sup>21</sup> Szczegółowe informacje o możliwości zawarcia umowy zawarto w stanowisku KNF z dn. 07.10.2015 r. o sygn. DPP/WOPII/023/832/2/15/RO, [https://www.knf.gov.pl/Images/stanowisko\\_sk%C5%82adanie\\_oswiadczenia\\_tcm75-43097.pdf](https://www.knf.gov.pl/Images/stanowisko_sk%C5%82adanie_oswiadczenia_tcm75-43097.pdf)

<sup>22</sup> Dotyczy przypadków umów o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych lub przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, zawartych z klientami detalicznymi.

W takim wypadku dla klientów polskich, którzy są konsumentami, umowa powinna w całości podlegać oraz odwoływać się do przepisów prawa polskiego. Umowa powinna być dostosowana do terminologii oraz wymogów prawa polskiego, bo w przeciwnym razie może to stwarzać zagrożenie dla polskich klientów, związane z prawidłowym zrozumieniem lub zinterpretowaniem postanowień umowy.

**Brak dostatecznego zrozumienia przez klienta zapisów umowy może rodzić ryzyko niedopełnienia obowiązków oraz niewykorzystania należnych praw wynikających z obcego porządku prawnego.**

#### **b) Zapisy na sąd polubowny**

Umowa o świadczenie usług maklerskich może przewidywać zapis na sąd polubowny. Zapis taki oznacza, iż strony w przypadku zaistnienia sporu<sup>23</sup> oddadzą go pod rozstrzygnięcie sądu polubownego. Od chwili wniesienia pozwu do sądu powszechnego aż do momentu wdania się w spór co do istoty sprawy drugiej stronie przysługuje prawo do wystąpienia z zarzutem istnienia zapisu na sąd polubowny. W przypadku wniesienia do sądu sprawy dotyczącej sporu objętego zapisem na sąd polubowny sąd odrzuci pozew lub wniosek o wszczęcie postępowania nieprocesowego. Istnienie ważnego zapisu na sąd polubowny w umowie o świadczenie usług maklerskich może zatem skutkować utrudnieniem dochodzenia roszczeń nim objętych przez sądami powszechnymi, jednakże za cenę potencjalnych korzyści wynikających z sądownictwa polubownego, takich jak niższe koszty oraz szybkość rozstrzygnięcia sporów. W świetle powyższego, potencjalna wola stron zawarcia umowy ograniczającej kognicję sądów powszechnych na rzecz sądu arbitrażowego może być w pełni uzasadniona, jednakże decyzja taka powinna być podjęta świadomie. Skutki prawne będzie mógł wywrzeć wyłącznie ważny zapis na sąd polubowny. Bezskuteczne będą np. postanowienia zapisu na sąd polubowny naruszające zasadę równości stron, a zwłaszcza uprawniające tylko jedną stronę do wytoczenia powództwa przed sądem polubownym albo przed sądem powszechnym<sup>24</sup>.

**Osoby zawierające umowę powinny zwrócić uwagę, czy wskazana w zapisie na sąd polubowny instytucja do rozpatrywania ewentualnych sporów jest niezależna<sup>25</sup> od samej firmy inwestycyjnej.**

#### **c) Język interpretacji umowy**

Zapisy wskazujące na rozstrzygającą wersję językową umowy o świadczenie usług oraz umowne przyjęcie komunikowania się z klientem polskim w języku innym niż polski wymaga, aby firma inwestycyjna zweryfikowała i udokumentowała, czy język ten jest zrozumiały dla polskich klientów. Działanie takie należy postrzegać jako przejaw rzetelności i profesjonalizmu, a także jako działanie w najlepiej pojętym interesie klienta.

<sup>23</sup> Zgodnie z art. 1157 KPC możliwe jest rozstrzygnięcie sądu polubownego w przypadku sporów dotyczących praw majątkowych lub praw niemajątkowych, tj. takich, które mogą być przedmiotem ugody sądowej.

<sup>24</sup> Art. 1161 KPC.

<sup>25</sup> Tj. nie zachodzą powiązania osobowe i kapitałowe pomiędzy firmą inwestycyjną a instytucją wskazaną do rozpatrywania sporów. Istotny jest również brak powiązań pomiędzy arbitrami a firmą inwestycyjną.

Dodatkowo na podstawie art. 8 ust. 1 Ustawy z dnia 7 października 1999 r. o języku polskim (Dz. U. 2011.43.224)<sup>26</sup>, o ile sama umowa została zawarta według prawa polskiego powinna zostać sporządzona w języku polskim. Jeżeli zaś umowa została sporządzona w wersji lub wersjach obcojęzycznych podstawą ich wykładni jest wersja w języku polskim, o ile konsument będący stroną umowy jest obywatelem Rzeczypospolitej Polskiej.

**Ustawa o języku polskim nie przewiduje skutku nieważności umów zawartych wbrew art. 8. W związku z powyższym analizując treść przyszłej umowy klienci powinni wziąć pod uwagę ewentualne ryzyko wynikające z błędnego tłumaczenia umowy na język polski lub zawarcia umowy wyłącznie w języku innym niż polski.**

#### **d) Identyfikacja świadczonej usługi**

Osoby zawierające umowę w zakresie świadczenia usług maklerskich, do podjęcia świadomej decyzji powinny dokonać należytej identyfikacji świadczonej na jej podstawie usługi maklerskiej. Umowy mogą bowiem co do zasady obejmować usługi maklerskie takie jak:

1. przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych<sup>27</sup> oraz
2. wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych na rachunek dającego zlecenie<sup>28</sup>.

Na gruncie rynku instrumentów pochodnych CFD zasadnicza różnica pomiędzy tymi usługami polega na tym, kto jaką rolę odgrywa w procesie wykonywania zleceń klienta. W przypadku, gdy zlecenia składane na platformie transakcyjnej wykonywane są bezpośrednio przez firmę inwestycyjną, będącą stroną umowy z klientem, działanie takie będzie nosić cechy usługi wykonywania zleceń na rachunek klienta. W przypadku zaś, gdy zlecenie klienta będzie przekazywane przez firmę inwestycyjną innej firmie inwestycyjnej do wykonania, wówczas działanie takie będzie nosiło cechy przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Istotną jednak cechą usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jest to, że zlecenie musi być wykonane przez inny podmiot. Zlecenie takie, zrealizowane przez inną firmę inwestycyjną wykonane powinno być w imieniu i na rzecz klienta, ergo świadczenie przez firmę inwestycyjną usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych wymaga zawarcia przez klienta umowy z inną firmą inwestycyjną, która to zlecenie wykona. Zawarcie przez klienta umowy o przyjmowanie i przekazywanie zleceń bez odrębnej umowy o wykonywanie zleceń z inną firmą inwestycyjną może doprowadzić w efekcie do:

- wykonywania w praktyce zleceń klienta przez firmę inwestycyjną, która takie zlecenia powinna przekazywać do innej firmy inwestycyjnej lub
- wykonywania zleceń przez inną firmę inwestycyjną, z którą klient nie posiada relacji umownych.

W obu przypadkach możemy mówić o bezumownym wykonaniu zlecenia z tą różnicą, że w pierwszym przypadku klient ma w praktyce większą możliwość dotarcia do wykonującego zlecenie. W takich przypadkach wykonujący zlecenia może podważać zasadność lub usiłować wyłączać swoją odpowiedzialność za brak stosowania zasad *best execution* w stosunku do klientów tłu-

<sup>26</sup> Dalej: Ustawa o języku polskim.

<sup>27</sup> Art. 69 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie.

<sup>28</sup> Art. 69 ust. 2 pkt 2 Ustawy o obrocie.

macząc, że świadczy usługi na rzecz firmy inwestycyjnej, od której zlecenie otrzymał. Dodatkowo przekazująca zlecenia klienta firma inwestycyjna może być zobligowana, na mocy zawartych umów handlowych, do przekazania zlecenia do wykonania wyłącznie jednej firmie inwestycyjnej.

**Osoby zawierające umowę, przed zweryfikowaniem posiadanych przez firmę inwestycyjną zezwoleń powinny zidentyfikować, jaka usługa będzie świadczona na ich rzecz przez tę firmę inwestycyjną.**

#### **e) Sposób przechowywania środków pieniężnych klienta**

W toku świadczenia usług maklerskich w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów pochodnych CFD oraz wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów pochodnych CFD na rachunek dającego zlecenie, nieodzownym elementem jest przechowywanie lub rejestrowanie instrumentów finansowych oraz prowadzenie w związku z tym rachunków pieniężnych. Powyższe działania stanowią odrębną usługę maklerską<sup>29</sup> objętą koniecznością uzyskania zezwolenia organu nadzoru. Niezależnie od tego czy firma inwestycyjna wykonuje zlecenia, czy wyłącznie przekazuje je do wykonania podmiotowi trzeciemu przyjmując środki pieniężne klientów na swoje rachunki bankowe, powinna wypełniać wszystkie obowiązki związane z należyтым ewidencjonowaniem i wyodrębnieniem środków poszczególnych klientów oraz klientów od środków pieniężnych firmy inwestycyjnej. Na etapie zawierania umowy firma inwestycyjna powinna przekazać klientowi opis działań w celu zapewnienia ochrony aktywów. Informacje te dotyczyć powinny zwłaszcza stosowanych systemów gwarantujących ich bezpieczeństwo.

**Podstawowym działaniem klienta powinno być zweryfikowanie czy firma inwestycyjna posiada zezwolenie na zabezpieczanie i administrowanie instrumentami finansowymi na rachunek klientów, w tym przechowywanie i usługi pochodne, takie jak zarządzanie środkami pieniężnymi w zakresie świadczenia usług na instrumentach pochodnych CFD.**

#### **f) Wysokość kosztów transakcyjnych**

Firmy inwestycyjne zobowiązane są do wskazania kosztów i opłat związanych ze świadczonymi usługami maklerskimi. Informacje te powinny zostać przekazane przed zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich i zawierać wskazanie łącznej ceny, którą klient ma zapłacić, z wyszczególnieniem:

- opłat,
- kosztów,
- wydatków oraz
- wszelkich podatków, płatnych za pośrednictwem firmy inwestycyjnej lub
- jeśli nie można określić dokładnej ceny, podstawę jej obliczenia.

Przekazywane w ten sposób informacje powinny być możliwe do zweryfikowania, zaś same prowidze powinny wskazywać poszczególne pozycje. Analizując przedstawione w ten sposób koszty transakcyjne potencjalni klienci powinni zwrócić uwagę na wszelkie opłaty i koszty, które nie zostały wyszczególnione kwotowo. Chodzi zwłaszcza o te zapisy umowne uprawniające firmę

<sup>29</sup> Art. 69 ust. 4 pkt 1 Ustawy o obrocie.

inwestycyjną do jednostronnego kształtowania wysokości opłat. Zapisy takie mogą znajdować się zarówno w samej umowie, jak i w odrębnych regulaminach. Co do zasady opłatami transakcyjnymi, których wysokość może podlegać zmianom są spready oraz punkty swapowe o czym szerzej w pkt. 8. Na opłaty, które finalnie ponosi klient składają się opłaty firmy inwestycyjnej wykonującej lub zabezpieczającej zlecenie oraz opłaty firmy inwestycyjnej, z którą klient zawarł bezpośrednio umowę. Polega to na doliczeniu do rynkowego spreadu lub rynkowych stóp procentowych tzw. markup-ów lub markdown-ów, czyli swojej marży.

**Osoby zawierające umowę z firmą inwestycyjną powinny zatem żądać pełnych, precyzyjnych i zrozumiałych informacji na temat kosztów, które będą wiązały się z zawieraniem transakcjami.**

### **g) Postępowanie reklamacyjne**

W praktyce klienci spotykają się z zastrzeżeniem umownym, w którym firma inwestycyjna oświadcza, że wszelkie decyzje podjęte w wyniku sugestii doradcy nie mogą stanowić przedmiotu reklamacji, a postępowania skargowe w tym zakresie nie będą podejmowane. Zapisy tego rodzaju są z zasady niezgodnie z treścią Ustawy o rozpatrywaniu reklamacji<sup>30</sup>, zgodnie z którą jako reklamację rozumieć należy wystąpienie skierowane do podmiotu rynku finansowego przez jego klienta, w którym klient zgłasza zastrzeżenia dotyczące usług świadczonych przez podmiot rynku finansowego<sup>31</sup>.

**Firma inwestycyjna jest zobowiązana po złożeniu reklamacji, rozpatrzyć ją i udzielić klientowi odpowiedzi w postaci papierowej lub za pomocą innego trwałego nośnika informacji. Odpowiedź na taką reklamację winna być udzielona niezwłocznie, nie później jednak niż w terminie 30 dni od dnia jej otrzymania.**

Można domniemywać, że zapisy umowne z góry zakładające brak możliwości złożenia skutecznej skargi na działanie podmiotu, w związku ze świadczeniem doradztwa inwestycyjnego, w sposób dyskrecjonalny zmierzają do ograniczenia prawa klienta do skarżenia. Podkreślenia wymaga, że Ustawa o rozpatrywaniu reklamacji nie daje możliwości ograniczenia jej stosowania zapisami umownymi. Można założyć w takim przypadku, że klientowi wciąż przysługiwać będzie prawo do skargi, a jej negatywne rozpatrzenie umożliwi klientowi skorzystanie z dalszych uprawnień, tj.:

1. odwołania się od stanowiska zawartego w odpowiedzi, jeżeli instytucja finansowa przewidziała tryb odwoławczy,
2. skorzystania z instytucji mediacji albo sądu polubownego, albo innego mechanizmu polubownego rozwiązywania sporów, o ile firma inwestycyjna przewidziała taką możliwość,
3. wystąpienia z wnioskiem o rozpatrzenie sprawy do Rzecznika Finansowego,
4. wystąpienia z powództwem do sądu powszechnego ze wskazaniem pozowanej firmy inwestycyjnej i sądu miejscowo właściwego do rozpoznania sprawy.

<sup>30</sup> Ustawa o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym z dnia 5 sierpnia 2015 r. (Dz. U. 2016 poz. 892 z późn. zm., dalej: Ustawa o rozpatrywaniu reklamacji).

<sup>31</sup> Art. 2 pkt 2 Ustawy o rozpatrywaniu reklamacji.



**Klienci powinni pamiętać, że niedotrzymanie terminu na rozpatrzenie reklamacji, tj. 30 (lub 60 dni w szczególnie skomplikowanych przypadkach) poczytuje się za reklamację rozpatrzoną zgodnie z wolą klienta.**

**Klienci, którzy zawarli umowę z firmą inwestycyjną ograniczającą prawo do składania skutecznych skarg, winni pomimo to korzystać z uprawnień przyznanych im na mocy Ustawy o rozpatrywaniu reklamacji.**

Negatywne rozpatrzenie wniesionej skargi otworzy klientowi drogę do dodatkowych uprawnień, pozwalających na poinformowanie o ewentualnym problemie instytucji niezwiązanych z tą firmą inwestycyjną, w tym organów administracji państwowej i sądów powszechnych.

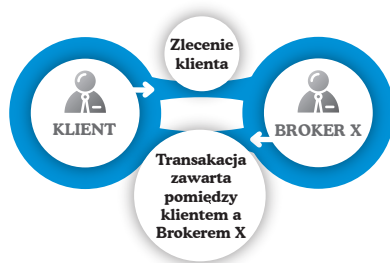
Klient, który rozważy zawarcie umowy o świadczenie usług maklerskich na instrumentach CFD, powinien dokładnie zapoznać się z zaproponowaną treścią umowy i rozważyć jej zawarcie. Opisane powyżej przykłady (o ile będą zawarte w treści stosunku prawnego), mogą wpływać na ocenę poziomu ryzyka. Potencjalni klienci mogą także zetknąć się z innymi klauzulami umownymi wpływającymi również na poziom ryzyka, np. wyłączającymi odpowiedzialność lub niejasno opisanymi sposobami kwotowań. Może się bowiem okazać, że zwiększone ryzyko współpracy z taką firmą inwestycyjną będzie dla potencjalnego klienta nieakceptowalne. Nie musi to jednakże oznaczać definitywnej dyskwalifikacji takiego podmiotu w procesie decyzyjnym. Część potencjalnych klientów, podejmujących decyzje co do doboru firmy inwestycyjnej może takie ryzyko akceptować i w dalszym ciągu wyrażać wolę zawarcia umowy.

**Kluczowa przy zawieraniu umowy o świadczenie usług maklerskich jest świadomość potencjalnego klienta w momencie zawarcia umowy o świadczenie usług maklerskich.**

# 6. MODELE ŚWIADCZENIA USŁUG MAKLERSKICH NA RYNKU FOREX

W celu właściwego zrozumienia przez klienta modelu, w jakim świadczona jest mu usługa maklerska na rynku Forex, poniżej zamieszczono hipotetyczną sytuację, w której broker X świadczy dla swoich klientów usługę maklerską w modelu *market maker* (jest drugą stroną zawieranych transakcji), natomiast broker Y świadczy dla swoich klientów usługę maklerską w modelu STP (przekazuje zlecenia swoich klientów do wykonania do innej firmy inwestycyjnej). Na wstępie wskazać należy, iż wielu brokerów przedstawiających się jako brokerzy STP podkreślają, iż nie istnieje między nimi a klientem konflikt interesów, gdyż nie są drugą stroną transakcji, tym samym ich usługi charakteryzują się podejściem bardziej uczciwym w stosunku do klientów niż brokerów typu *market maker*. Schemat 4 przedstawia model świadczenia usług przez brokera X.

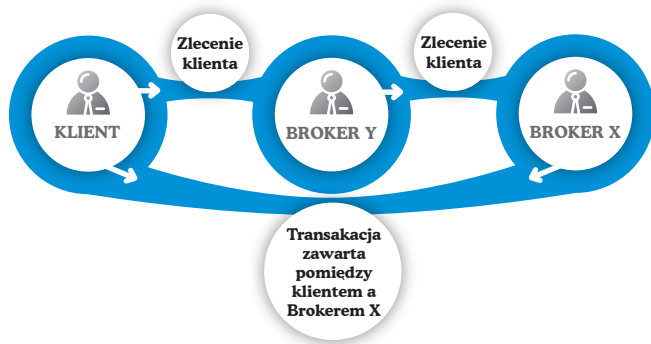
Schemat nr 4. Model *Market Maker*



Źródło: Opracowanie własne.

Firma X, świadcząca swoje usługi w modelu *market maker*, traci w momencie, kiedy klient zarabia i zarabia, kiedy klient traci. Jest to najbardziej popularny model świadczenia usług na polskim rynku. Mamy tu ewidentnie do czynienia z konfliktem interesów. Pamiętajmy bowiem o tym, iż to firma X kwotuje ceny instrumentów finansowych, po których klient może otworzyć/zamknąć pozycję, a także po których pozycja klienta oraz jednocześnie pozycja brokera X względem klienta jest wyceniana. Przejdźmy zatem do firmy Y, która w swoich materiałach reklamowych chętnie wskazuje na to, iż jest brokerem STP, przez co nie istnieje pomiędzy nią a klientem konflikt interesów. Firma Y przekonuje klientów o wyższości firm STP nad brokerami *market maker*, co może w pewien sposób uspić czujność klientów decydujących się na współpracę z firmą Y. Czy jednak rzeczywistość klientów firmy Y nie dotyczy konflikt interesów tak mocno związany z funkcjonowaniem rynku Forex? Odpowiedź na to pytanie ułatwi ustalenie jeszcze jednego założenia do powyższych przykładów, mianowicie takiego, że broker Y przekazuje zlecenia klientów do wykonania do brokera X. Na schemacie wygląda to następująco.

Schemat nr 5. Model STP



Źródło: Opracowanie własne.

Zlecenia klientów wykonane zatem będą przez firmę inwestycyjną będącą brokerem typu *market-maker* w ten sposób, iż broker X będzie drugą stroną transakcji i to on będzie ustalał ceny instrumentów finansowych, po których klienci firmy Y będą mogli zawierać transakcje kupna/sprzedaży, a także po których pozycje klientów będą wyceniane. Czy zatem konflikt interesów został wyeliminowany? Odpowiedź brzmi: nie. Konflikt interesów został co najwyżej przeniesiony z linii klient – broker Y na linię klient – broker X. Inną kwestią pozostaje sposób rozliczenia pomiędzy brokerem X, a brokerem Y. Należy wskazać, iż takie wynagrodzenie często zależy od przychodu transakcyjnego wygenerowanego przez klientów firmy Y na rzecz wykonującego zlecenia firmy X. Dodatkowo zwróćmy uwagę, iż to firma Y podejmuje decyzję, do którego brokera przekaże zlecenia swoich klientów do wykonania i czym większe koszty transakcyjne pobiera firma wykonująca zlecenia klientów, tym większe wynagrodzenie zwrotne może otrzymać firma przekazująca zlecenia do wykonania. Czy istnieje zatem konflikt interesów wynikający z powyższego pomiędzy firmą Y, a klientem firmy Y? Odpowiedź w tym przypadku brzmi: tak.

**Należy pamiętać, iż może się zdarzyć, że zlecenia klientów brokera określającego się jako STP trafiają do wykonania do firmy inwestycyjnej, działającej w modelu *market-maker*. W takim przypadku pozostaje konflikt interesów pomiędzy klientem, a firmą inwestycyjną wykonującą zlecenie klienta. Co więcej, to która firma odpowiada za jakie czynności względem klienta często nie jest jednoznacznie określone w umowie czy regulaminie.**

Zgodnie z Wytycznymi OTC, mając na uwadze, że firma inwestycyjna ma obowiązek działania w sposób rzetelny i niewprowadzający w błąd w stosowanych dokumentach, a w szczególności w umowach zawieranych z klientem powinna opisać przyjęty model biznesowy w sposób odpowiadający rodzajom usług maklerskich, które służą realizacji tego modelu (model *market maker*, ECN - Electronic Communication Network, NDD – Non Dealing Desk, STP - Straight Trough Processing i inne). Opisanie modelu STP w sposób rzetelny i niewprowadzający w błąd powinno zatem zawierać informacje o podmiocie, do którego zlecenia klientów zostaną przekazane w celu ich realizacji.

**Opis modelu przekazany przez firmę inwestycyjną nie powinien przy tym ograniczać się do ogólnego określenia STP, NDD czy ECN.** Klient powinien mieć świadomość, co pod tymi określeniami firma inwestycyjna rozumie. Jak pokazuje przykład przywołany na początku tego rozdziału, określanie się brokera jako STP nie daje klientowi gwarancji, iż konflikt interesów związany z rynkiem Forex przestaje istnieć. Wskazać również należy, iż sposób, w jaki firmy inwestycyjne przedstawiają model, w jakim świadczą swoje usługi maklerskie, świadczyć może o ich rzetelności i profesjonalizmie. W sytuacji bowiem, kiedy firma inwestycyjna niechętnie lub bardzo ogólnikowo opisuje model, w jakim wykonuje swoje usługi na rzecz klientów, należy zadać sobie pytanie czy firma nie próbuje czegoś ukryć, co mogłoby nie spodobać się jej klientom.

Praktyka nadzorcza pokazuje, że niektóre firmy inwestycyjne celowo tworzą skomplikowaną sieć powiązań pomiędzy poszczególnymi podmiotami (często powiązanymi kapitałowo lub/ osobowo), biorącymi udział w świadczeniu usługi maklerskiej na rynku Forex, aby trudniej było zrozumieć charakter owych powiązań, a tym samym utrudnić możliwość zidentyfikowania nieuczciwych praktyk.

Doniesienia prasowe związane z karą nałożoną przez amerykański nadzór na spółkę FXCM<sup>32</sup>, która rzekomo twierdziła, iż nie ma konfliktu interesów pomiędzy spółką a jej klientami, gdyż działa w modelu non dealing desk, podczas gdy większość przychodu wygenerowanego z transakcji jej klientów wracało do niej, pokazuje jak ważnym jest, aby firma inwestycyjna rzetelnie opisała model świadczenia usług w taki sposób, aby klienci/potencjalni klienci byli świadomi na jakiej zasadzie podejmują współpracę z danym brokerem.

Dokument ESMA opisuje wybrane modele współpracy pomiędzy podmiotami na rynku Forex wskazując, jak taka współpraca powinna wyglądać, aby była zgodna z Dyrektywą MiFID<sup>33</sup>. Należy również wskazać, iż zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa klient ma prawo do otrzymania od firmy inwestycyjnej informacji na temat zasad postępowania firmy inwestycyjnej w przypadku powstania konfliktu interesów, a także ma prawo żądać przekazania przez firmę inwestycyjną, przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej firmy inwestycyjnej, szczegółowych informacji dotyczących tych zasad.

**Podsumowując niniejszy rozdział klient ma prawo do:**

- ➔ **otrzymania rzetelnych i niewprowadzających w błąd informacji na temat modelu świadczenia usług maklerskich przez firmę inwestycyjną,**
- ➔ **otrzymania informacji na temat zasad postępowania firmy inwestycyjnej w przypadku powstania konfliktu interesów, a także ma prawo żądać przekazania przez firmę inwestycyjną, przy użyciu trwałego nośnika informacji lub za pośrednictwem strony internetowej firmy inwestycyjnej, szczegółowych informacji dotyczących tych zasad.**

**Klient powinien zachować szczególną ostrożność w momencie kiedy:**

<sup>32</sup> <https://financefeeds.com/fxcm-and-ceo-drew-niv-banned-from-us-full-details-of-fxcms-several-years-of-trading-against-customers/>

<sup>33</sup> <https://financefeeds.com/fxcm-and-ceo-drew-niv-banned-from-us-full-details-of-fxcms-several-years-of-trading-against-customers/>

- firma inwestycyjna opisuje model świadczenia swoich usług ogólnikowo lub wcale,
- twierdzi, iż nie istnieje pomiędzy firmą a klientem żaden konflikt interesów (konflikt interesów może istnieć bowiem na linii klient – firma inwestycyjna wykonująca zlecenia klienta lub klient – dostawca płynności firmy inwestycyjnej, z którym firma inwestycyjna zawiera transakcje zabezpieczające, a następnie po cenach tych transakcji zawiera transakcje z klientem).

# 7. SPOSÓB KONSTRUKCJI CENY

Wiedza, w jaki sposób firmy inwestycyjne konstruują ceny instrumentów finansowych jest niezbędna do zrozumienia usługi maklerskiej, która ma być świadczona na rzecz inwestora. Wiedza na temat sposobu konstruowania ceny daje również możliwość inwestorowi, aby zareagować w sytuacjach, w których sposób ten odbiega od ustalonej pomiędzy klientem a brokerem metody.

**Pamiętać należy, iż pomiędzy brokerem a klientem istnieje konflikt interesów wynikający z faktu, iż najczęściej to właśnie broker jest drugą stroną transakcji i dodatkowo to broker podaje ceny, po których klient może otworzyć/zamknąć pozycję, oraz po których pozycja klienta oraz brokera jest wyceniana.** Stąd kluczowym jest, aby broker ustalił takie zasady konstruowania cen, aby były one zrozumiałe dla klientów, oraz aby mogli oni zweryfikować czy broker w każdym momencie świadczenia usługi stosuje metodę ustalania cen instrumentów finansowych, na którą umówił się z klientem. Niestety jeszcze do niedawna sposób konstruowania cen przez brokerów nie był znany klientom, przy czym brokerzy zastaniali się najczęściej tajemnicą przedsiębiorstwa. Aby pokazać, jakie zagrożenie taka sytuacja niesła ze sobą dla inwestora, posłużmy się dla porównania przykładem kantorów wymiany walut, które nie informują swoich klientów, w jaki sposób kwotują ceny walut, po których są w stanie zawrzeć z klientem transakcje kupna/sprzedaży danej waluty. Zauważmy jednak, iż w momencie, w którym klient nabył walutę w kantorze X, może ją następnie sprzedać w kantorze Y czy w innym kantorze, który np. zaoferuje mu lepszą cenę, po której będzie mógł walutę sprzedać.

Na rynku Forex wygląda to w ten sposób, iż klient otwierając pozycję u brokera X, w momencie, kiedy chce ją zamknąć, zmuszony jest do zrobienia tego również u brokera X, po cenach przez niego kwotowanych. Istnieje więc zagrożenie dla inwestora, iż broker zmieni metodę konstruowania ceny, podczas kiedy klient ma otwartą pozycję, np. poprzez dodanie do otrzymywanych od dostawcy kwotowań cen podwójnej czy potrójnej marży. Klient nie będzie miał możliwości udania się do innego brokera, który kwotowałby dla niego korzystniej. Zmuszony on będzie do zaakceptowania cen podawanych przez brokera, u którego otworzył pozycję. Z tego właśnie względu inwestor powinien mieć świadomość, jak ceny instrumentów finansowych są konstruowane przez brokera, a także mieć możliwość weryfikacji poprawności cen na podstawie dostępnych obiektywnych danych.

**Należy wskazać, iż firmy inwestycyjne mają obowiązek podjąć wszelkie właściwe kroki w celu uzyskania podczas realizacji zleceń, możliwie najlepszych dla klienta wyników, uwzględniając cenę, koszty, bezwłoczność, prawdopodobieństwo realizacji oraz rozliczenie, wielkość, charakter lub wszelkiego rodzaju inne aspekty dotyczące realizacji zlecenia.** Firmy inwestycyjne mają obowiązek określić w dokumencie *polityka wykonywania zleceń*, przekazywanym klientom, w jaki sposób wypełniają te obowiązki oraz muszą być w stanie udowodnić klientom, iż zrealizowały zlecenia zgodnie z zapisami tego dokumentu. Do momentu wprowadzenia przez KNF Wytycznych OTC, wielu brokerów zobligowanych do podjęcia wszelkich uzasadnionych kroków w celu zrealizowania zlecenia klienta w taki sposób, aby osiągnął on możliwie najlepsze wyniki oraz zobligowanych do przedstawienia klientowi, w jaki sposób to uczynią, nie informowało klien-

tów, w jaki sposób konstruują ceny instrumentu finansowego. Udowodnienie klientom, iż podjęto się wszystkie możliwe kroki celem zrealizowania zlecenia w warunkach najbardziej korzystnych bez podawania informacji o sposobie ustalania ceny (to firma inwestycyjna ustala najważniejszy dla klienta parametr transakcji, jakim jest cena) wydaje się znacznie utrudnione. KNF widząc, iż jest to praktyka powszechna wśród firm inwestycyjnych świadczących swoje usługi maklerskie na rynku Forex dla klientów detalicznych, wprowadziła wytyczną, która nakłada na brokerów obowiązek wskazania w sposób publiczny i na zasadach, i w formie określonej w regulaminie świadczenia usług maklerskich (np. poprzez zamieszczenie na stronie internetowej firmy inwestycyjnej w drodze zarządzenia) nazwy konkretnych instytucji, które są dostawcami kwotowań instrumentów finansowych, będących przedmiotem zleceń nabycia lub zbycia. Dodatkowo firma inwestycyjna obowiązana jest poinformować klienta o wielkości marży (tzw. mark-up), jaką do spreadu rynkowego (otrzymywanego od dostawców kwotowań) dolicza. Dodatkowo klient ma prawo do żądania od firmy inwestycyjnej informacji o kwotowaniu danego podmiotu, które w momencie wykonania zlecenia było podstawą dla kwotowania firmy inwestycyjnej. Dysponując informacjami, które wynikają z powyższych zapisów Wytycznych OTC, klient jest w stanie określić, w jaki sposób firma inwestycyjna konstruuje swoją cenę.

Np. firma X kwotuje instrument CFD, którego cena oparta jest na kursie pary walutowej EUR/USD pobierając kwotowania od firmy Y oraz dodając do otrzymywanych cen kupna/sprzedaży po 1 pipsie<sup>34</sup>. **Klient, aby zweryfikować poprawność ceny może wystąpić do brokera o podanie konkretnego kwotowania firmy Y, które było podstawą do ustalenia ceny dla klienta oraz może sprawdzić czy marża brokera wyniosła rzeczywiście tyle, na ile umawiał się z klientem.**

Pamiętać również należy, iż może się zdarzyć, że firma Y kwotować będzie instrument finansowy po cenach nierynkowych. Czy klient w takiej sytuacji może zakwestionować poprawność takich cen? Odpowiedź brzmi: tak. Firma inwestycyjna ma bowiem obowiązek zdefiniować, czym jest cena błędna. Zgodnie z Wytycznymi OTC definicja ta powinna odnosić się do obiektywnych zdarzeń i nie może podlegać swobodnemu uznaniu firmy inwestycyjnej. Definicja może więc np. zawierać informację, iż za cenę błędną uznaje się odchylenie od ceny referencyjnej o 3 pipsy. Aby taka definicja opierała się na obiektywnych zdarzeniach firma inwestycyjna, o czym również mówią Wytyczne OTC, ma obowiązek wskazać w regulaminie świadczenia usług maklerskich rodzajowe źródła kwotowań instrumentów finansowych (np. instytucje finansowe, agencje informacyjne), które są uznawane przez firmę za cenę referencyjną dla kwotowania instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną przy wykonywaniu zleceń klientów, w tym w szczególności w przypadku skargi klienta, dotyczącej kwotowania kontraktu na różnicę lub innego instrumentu pochodnego rynku OTC, będącego przedmiotem transakcji zawartych przez klienta firmy inwestycyjnej.

Również Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w swoim dokumencie kierowanym do nadzorów państw członkowskich, którego bezpośrednim celem było ujednoczenie praktyk nadzorczych w całej Unii Europejskiej, a pośrednim celem wskazanie firmom in-

<sup>34</sup> Pips – (występuje także jako Pip - Percentage in point) jest minimalną wartością zmiany notowań kursu walutowego. W przypadku większości par walutowych to zmiana wartości znajdującej się na 4 miejscu po przecinku ([https://pl.wikipedia.org/wiki/Percentage\\_in\\_point](https://pl.wikipedia.org/wiki/Percentage_in_point)).

westycyjnym świadczącym swoje usługi na detalicznym rynku Forex na terenie Unii Europejskiej, w jaki sposób powinny dostosować się do obowiązujących przepisów prawa, zwrócić uwagę na konieczność informowania klientów przez brokerów o metodzie konstruowania ceny instrumentów finansowych, po których klienci mogą zawierać transakcję kupna i sprzedaży oraz, po których pozycja klienta jest na bieżąco wyceniana. W dokumencie ESMA zostało wskazane, iż firma inwestycyjna świadcząca usługi maklerskie na detalicznym rynku Forex ma obowiązek przekazać klientom informacje dotyczące tego, w jaki sposób konstruowane są ceny instrumentów finansowych, dostarczane dla klientów. Jeśli przy konstrukcji cen firma inwestycyjna wykorzystuje dostawcę płynności lub dostawcę kwotowań, firma inwestycyjna w dokumentach przekazywanych klientom powinna zamieścić informacje o tych dostawcach oraz wskazać metodologię używaną do obliczania marży, którą stosuje. Dokument ESMA wskazuje ponadto, iż w momencie, kiedy firma inwestycyjna nie zawiera transakcji na rachunek własny, powinna w informacjach przekazywanych klientom określić, w jaki sposób dostawca płynności ustala ceny instrumentów finansowych. Ponadto firma inwestycyjna w takim przypadku powinna wskazać:

- dokładną nazwę dostawcy płynności,
- czy firma inwestycyjna jest powiązana z dostawcą płynności,
- organ nadzoru, który wydał dostawcy płynności licencję maklerską,
- źródło, z którego korzysta dostawca płynności przy ustalaniu cen instrumentów finansowych,
- metodologie obliczania marży stosowanej przez dostawcę płynności.

ESMA zwraca również uwagę na to, iż informacje, w jaki sposób tworzona jest cena instrumentu finansowego, powinny zostać przekazane w sposób zrozumiały dla klienta firmy inwestycyjnej.

**Reasumując powyższe, klient firmy inwestycyjnej ma prawo do otrzymania informacji od brokera, w jaki sposób firma ta konstruuje ceny instrumentów finansowych, po których klient może zawierać transakcję kupna sprzedaży, oraz po których pozycja klienta będzie na bieżąco wyceniana. W tym celu firma inwestycyjna jest obowiązana przedstawić klientom/potencjalnym klientom następujące informacje:**

- z jakich źródeł firma inwestycyjna korzysta w procesie tworzenia cen instrumentów finansowych dla swoich klientów,
- nazwy podmiotów czy innych źródeł (jak np. giełdy), od których/z których firma inwestycyjna pobiera kwotowania instrumentów finansowych,
- wysokość marży jaką firma inwestycyjna dolicza do pobranych kwotowań,
- definicję błędnego kwotowania, opartą na obiektywnych zdarzeniach,
- źródło cen referencyjnych uznanych przez firmę inwestycyjną jako ceny rynkowe,
- na żądanie klienta kwotowania konkretnego dostawcy kwotowań/płynności, będącego podstawą do ustalenia ceny instrumentu finansowego dla klienta.



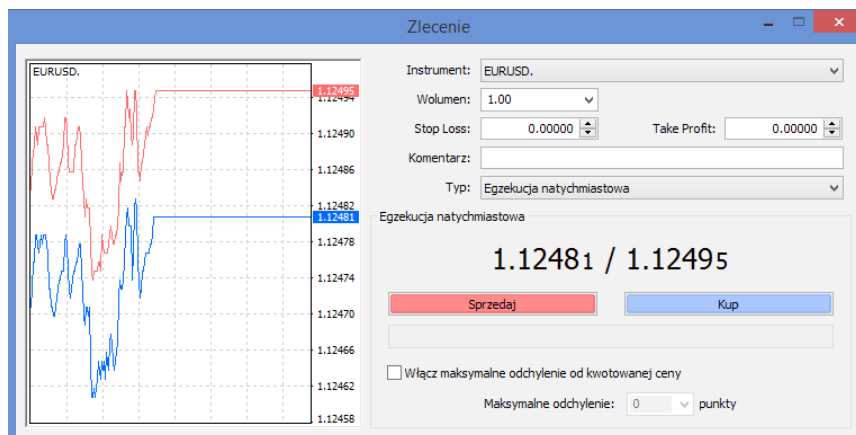
## 8. KOSZTY TRANSAKCYJNE

Zgodnie z Wytycznymi OTC, firma inwestycyjna zawiera w umowie o świadczenie usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych rzetelną, precyzyjną i kompletną informację na temat opłat, prowizji i innych kosztów ponoszonych przez klientów lub świadczeń pieniężnych otrzymywanych przez firmę inwestycyjną.

### 8.1. SPREAD

Aby w pełni zrozumieć usługę maklerską, która ma być świadczona na rzecz klienta, niezbędnym jest właściwe zrozumienie opłat z nią związanych. Praktyka nadzorcza pokazuje, iż niektóre firmy inwestycyjne w swoich materiałach reklamowych kładą nacisk na informacje typu: *świadczona przez nas usługa jest usługą bez żadnych prowizji i opłat*. Zwróćmy uwagę, iż dla mniej doświadczonych uczestników rynku taki przekaz świadczyć może o tym, iż usługa świadczona przez brokera jest usługą zupełnie darmową. Brak jest bowiem prowizji i opłat, które jednoznacznie kojarzone są z ponoszonymi kosztami. Należy jednak pamiętać, iż najważniejszym kosztem, jaki klienci ponoszą inwestując na detalicznym rynku Forex jest spread transakcyjny. Spread jest to różnica pomiędzy ceną kupna i sprzedaży danego instrumentu finansowego. Celem wyjaśnienia tego kosztu autorzy publikacji posłużyli się przykładem zaczerpniętym z Internetu, pokazującym przykładowe kwotowanie instrumentu pochodnego CFD, opartego na cenie pary walutowej EUR/USD.

Screen nr 1. Kwotowanie instrumentu CFD, opartego na parze walutowej EUR/USD



Źródło: Strona internetowa <https://www.xtb.com/pl/edukacja/trading-academy/platforma-metatrader-4/jak-handlowac-na-platformie-metatrader-4>. Wydruk z dnia 15.05.2017 r.

Z powyższego przykładu wyciągnąć można następujące wnioski:

- Kwotowania EUR/USD – EUR waluta bazowa, USD waluta kwotowana
- 1,12481 za tyle USD sprzedamy 1 EURO
- 1,12495 za tyle USD kupimy 1 EURO
- Wolumen 1 lot – 100 000 jednostek waluty bazowej
- Depozyt zabezpieczający dla zlecenia kupna = Wartość zlecenia \* wymagany depozyt (%) \* kurs pary walutowej
- Wymagany depozyt dla zlecenie kupna = 100 000 \* 0,01 (dźwignia 1:100, wymagany depozyt 1%) \* 1,12495 USD = 1 124,95 USD
- Koszt spreadu = spread \* wartość zlecenia
- Koszt spreadu = (1,12495 USD – 1,12481 USD) \* 100 000 = 14 USD

Powyższe oznacza, iż otwierając pozycję o wielkości 1 lot, w momencie otwarcia pozycji wycena pozycji równa będzie -14 USD. **Zauważmy, że pomimo braku prowizji i opłat, na co zwracają uwagę niektóre firmy inwestycyjne, w momencie otwarcia pozycji natychmiast widzimy na rachunku ujemną wycenę pozycji.** Skąd ona się bierze? Odpowiedzią na to pytanie jest właśnie spread transakcyjny. Pamiętajmy, iż otwieramy pozycję kupna po cenie wyższej z dwóch prezentowanych przez brokera, natomiast późniejsza jej wycena i możliwość zamknięcia tej pozycji odnosi się do ceny niższej z dwóch prezentowanych. Różnica pomiędzy tymi dwoma cenami, pomnożona przez wielkość otwieranej pozycji informuje o koszcie spreadu, który ponosi klient.

Powyższy przykład dotyczy sytuacji, w której firma inwestycyjna oferuje dźwignię finansową 1:100. Spójrzmy teraz na hipotetyczną sytuację, w której inwestor przeznaczą na depozyt zabezpieczający taką samą kwotę, jak w przywołanym przykładzie, natomiast korzysta z dźwigni 1:200.

- Depozyt zabezpieczający = Wartość zlecenia \* wymagany depozyt (%) \* kurs pary walutowej
- Wartość zlecenia = Depozyt zabezpieczający / (wymagany depozyt (%) \* kurs pary walutowej)
- Wartość zlecenia = 1 124,95 USD / (0,005 \* 1,12495 USD) = 200 000
- Koszt spreadu = (1,12495 USD – 1,12481 USD) \* 200 000 = 28 USD

Otwierając taką pozycję, już w momencie otwarcia pozycji inwestor będzie widział na rachunku wycenę równą -28 USD.

**Spread stanowi podstawowy koszt, jaki ponosi klient na rynku Forex, który dodatkowo multiplikowany jest przez wykorzystywaną dźwignię finansową.** Niestety brokerzy rzadko informują o tym swoich klientów, wskazując jedynie, iż dzięki dźwigni finansowej klient może dużo zarobić (należy przy tym wskazać, iż przedstawienie informacji o dźwigni finansowej w taki sposób jest niezgodne z obowiązującymi przepisami prawa<sup>35</sup>). Rzetelniejsi brokerzy informują ponadto klientów, iż dźwignia finansowa może działać również na niekorzyść klienta i w razie niekorzystnego ruchu cenowego może on więcej stracić. **Rzadko jednak brokerzy informują klientów o tym, że im większa dźwignia finansowa, tym większe koszty transakcyjne klient ponosi już na samym początku inwestycji, kiedy jeszcze kurs nie zdążył zmienić się nawet o jeden punkt (minimalny krok notowań).**

<sup>35</sup> § 9 ust. 2 pkt 3 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków.

Klienci powinni również zwrócić szczególną uwagę na zapisy w umowach o świadczenie usług maklerskich, które dają firmom inwestycyjnym prawo do dyskrecjonalnego rozszerzania spreadów w sytuacjach przez nich nieokreślonych. Przykładowy zapis takiej umowy brzmi: „*spółka zastrzega sobie prawo, przy zaistnieniu konkretnych warunków na rynku, do rozszerzania zmiennych spreadów. W takich okolicznościach klient zgadza się, że spółka nie ponosi odpowiedzialności za wszelkie straty, jakie mogą pojawić się z powodu poszerzenia spreadów*”. Jeśli firma inwestycyjna nie wskaże obiektywnych warunków na rynku, których wystąpienie upoważni firmę do rozszerzania spreadów, klienci narażeni będą na dyskrecjonalne podejmowanie decyzji przez firmę inwestycyjną, kiedy i jak rozszerzyć spread. Należy również wskazać, iż w momencie, kiedy klient ma już otwartą pozycję, to rozszerzenie spreadu oznacza, iż zmieniona zostaje cena na niekorzyść klienta, po której następuje wycena pozycji.

Wracając do przykładu, jeśli firma inwestycyjna rozszerzyłaby nagle spread z 1,4 pipsa na 5 pipsów, to pogorszyłoby to cenę instrumentu finansowego klienta o 1,8 pipsa ( $(5 - 1,4)/2 = 1,8$  pipsa, przykład zakłada symetryczne rozszerzenie ceny bid oraz ask), a więc w sytuacji wykorzystywanej dźwigni 1:100 wycena pogorszyłaby się o 18 USD, w przypadku zaś dźwigni 1:200 wycena pozycji pogorszyłaby się o dodatkowe 36 USD.

Należy pamiętać, iż sytuacje, w których firma inwestycyjna rozszerza spread transakcyjny, który następnie po jakimś czasie wraca do swojej standardowej wielkości, mogą być niebezpieczne dla inwestora w szczególności wówczas, kiedy kwotowanie danego instrumentu znajduje się w pobliżu ustawionego przez klienta poziomu stop loss lub ustawionego przez firmę inwestycyjną poziomu stop out (poziom ustawiany przez brokerów, wynoszący np. 30% zabezpieczenia, który gdy zostanie przekroczony powoduje automatyczne zamknięcie pozycji klienta). W takich sytuacjach pozycja klienta może zostać zamknięta ze stratą z uwagi właśnie na rozszerzenie przez brokera spreadu, a więc zmianie ceny instrumentu finansowego na niekorzyść klienta. Praktyka nadzorcza pokazała, że dochodziło również do tak skrajnych przypadków, w których broker rozszerzył spread transakcyjny w taki sposób, iż nawet pozycje wyceniane na plusie nagle automatycznie zamykały się ze stratą dla klienta na poziomie stop out.

**Klienci rozważając rozpoczęcie inwestycji na rynku Forex czy wybór firmy inwestycyjnej, z którą mają zamiar podpisać umowę o świadczenie usług maklerskich na rynku Forex, powinni wziąć pod uwagę nie tylko najniższy możliwy spread, jaki oferuje dany broker w stosunku do określonych instrumentów finansowych, ale również, a może i przede wszystkim to, w jakich sytuacjach broker może rozszerzyć spread transakcyjny i do jakiej wysokości. Ważne jest również to, czy zapisy umowy są na tyle precyzyjne, że klient będzie w stanie zweryfikować czy rozszerzenie spreadu przez brokera nastąpiło z powodów wskazanych w umowie/regulaminie. Pamiętać również należy, iż klient ma prawo do zakwestionowania danej ceny jako ceny błędnej, o czym mowa w rozdziale 7 „Sposób konstrukcji ceny”.**

W dokumencie ESMA wskazane zostało, iż złą praktyką firm inwestycyjnych jest zamieszczanie w informacjach przekazywanych klientom jedynie najmniejszego możliwego spreadu, wskazując, iż instrumenty z najniższym spreadem kwotowane są jedynie przez ograniczony czas. Firmy inwestycyjne powinny podawać informacje o spodziewanym spreadzie dla danego instrumen-

tu finansowego biorąc pod uwagę dane historyczne. ESMA wskazuje, iż dobrą praktyką byłoby przekazywanie przez firmy inwestycyjne informacji, dotyczącej średniej ważonej spreadu występującego w przeszłości. Dobrą praktyką byłoby również zamieszczanie informacji na temat maksymalnego spreadu, jaki w danym okresie wystąpił. Zwróćmy uwagę, iż tego typu informacje na temat oferowanego przez firmy inwestycyjne spreadu są dużo bardziej przydatne dla inwestorów niż informacja o minimalnym możliwym spreadzie.

## 8.2. PROWIZJE

Koszty transakcyjne w postaci prowizji stosowane są na detalicznym rynku Forex niezbyt często i odnoszą się najczęściej do sytuacji, w której broker informuje klienta, iż udostępniany mu spread jest spreadem rynkowym. Broker nie dodaje do niego swojej marży, w zamian za to pobiera prowizję od każdego zrealizowanego zlecenia. Często jest tak, iż oferta, w której brokerzy pobierają prowizję od zrealizowanej transakcji, charakteryzuje się mniejszymi spreadami niż oferta bez prowizji, gdzie głównym kosztem jest właśnie spread. Z nadzorczego punktu widzenia ważne jest, aby klient rozumiał, iż wysokość prowizji liczona jest od wartości nominalnej transakcji (a więc wartości po uwzględnieniu wykorzystywanej dźwigni), a nie od wartości wpłaconych na rachunek inwestycyjny środków czy zablokowanych środków pod depozyt. Praktyka nadzorcza pokazuje, iż nie jest to wcale tak oczywiste dla klientów.

### Przykład 1

Broker X oferował swoim klientom możliwość inwestowania w instrumenty pochodne CFD oparte na cenach akcji amerykańskich. Klienci byli informowani, iż prowizja za otwarcie pozycji wynosi jedynie 1%. Prowizja za nabycie „akcji amerykańskich” (ponieważ klienci ci byli przekonani, że nabywają akcje amerykańskie) w wysokości 1% być może nie wydawała się dla nich ceną zbyt wygórowaną w porównaniu np. do prowizji pobieranej przez firmy inwestycyjne za nabycie/zbycie akcji polskich w wysokości np. 0,39%. Klienci brokera X nie wzięli jednak pod uwagę tego, iż korzystali z dźwigni 1:10, co w sytuacji, w której wykorzystywali wszystkie wpłacone na rachunek środki pod depozyt zabezpieczający, stanowiło 10% wpłaconych na rachunek środków. Broker X dodatkowo już przy otwarciu pozycji pobierał prowizję nie tylko za otwarcie pozycji, ale również z góry za zamknięcie pozycji. Tym sposobem klienci brokera X wpłacając na rachunek 1000 zł i otwierając pozycję, w której depozyt zabezpieczający wynosił 1000 zł, już po otwarciu pozycji widzieli na rachunku wycenę pozycji w postaci -200 zł, ponieważ prowizja w wysokości 1% liczona była od wartości nominalnej pozycji, a więc od 10 000 zł oraz pobierana była podwójnie za otwarcie i zamknięcie pozycji.

## Przykład 2

Pokazując wpływ prowizji i spreadu na wycenę pozycji w momencie jej otwarcia posłużmy się przykładem:

Inwestor wpłaca na rachunek firmy inwestycyjnej 1000 zł. Korzysta z dźwigni finansowej na poziomie 1:10. Może więc otworzyć pozycję o wartości nominalnej 10 000 zł. Depozyt zabezpieczający wynosić będzie 1000 zł, przez co cała wpłacona kwota zostanie zablokowana na rachunku inwestora pod depozyt zabezpieczający. Instrument, który nabył inwestor kwotowany był w następujący sposób: cena kupna: 99,5, cena sprzedaży 100,00. Inwestor zajął długą pozycję (przewiduje wzrost ceny instrumentu finansowego), a więc nabył instrument po cenie sprzedaży równej 100. Jednakże wyjść z inwestycji, a więc zamknąć pozycję może po cenie kupna, a więc po cenie 99,5. Oznacza to, iż jego pozycja już w momencie otwarcia wyceniania będzie na -50 zł. Dodatkowo jeśli firma inwestycyjna pobiera prowizję w wysokości 0,1% od wartości nominalnej, to pozycja wyceniania będzie ze stratą  $-50 \text{ zł} - 20 \text{ zł} (0,1\% * 10\,000 \text{ zł} * 2 = 20) = -70 \text{ zł}$ .

**Podsumowując powyższe należy pamiętać, że prowizja liczona jest od wartości nominalnej transakcji (a więc wartości po uwzględnieniu wykorzystywanej dźwigni), a nie od wartości wpłaconych na rachunek inwestycyjny środków czy zablokowanych środków pod depozyt.**

## 8.3. PUNKTY SWAPOWE

Jest to ten rodzaj kosztów ponoszonych przez klientów, który jest dla nich najmniej zrozumiały. Niestety nie wynika to jedynie z braków w edukacji wśród inwestorów, ale również z faktu, iż firmy inwestycyjne jeszcze do niedawna bardzo enigmatycznie informowały swoich klientów o tym, czym są punkty swapowe oraz od czego zależą. Dodatkowo do obliczania wysokości punktów swapowych firmy inwestycyjne doliczają swoją marżę, co w sytuacji, w której nie informowały o tym klientów, stanowiło ukryty koszt dla klienta. Praktyka nadzorcza pokazała również, iż niektóre firmy inwestycyjne stosowały definicję punktów swapowych w stosunku do instrumentów finansowych, do których stosowana definicja nie była odpowiednia.

Zgodnie z definicją podawaną przez NBP na stronie: <https://www.nbpportal.pl/slownik/pozycje-slownika/punkty-swapoweterminowe>, punkty swapowe (terminowe) to różnica między kursem walutowym terminowym a kursem spot. Odzwierciedlają one dysparytet stóp procentowych pomiędzy różnymi walutami.

Wskazać należy, iż definicja ta odnosi się do walut, a żeby być bardziej precyzyjnym, odnosić się powinna do instrumentów pochodnych CFD, opartych na kwotowaniach walut z międzybankowego rynku spot. Przykładowo, zajmując pozycję długą na parze walutowej EUR/USD, w której waluta bazowa EUR jest gorzej oprocentowana niż waluta kwotowana USD do pozycji inwestora będą naliczane ujemne punkty swapowe. I na odwrót, posiadacz krótkiej pozycji będzie miał nali-

czane dodatkowo punkty swapowe. Pamiętać jednak należy, iż przy obliczaniu punktów swapowych brokerzy doliczają swoją marżę, co skutkuje tym, iż posiadaczowi pozycji długiej na wspomnianej parze EUR/USD odjęta zostanie kwota większa niż ta wynikająca jedynie z różnic w oprocentowaniu walut, natomiast posiadaczowi pozycji krótkiej doliczona zostanie kwota mniejsza niż ta wynikająca z różnicy w oprocentowaniu walut.

### Przykład 3

Jedna z firm inwestycyjnych w Polsce, świadcząca swoje usługi na detalicznym rynku Forex, na parze EUR/USD ustaliła następujące wartości punktów swapowych:

Pozycja długa: -7,897

Pozycja krótka: 2,649

Wartość dziennego uznania lub obciążenia rachunku punktami swapowymi obliczana jest wg następującego wzoru podanego na stronie internetowej firmy inwestycyjnej:

$100\ 000 * \text{liczba lotów} * \text{minimalny krok notowania (w punktach)} * \text{wartość punktów swapowych dla danej pozycji} * \text{kurs przeliczenia na Walutę Rachunku}$ .

Posiadacz długiej pozycji 1 lota na EUR/USD zostanie zatem obciążony każdego kolejnego dnia, w którym przetrzyma daną pozycję o:

$100\ 000 * 1 * 0,00001 * (-7,897) = -7,89\ \text{USD}$

Posiadaczowi krótkiej pozycji 1 lota na EUR/USD każdego dnia zostaną dodane środki w kwocie:

$100\ 000 * 1 * 0,00001 * (2,649) = 2,649\ \text{USD}$

Przeliczając na PLN przy kursie USD/PLN na poziomie 3,624 otrzymujemy:

Dla pozycji długiej: -28,6 zł,

Dla pozycji krótkiej: +9,6 zł

**Jak zatem można zauważyć punkty swapowe nie są neutralne dla inwestorów. Ze względu na doliczaną przez brokerów marżę działają one niekorzystnie na wynik finansowy inwestorów.**

Należy również zwrócić uwagę na fakt, iż firmy inwestycyjne naliczają punkty swapowe (najczęściej ujemne zarówno dla strony długiej, jak i krótkiej) w stosunku do instrumentów finansowych, w których nie występuje dysparytet stóp procentowych, czyli np. dla instrumentów pochodnych CFD opartych na cenach akcji polskich. Rachunek prowadzony jest w PLN, kwotowanie instrumentu bazowego odbywa się w PLN, a mimo to niektóre firmy inwestycyjne naliczają punkty swapowe każdego dnia, kiedy pozycja klienta została przetrzymana na kolejny dzień. Zwróćmy uwagę, iż firmy inwestycyjne wskazują, że wysokość punktów swapowych obliczana jest na podstawie różnic w oprocentowaniu par walutowych lub stanowią koszt przechowywania danego instrumentu bazowego. Jeśli zatem nie mamy do czynienia z dysparytetem stóp procentowych to wartość punktów swapowych dla instrumentów opartych na cenie akcji polskich powinna zależeć od kosztów przechowywania danego instrumentu bazowego. Nasuwa się więc pytanie czy firma inwestycyjna, która daje możliwość inwestorowi zawierania transakcji kupna/sprzedaży instrumentu CFD opartego na cenach akcji, nabywa instrument bazowy i ponosi tego koszty. Przypomnijmy, iż klient ma prawo do otrzymywania od firmy inwestycyjnej informacji rzetelnych i niewprowadzających w błąd.

Wskazać należy, iż zgodnie z Wytycznymi OTC firma inwestycyjna ma obowiązek przekazać szczegółowe informacje dotyczące istoty punktów swapowych, które stosuje. Informacja w tym przypadku nie może ograniczać się wyłącznie do wskazania wartości punktów swapowych oraz ogólnych podstaw ich wyliczenia. Informacje powinny zawierać treści wskazujące m.in. na to, jak firma inwestycyjna rozumie istotę punktów swapowych, dlaczego oraz na jakiej podstawie je stosuje oraz w jaki sposób oblicza punkty swapowe. Przedstawiona przez firmę inwestycyjną definicja punktów swapowych powinna wyjaśniać w sposób rzetelny, kompletny i niewprowadzający w błąd, powody stosowania punktów swapowych dla instrumentów pochodnych będących przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej, których instrumentami bazowymi są różne typy instrumentów finansowych (np. akcje denominowane w PLN lub w walucie obcej) lub waluty.

Ważnym jest bowiem, aby klient/potencjalny klient w pełni rozumiał usługę, która ma być świadczona na jego rzecz, w tym przede wszystkim koszty jakie z tego tytułu będzie ponosił. **Zwrócić bowiem należy uwagę na fakt, iż głównym kosztem, który ponosi klient na rynku Forex, a tym samym głównym przychodem dla firm inwestycyjnych jest spread transakcyjny. Im większa częstotliwość zawieranych przez niego transakcji poprzez częste otwieranie, zamykanie pozycji, tym większe koszty w postaci spreadu transakcyjnego klient poniesie na rzecz firmy inwestycyjnej. Klienci, którzy jednak nie zawierają często transakcji i otworzoną raz pozycję trzymają wiele dni lub nawet miesiące, ponoszą najczęściej koszty w postaci punktów swapowych, które utrudniają im uzyskanie pozytywnej stopy zwrotu z inwestycji. Klienci powinni być zatem świadomi, jak punkty swapowe wpływają na wynik ich inwestycji, a także mają prawo do otrzymania rzetelnych i niewprowadzających w błąd informacji na ich temat.**

Wskazać również należy, iż zgodnie z Wytycznymi OTC, informacja dotycząca punktów swapowych powinna zawierać dane dotyczące (wielkości) marży firmy inwestycyjnej, stosowanej w kalkulacji wartości punktów swapowych. Marża ta powinna zostać wskazana jako koszt, który klient ponosi na rzecz firmy inwestycyjnej.

Zgodnie z dokumentem ESMA, jeśli firma stosuje własną marżę przy kalkulacji kosztów klienta powinna podać informację na temat wielkości stosowanej marży.

Obowiązki te, wskazywane zarówno przez Komisję Nadzoru Finansowego, jak i Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, mają na celu poinformowanie klientów, iż pod postacią pojęć ekonomicznych, jak właśnie punkty swapowe, kryją się realne koszty ponoszone przez klienta.

Podpisując umowę z firmą inwestycyjną klienci powinni również zwrócić uwagę na zapisy, które stosują niektóre firmy inwestycyjne w umowach czy regulaminach świadczenia usług maklerskich, które brzmią np. w ten sposób: *„zmiany kursów swapowych oraz kalkulacji będą wprowadzane według uznania firmy inwestycyjnej i bez uprzedzenia. Klienci są zobowiązani do sprawdzenia na stronie internetowej firmy inwestycyjnej, jakie są aktualnie stawki pobieranych opłat. Stawki/kursy mogą zmieniać się szybko z uwagi na warunki rynkowe (zmiany zmienności, płynności) i z powodu rozmaitych kwestii powiązanych z ryzykiem, które zależą wyłącznie od uznania firmy”*.

Zwrócić bowiem należy uwagę na fakt, iż taki zapis daje firmie inwestycyjnej prawo do zmiany opłat za przetrzymywanie pozycji nawet wówczas, kiedy klient ma już otwartą pozycję na danym instrumencie finansowym. Należy się zatem zastanowić czy bezpiecznym jest podejmowanie współpracy z brokerem, który w każdej chwili według własnego uznania może zwiększyć koszty ponoszone przez klientów.

**Należy wziąć pod uwagę również to, czy w razie sytuacji spornych z brokerem, klient na podstawie zapisów umowy czy regulaminu będzie miał realne szanse dochodzić swoich praw, to znaczy czy sytuacje potencjalnie działające na niekorzyść klienta, jak np. rozszerzenie spreadu czy zwiększenie ujemnych punktów swapowych ograniczone są do wystąpienia obiektywnych zdarzeń weryfikowalnych przez klienta, czy wystąpienie takich sytuacji zależy od uznania firmy inwestycyjnej. Jeśli bowiem zaistnienie danej sytuacji zależy wyłącznie od uznania firmy inwestycyjnej, ciężko taką decyzję podważyć.**

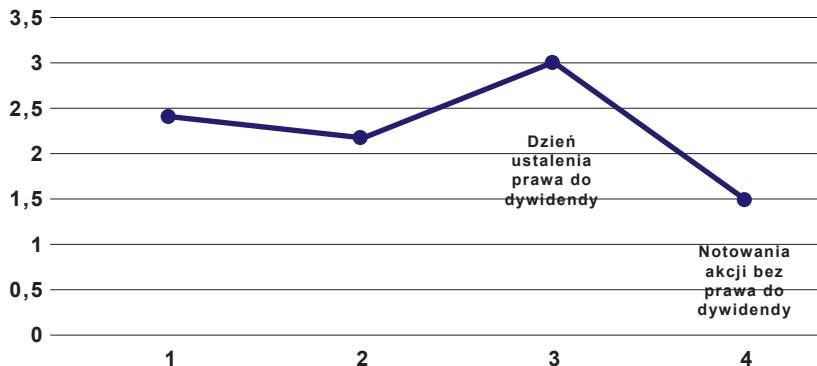
## 8.4. DYWIDENDY

Będąc przy kosztach ponoszonych przez klientów na detalicznym rynku Forex warto zastanowić się również nad tematem dywidendy wypłacanej z akcji będących podstawą do kwotowania instrumentów pochodnych CFD. Zanim omówiony zostanie proces uwzględniania dywidendy w notowaniach instrumentu CFD, pochylić się należy nad tym, jak dywidenda wpływa na kurs samych akcji. Rozważając bowiem zmianę kursu akcji spowodowaną dywidendą, należy zrozumieć moment tzw. odcięcia dywidendy. Spółka ustala dzień prawa do dywidendy, w którym posiadacze akcji będą mieli prawo do otrzymania dywidendy, wypłacanej w przyszłości. Posiadacze akcji w dniu ustalenia praw do dywidendy mogą już następnego dnia sprzedać swoje akcje, a i tak będą uprawnieni do otrzymania dywidendy. Dzień po dniu ustalenia prawa do dywidendy akcje notowane są z kursem odniesienia pomniejszonym o wartość wypłacanej dywidendy.

Wykres nr 1 prezentuje w uproszczony sposób notowania akcji, uwzględniając dzień ustalenia prawa do dywidendy oraz notowania w pierwszym dniu bez prawa do dywidendy w momencie, kiedy wysokość dywidendy na jedną akcję wynosić będzie 1,5 zł.



Wykres nr 1. Notowania akcji uwzględniające „odcięcie dywidendy”



Źródło: Opracowanie własne.

Zauważyć należy, iż kurs akcji w dniu ustalenia prawa do dywidendy (w przykładzie jest to dzień trzeci) wynosił 3 zł. W dniu następującym po dniu ustalenia prawa do dywidendy kurs akcji pomniejszony będzie o wysokość wypłacanej dywidendy, a więc jego notowania rozpoczną się od wielkości 1,5 zł (dzień czwarty na grafie powyżej). **Można zatem powiedzieć, iż kurs akcji w dniu następującym po dniu ustalenia prawa do dywidendy będzie pomniejszony o wartość wypłacanej dywidendy.**

Wracając do kwotowania instrumentów pochodnych CFD opartych na cenach akcji, z których wypłacana jest dywidenda, zauważyć można, iż inwestor zajmujący krótką pozycję na takim instrumencie (inwestor zarabia na spadku cen instrumentu finansowego) byłby w uprzywilejowanej pozycji w stosunku do posiadacza długiej pozycji (inwestor zarabia na wzroście kursu instrumentu finansowego). Dzień ustalenia prawa do dywidendy oraz wysokość dywidendy jest bowiem z góry znana inwestorom. **Aby więc wyeliminować wpływ wydarzenia, jakim jest pomniejszenie kursu odniesienia akcji o wartość dywidendy na instrumenty pochodne CFD oparte na cenach tych akcji, brokerzy dopisują do rachunku posiadacza długiej pozycji wartość odzwierciedlającą kwotę, którą inwestor stracił na odcięciu wartości dywidendy, jednocześnie odejmując od rachunku posiadacza krótkiej pozycji wartość odzwierciedlającą zysk inwestora wynikający z pomniejszenia ceny akcji o wartość dywidendy.** Takie działanie firm inwestycyjnych sprawia, iż **dywidenda wypłacana z instrumentu bazowego jest neutralna dla inwestorów na rynku Forex.** Wskazać jednak należy, iż praktyka nadzorcza pokazała, iż część brokerów wprowadziła rozwiązanie, które sprawia, iż dywidenda wypłacana z akcji będących instrumentem bazowym dla kontraktów CFD przestaje być dla inwestorów neutralna, a zaczyna działać na ich niekorzyść. Zdarza się bowiem, iż firmy inwestycyjne odejmują z rachunku posiadacza krótkiej pozycji środki odpowiadające wartości dywidendy, natomiast dodają do rachunku posiadacza długiej pozycji środki odzwierciedlające wartość dywidendy pomniejszonej o podatek. Zwróćmy uwagę, iż inwestorzy posiadający długą pozycję na kontraktach CFD, po pierwsze nie otrzymują dywidendy, ponieważ

nie są posiadaczami instrumentu bazowego, po drugie więc nie mają obowiązku odprowadzać podatku od dywidendy. W takiej sytuacji rozliczenie z uwagi na dywidendę wygląda następująco: Posiadacz krótkiej pozycji na różnicy kursowej wynikającej z pomniejszenia kursu instrumentu bazowego o wartość dywidendy zyskuje kwotę X. Firma inwestycyjna zabiera posiadaczowi krótkiej pozycji kwotę X. Posiadacz długiej pozycji traci na różnicy kursowej wynikającej z pomniejszenia kursu instrumentu bazowego o wartość dywidendy kwotę X. Firma inwestycyjna dopisuje do rachunku posiadacza długiej pozycji kwotę X minus podatek od X, czyli np.  $0,81 X$ . Zauważmy, iż kwota w tym przypadku w wysokości  $0,19 X$  stanowi przychód dla firmy inwestycyjnej.

**Należy wskazać, iż zgodnie z Wytycznymi OTC firma inwestycyjna ma obowiązek przedstawić klientom lub potencjalnym klientom szczegółowe informacje na temat wszystkich aspektów dotyczących inwestycji w instrumenty finansowe, w tym np. szczegółowe informacje na temat uznania pozycji długiej oraz obciążenia pozycji krótkiej w instrumentach pochodnych CFD, które to wynikają z korekty kursu instrumentu bazowego, jakim są akcje, o wartość wypłacanej z nich dywidendy. Firma inwestycyjna ma obowiązek przedstawić klientowi lub potencjalnemu klientowi informacje w tym zakresie w sposób rzetelny, kompletny oraz niewprowadzający w błąd. Należy również wskazać, iż zgodnie z Wytycznymi OTC nie jest możliwe, aby wartość, którą firmy inwestycyjne uznają rachunek posiadaczy długich pozycji, pomniejszana była o tzw. „podatek”, do którego pobierania firmy inwestycyjne nie są uprawnione. Tym samym, nie jest możliwe zakwalifikowanie przez firmy inwestycyjne tzw. „podatku” jako kosztu ponoszonego przez klienta. KNF wskazała zatem, iż firmy inwestycyjne nie są uprawnione do pomniejszania wartości dopisywanej do rachunku posiadacza długiej pozycji o podatek od dywidendy.**

## 8.5. KOSZTY ZWIĄZANE Z OPCJAMI BINARNYMI

Należy wskazać, iż niniejsza publikacja w zakresie konstrukcji cen odnosi się zarówno do kontraktów na różnicę CFD, jak i instrumentów pochodnych zwanych opcjami binarnymi. Opcje binarne są to instrumenty, w których inwestor przewiduje czy cena danego instrumentu finansowego wzrośnie czy spadnie w określonym, ustalonym czasie. **Instrument ten określany jest przez uczestników rynku jako opcja typu wszystko albo nic.** Oznacza to, iż jeśli przewidywania inwestora okażą się słuszne, zarobi on ustaloną wcześniej procentową wartość środków, które zainwestował (ustaloną przez brokera np. na poziomie 71%). Jeśli zaś przewidywania inwestora okażą się błędne, straci on całość zainwestowanych w daną opcję środków. Opcje binarne charakteryzują się ponadto z góry ustalonym terminem zapadalności (najczęściej bardzo krótkim, nawet kilkusekundowym). Na str. 50 zamieszczony został przykład kwotowania opcji binarnej.

Screen nr 2. Kwotowanie opcji binarnej opartej na kursie pary walutowej EUR/USD



Źródło: <http://binary24.pl/opcje-binarne-co-to-jest/>. Wydruk z dnia 24.09.2017 r.

Zgodnie z powyższym, opcja binarna dotyczy kwotowania EUR/USD. Termin zapadalności opcji ustawiony jest na 60 sekund. Zainwestowana kwota wynosi 100 EUR. Jeśli przewidywania inwestora okażą się trafne, zyska on 71% zainwestowanej kwoty, a więc 71 EUR. Jeśli okażą się niefortunne straci on 100 EUR. W pozycji „potential payout” widnieje kwota 171 EUR, co oznacza, iż inwestor odzyska zainwestowaną kwotę 100 EUR plus dodatkowo 71 EUR zysku. Klikając na opcję call inwestor przewiduje, iż po okresie 60 sekund cena EUR/USD znajdzie się powyżej ceny 1.12419. Jeśli inwestor kliknie opcję put przewiduje on, iż po 60 sekundach cena EUR/USD znajdować się będzie na poziomie poniżej 1.12419. Wskazać należy, iż ceny, po których inwestorzy zawrzeć mogą transakcje na opcjach binarnych, a także ceny będące cenami rozliczeniowymi dla opcji binarnych ustala firma inwestycyjna, która najczęściej jest drugą stroną transakcji (wystawcą opcji). Dlatego również w przypadku opcji binarnych kluczowym jest zrozumienie, jak ceny instrumentów są konstruowane przez brokera. W zakresie opcji binarnych głównym kosztem dla klienta jest w pewnym sensie ujemny wynik oczekiwany. Uwzględniając powyższy przykład, wynik klienta, po-20 krotnym zawarciu transakcji na opcjach binarnych w zależności od poziomu jego skuteczności, wyglądałby następująco:

**Założenie nr 1.** Inwestor wykazał się skutecznością na poziomie 50%.

$$20 * 0,5 * 71 \text{ EUR} = 710 \text{ EUR}$$

$$20 * 0,5 * (-100 \text{ EUR}) = -1000 \text{ EUR}$$

**Przy 50% skuteczności wynik oczekiwany wynosi -290 EUR.**

**Założenie nr 2.** Inwestor wykazał się skutecznością na poziomie 60%.

$$20 * 0,6 * 71 \text{ EUR} = 852 \text{ EUR}$$

$$20 * 0,4 * (-100 \text{ EUR}) = -800 \text{ EUR}$$

**Przy 60% skuteczności wynik oczekiwany wynosi +52 EUR.**

**Założenie nr 3.** Inwestor wykazał się skutecznością na poziomie 40%.

$$20 * 0,4 * 71 \text{ EUR} = 568 \text{ EUR}$$

$$20 * 0,6 * (-100 \text{ EUR}) = -1200 \text{ EUR}$$

**Przy 40% skuteczności wynik oczekiwany wynosi -632 EUR.**

Odnosząc się do powyższego wskazać należy, iż przy ustawieniu tzw. wypłaty na poziomie 71% w dłuższej perspektywie inwestorowi może być trudno osiągnąć satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Należy przy tym zwrócić uwagę, iż materiały reklamowe dotyczące opcji binarnych, często główny nacisk kładą na informacje związane z wysokością wypłaty, określając ją jako stopę zwrotu (np. zyskaj 71% stopy zwrotu!!), czy informacje związane z tym, iż instrumenty te są nieskomplikowane. Biorąc jednak pod uwagę ujemny wynik oczekiwany z tego typu inwestycji oraz częste trudności klientów ze zrozumieniem, w jaki sposób firma inwestycyjna ustala ceny instrumentów finansowych, tego typu informacje marketingowe mogą być informacjami nierzetelnymi oraz wprowadzającymi w błąd.

**Zanim klient zdecyduje się na rozpoczęcie inwestycji w opcje binarne oraz na wybór konkretnego brokera, u którego zamierza otworzyć rachunek, powinien odpowiedzieć sobie na pytanie czy rozumie sposób konstrukcji cen przez brokera i czy ma możliwość weryfikacji poprawności tych cen oraz powinien wziąć pod uwagę ujemny wynik oczekiwany z inwestycji, wynikający z rozliczenia opcji w momencie poprawnej decyzji co do zmiany kursu instrument finansowego oraz w sytuacji błędnej decyzji.**

# 9. MOŻLIWE ROZWIĄZANIA TECHNICZNE STOSOWANE PRZEZ FIRMY INWESTYCYJNE

Firmy inwestycyjne świadczące swoje usługi na detalicznym rynku Forex, udostępniają swoim klientom platformy transakcyjne. Poprzez platformy transakcyjne klienci mają dostęp do kwotowań cen instrumentów finansowych, po których mogą zawierać transakcję kupna/sprzedaży, dostęp do salda rachunku inwestycyjnego, bieżących wycen otwartych pozycji, historii transakcji, mają możliwość wyświetlania wykresów oraz dostęp do narzędzi analizy technicznej. Należy jednak wskazać, iż oprócz technologii udostępnianej klientom firmy inwestycyjne posiadają również rozbudowane rozwiązania technologiczne, poprzez które np.:

- zarządzają rachunkami klientów (otwierają/zamykają rachunki, przypisują rachunki do danej grupy itd.),
- umożliwiają wpłaty oraz wypłaty środków klientów,
- tworzą różnego rodzaju raporty agregujące otwarte pozycje klientów,
- tworzą grupy klientów,
- ustawiają warunki handlowe w ramach poszczególnych grup,
- ustawiają specyfikę danych instrumentów finansowych.

To co widzi klient w postaci platformy transakcyjnej jest jedynie częścią oprogramowania, rozwiązań technicznych, z których firma inwestycyjna korzysta świadcząc swoim klientom usługi maklerskie na rynku Forex. Należy mieć świadomość, iż rozwiązania te mogą być narzędziem do podjęcia działań w pełni uprawnionych, ale również do zachowań noszących znamiona postępowania z pominięciem najlepiej pojętego interesu klienta. Takim zachowaniem może być np. stworzenie grupy, w której realizacja zleceń będzie przez brokera sztucznie opóźniana. **Klient nie mając jednak wiedzy, w jaki sposób firma inwestycyjna ustawiła jego warunki handlowe na poziomie administratora systemów, powinien zwracać uwagę na jakość egzekucji swoich zleceń, np. na czas realizacji zlecenia lub na to, czy i w jakim stopniu występują poślizgi cenowe, aby móc weryfikować działania brokera z poszanowaniem najlepiej pojętego interesu klienta.** Niniejszy rozdział ma na celu pokazanie czytelnikom, w jaki sposób na bazie istniejących przepisów prawa klient ma prawo weryfikować poprawność egzekucji swoich zleceń w zakresie poślizgów cenowych oraz czasu realizacji zleceń. **W tym miejscu należy również przypomnieć, iż podstawowym sposobem weryfikacji poprawności egzekucji zleceń powinna być weryfikacja czy transakcje klienta zawierane są po cenach rynkowych, czy po cenach błędnych, o czym mowa jest w rozdziale 7 „Sposób konstrukcji cen”.**

Zarówno rozwiązania techniczne udostępniane klientom, jak i te, z których korzystają jedynie pracownicy firmy inwestycyjnej, brokerzy wykupują od firm technologicznych czy to na zasadzie licencji, czy własności lub też korzystają z własnych rozwiązań.

## 9.1. POŚLIZGI CENOWE

Z poślizgami cenowymi mamy do czynienia wówczas, kiedy cena instrumentu finansowego z momentu złożenia zlecenia różni się od ceny instrumentu finansowego z momentu realizacji zlecenia. Należy pamiętać, iż kwotowania instrumentów finansowych na rynku Forex odbywają się z dokładnością nawet do pięciu miejsc po przecinku, co w połączeniu z dużą zmiennością na rynku Forex może prowadzić do tego, iż cena instrumentu finansowego zmienia się nawet kilkukrotnie w ciągu jednej sekundy. Pamiętajmy również o tym, iż złożone przez klienta zlecenie musi dotrzeć do systemów brokera i zostać przez niego przetworzone, co zajmuje określony czas (liczony najczęściej w milisekundach). W tym czasie cena instrumentu może się zmienić. Mamy wówczas do czynienia z sytuacją, w której klient złożył zlecenie w momencie, kiedy cena instrumentu finansowego wynosiła X, natomiast w momencie realizacji tego zlecenia cena zmieniła się na cenę Y. Po jakiej cenie broker zrealizuje tę transakcję zależy od trybu egzekucji zleceń. Może to być tryb instant oraz market. W modelu instant firma inwestycyjna zrealizuje transakcję klienta po cenie z momentu złożenia zlecenia, a więc po cenie X albo odrzuci zlecenie, nie realizując go wcale. W modelu market, broker realizuje transakcje po cenie z momentu wykonania zlecenia, a więc po cenie Y.

**Omawiając model instant należy wskazać, iż broker w swoich systemach, do których klient nie ma dostępu, ma możliwość ustawienia maksymalnego odchylenia ceny z momentu złożenia zlecenia od ceny z momentu realizacji zlecenia, po przekroczeniu którego zlecenie zostanie odrzucone.**

### Przykład 4

Broker ustalił maksymalne odchylenie na poziomie 2. Klient złożył zlecenie kupna po cenie 100, natomiast w momencie realizacji zlecenia, cena instrumentu wynosi 103. Odchylenie pomiędzy ceną z momentu złożenia zlecenia, a ceną z momentu realizacji zlecenia wyniosła 3, a więc zlecenie zostanie odrzucone. Należy pamiętać, iż zgodnie z Wytocznymi OTC w zakresie egzekucji zleceń w trybie instant, w przypadku, gdy wykonanie zlecenia z odchyleniem jest dopuszczalne, firma inwestycyjna w regulaminie świadczenia usług maklerskich lub dokumencie wydanym na jego podstawie, ma obowiązek określić parametry dopuszczalnego odchylenia (odchylenie powinno być wyrażone w jednostkach kwotowania), w ramach którego zlecenie jest wykonane, a powyżej którego zlecenie zostanie odrzucone. Klient powinien zatem wiedzieć o wielkości ustawionej przez firmę inwestycyjną odchylenia.

*Należy również zwrócić uwagę, iż niektóre firmy inwestycyjne mogą ustawiać tzw. niesymetryczny parametr odchylenia, co oznacza, iż będzie się on odnosił wyłącznie do zmian ceny instrumentu finansowego na korzyść klienta.*

## Przykład 5

Broker ustawił niesymetryczny parametr odchylenia na poziomie 2. Klient składa zlecenie kupna po cenie 100. W momencie kiedy cena zmieni się na 103 zlecenie zostanie odrzucone. Zauważmy, że sytuacja, w której klient kupiłby instrument po cenie 100 w momencie, kiedy instrument kosztował 103, byłaby sytuacją dla klienta korzystną. Tak się jednak nie stanie z uwagi na ustawiony parametr odchylenia. Jeśli jednak cena zmieni się na niekorzyść klienta, parametr odchylenia nie będzie go chronił przed zawarciem transakcji po niekorzystnej cenie. Załóżmy, że klient złożył zlecenie kupna po cenie 100, natomiast cena zmieniła się na 95. Zlecenie takie zostanie zrealizowane po cenie 100, ponieważ parametr odchylenia ustawiony został w sposób niesymetryczny. Sytuacja, w której klient nabywa instrument finansowy po cenie 100, w momencie kiedy kosztuje on 95 jest sytuacją dla klienta niekorzystną, ponieważ już w momencie otwarcia pozycji klient zobaczy na rachunku wycenę -5, gdyż będzie się ona odnosiła do ceny bieżącej, a więc ceny 95. Należy jednak wskazać, iż takie zachowanie firm inwestycyjnych jest niedopuszczalne, na co wskazują także Wytyczne OTC, jak i dokument ESMA.

## Przykład 6

W modelu egzekucji zleceń w trybie market należy wskazać, iż w momencie, kiedy klient składa zlecenie kupna po cenie 100, a cena zmienia się na 103, to firma inwestycyjna zrealizuje transakcję po cenie 103. Z nieprawidłowościami w modelu egzekucji zleceń w trybie market mamy do czynienia wówczas, kiedy firma inwestycyjna ustawi maksymalny pozytywny poślizg cenowy, jaki może być udziałem klienta. Odwołując się do przykładów, po wprowadzeniu takiego ograniczenia na poziomie 50% w momencie, kiedy klient złoży zlecenie kupna po cenie 100, a cena zmieni się na 97, to cena realizacji zlecenia wyniesie 98,5, zamiast 97. Stanie się tak, ponieważ firma inwestycyjna ustaliła, iż klient dostanie jedynie 50% pozytywnego poślizgu cenowego, a więc 50% z 3 wynosi 1,5. Takie zachowanie brokerów jest niedopuszczalne na co wskazują także wytyczne OTC, jak i dokument ESMA.

**Celem weryfikacji czy w stosunku do klienta firma inwestycyjna nie stosuje zakazanych praktyk w zakresie egzekucji zleceń w trybie instant, klient ma prawo do otrzymania:**

- ➔ informacji, jakie dopuszczalne odchylenie stosuje firma inwestycyjna,
- ➔ informacji dotyczącej kwotowania instrumentu finansowego z momentu wykonania zlecenia w podziale na kwotowanie instytucji finansowej (będące podstawą do kwotowania firmy inwestycyjnej), a także marży doliczonej przez firmę inwestycyjną.

Po otrzymaniu takich informacji klient będzie miał możliwość porównać cenę z momentu wykonania zlecenia z ceną, po której zlecenie zostało wykonane. Następnie będzie mógł sprawdzić czy różnica tych cen nie przekroczyła maksymalnego odchylenia, co świadczyłoby o stosowaniu przez firmę niesymetrycznego parametru odchylenia.

Celem weryfikacji czy w stosunku do klienta firma inwestycyjna nie stosuje zakazanych praktyk w zakresie egzekucji zleceń w trybie market, klient również ma prawo do żądania od brokera informacji o cenie dostawy płynności, która była podstawą do kwotowania instrumentu finansowego w momencie egzekucji zlecenia oraz do otrzymania informacji na temat stosowanej przez brokera marży. Mając te informacje oraz wiedzę na temat tego, po jakiej cenie klient zawarł transakcję, klient może sprawdzić, czy całość pozytywnego poślizgu cenowego zawarta została w cenie wykonania, czy tylko jej część.

## 9.2. USTAWIENIA PARAMETRU DELAY

Podczas inwestowania na rynku Forex, klient może się spotkać z sytuacją, w której odniesie wrażenie, iż realizacja jego transakcji następuje z opóźnieniem. Może to skutkować tym, iż zlecenia będą realizowane po cenach innych niż gdyby realizowane były w standardowym czasie wykonania zleceń (model egzekucji zleceń w trybie market) lub też zlecenia często byłyby przez firmę inwestycyjną odrzucane ze względu na przekroczenie parametru odchylenia (model egzekucji zleceń w trybie instant). Sytuacje takie mogą wynikać z tego, iż firma inwestycyjna ustawiła tzw. parametr delay, a więc parametr, który sztucznie opóźnia realizację zleceń klientów.

Zgodnie z Wytycznymi OTC, firma inwestycyjna ma obowiązek poinformować klienta o czasie realizacji zlecenia przez firmę inwestycyjną w typowych, standardowych warunkach funkcjonowania rynku Forex. Firma inwestycyjna powinna także szczegółowo opisać wszelkie sytuacje, w których może dojść do odstępstwa od określonego standardowego czasu realizacji zlecenia, aby klient miał możliwość weryfikacji czy dane opóźnienie było uprawnione, czy było wynikiem ustawień wewnętrznych systemów firmy inwestycyjnej.

**Klient ma zatem prawo otrzymać informację o tym, w jakim czasie jego zlecenie zostało zrealizowane, aby móc porównać ten czas do standardowego czasu wykonywania zleceń przez firmę inwestycyjną, a w razie różnic sprawdzić czy zaszły okoliczności uprawniające do wykonania zlecenia w czasie przekraczającym standardowy czas wykonania zlecenia.**



# 10. DORADZTWO INWESTYCYJNE

Usługa doradztwa inwestycyjnego unormowana została na gruncie Ustawy o obrocie, gdzie w treści art. 69 ust. 2 wchodzi w skład wskazanych usług maklerskich. Firma inwestycyjna, po uzyskaniu zezwolenia niezbędnego do świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, o której mowa w art. 76 Ustawy o obrocie jest uprawniona do przekazywania klientowi rekomendacji dotyczącej:

- kupna,
- sprzedaży,
- subskrypcji,
- wymiany,
- wykonania lub
- wykupu określonych instrumentów finansowych albo
- powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczącej instrumentów finansowych,
- wykonania lub powstrzymania się od wykonania uprawnień wynikających z instrumentów finansowych.

## **Co istotne w kwestii zawierania umowy o świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego Ustawa o obrocie nie przewiduje formy jej zawarcia.**

KNF w treści stanowiska z dnia 27 marca 2012 r.<sup>36</sup> wskazała, że rekomendacją będzie nie tylko sformułowanie jednoznacznie i wyraźnie określające typ zachowania inwestycyjnego<sup>37</sup>, ale również kierowanie do rozumianych sugestii co do decyzji inwestycyjnej. W związku z powyższym, jako pośrednie rekomendowanie można zakwalifikować wskazanie przez doradcę klienta zachowań innych inwestorów w analogicznej sytuacji. Rekomendacje mogą również przybierać bardziej szczegółową formę i obejmować konkretne parametry transakcji, jakie klient powinien przyjąć w toku podejmowania decyzji inwestycyjnej, np. wielkość zlecenia, cena jednostkowa instrumentu (transakcji) oraz kierunek zlecenia. W stanowisku KNF z dnia 3 września 2013 r.<sup>38</sup> wskazano, że usługę doradztwa będzie stanowił także okoliczność, w której firma inwestycyjna, mająca informacje o posiadanych składnikach portfela klienta, przekazuje wyłącznie selektywne raporty, których treść może kształtować zamiary inwestycyjne. W odniesieniu do natury obrotu instrumentami CFD można powiedzieć, że przekazywanie przez doradców klienta selektywnych rekomendacji dotyczących trendów wzrostowych lub spadkowych danego kursu lub indeksu będzie stanowić usługę doradztwa inwestycyjnego. Doradcy klienta częstokroć nie poprzestają na przekazaniu informacji co do miejsca, w którym dana rekomendacja jest dostępna, streszczając natomiast jej treść i wskazując pożądane zachowanie inwestycyjne. Oceniając działania firmy inwestycyjnej pod kątem potencjalnego świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego pamiętać

<sup>36</sup> Stanowisko KNF z dnia 27 marca 2012 r. sygn. DRK/O23/27/5N/14/2012/PT.

<sup>37</sup> Np.: „kupuj”, „trzymaj”, „sprzedaj” co w przypadku CFD należy rozumieć jako „otwórz”, „trzymaj”, „zamknij”.

<sup>38</sup> Stanowisko KNF z dnia 3 września 2013 r. sygn. DRK/WRM/485/7/7/69/2013/MK/PT.

należy, że zawarcie umowy nie jest warunkiem konstytuującym faktyczne zaistnienie doradztwa inwestycyjnego.

**Bezumowne świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego lub świadczenie bez innej podstawy, np. regulaminu stanowi jedynie niedopełnienie obowiązku prawnego ciążącego na firmie inwestycyjnej.**

W przypadku świadczenia usług na rynku instrumentów pochodnych CFD częstokroć kierowane są do klientów zastrzeżenia o niedoradzaniu w toku świadczonych usług<sup>39</sup>. Po pierwsze część zastrzeżeń kierowanych do klientów wskazuje, że ewentualne sugestie ze strony doradców stanowić będą wyraz ich własnej inicjatywy bez udziału firmy inwestycyjnej. Klienci pamiętać powinni, że firma inwestycyjna zatrudniając osoby do kontaktowania się z klientami, winna sprawować należyty nadzór nad świadczonymi w jej imieniu usługami. Dotyczy to zarówno osób bezpośrednio zatrudnionych w firmach inwestycyjnych, jak i osób zatrudnionych w podmiotach trzecich, działających na ich rzecz. Dodatkowo firma inwestycyjna ma obowiązek działania w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz w najlepiej pojętym interesie klienta. Nie sposób będzie bowiem przypisać firmie inwestycyjnej profesjonalizmu w przypadku, gdy nie jest w stanie zapewnić dostatecznego nadzoru nad zatrudnionymi osobami. Nie zagłębiając się w kwestie odpowiedzialności pracodawcy lub zleceniodawcy względem osób trzecich za negatywne skutki działań zatrudnionych osób w wyniku sprawowania niewłaściwego nadzoru podkreślić należy, iż faktyczne działania firmy inwestycyjnej wypełniające cechy doradztwa inwestycyjnego będą stanowiły usługę doradztwa inwestycyjnego. W takim wypadku, jeśli umowa przewiduje zobowiązanie firmy inwestycyjnej do powstrzymania się od świadczenia na rzecz klienta usługi doradztwa inwestycyjnego, a faktycznie to robi, można takie działanie postrzegać jako niedotrzymanie warunków zawartej umowy. Analogiczny skutek będzie miał miejsce w przypadku złożenia przez firmę inwestycyjną jednostronnego oświadczenia woli co do charakteru przekazywanych porad inwestycyjnych.

**W tym względzie klient powinien zwrócić szczególną uwagę, jaki jest zakres umowy, którą zawiera z firmą inwestycyjną, oraz jakie usługi maklerskie ona obejmuje.** Powinien mieć również świadomość, że firma inwestycyjna nieswiadcząca usług doradztwa inwestycyjnego lub świadcząca je w ograniczonym zakresie<sup>40</sup> powinna posiadać wewnętrzne mechanizmy zabezpieczające przed nieuprawnionym doradzaniem przez pracowników. Kwestia nieuprawnionego świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego może wynikać też z intencjonalnego działania firmy inwestycyjnej. Praktyka działania firm inwestycyjnych na rynku instrumentów CFD, a zwłaszcza oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych oraz zagranicznych firm inwestycyjnych, działających transgranicznie pokazuje, iż zdarzają się przypadki, w których nieuprawnione świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego zostało zinstytucjonalizowane i niejednokrotnie angażuje podmioty trzecie, które partycypują w wypłacaniu wynagrodzeń pracownikom doradzającym klientom.

<sup>39</sup> Patrz pkt 3.3.

<sup>40</sup> Świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego może być uzależnione od dodatkowych warunków stawianych klientowi, takich jak np.: określeniu wysokości poziom depozytu zabezpieczającego.

**Usługa doradztwa, na rynku instrumentów pochodnych CFD, świadczona jest niejednokrotnie przez pracowników niemających dostatecznej wiedzy i umiejętności do formułowania lub przekazywania wyselekcjonowanych rekomendacji inwestycyjnych.**

Szczegółowa analiza osób podejmujących kontakty z klientami została opisana w rozdziale 3. W tym miejscu należy postawić pytanie dlaczego firma inwestycyjna lub zagraniczna firma inwestycyjna działa za pośrednictwem osób mogących wpłynąć negatywnie na decyzje podejmowane przez klientów. Jednym z możliwych scenariuszy jest ten, w którym firma inwestycyjna na platformie, na której zawierane są transakcje na instrumentach CFD, działając jako tzw. broker wprowadzający (a więc przekazując w całości zlecenia do podmiotu wykonującego zlecenie), jednocześnie zarabia na stratach klientów bądź spreadach. Przychód firmy z tego tytułu w rzeczywistości może sięgać nawet 90% wartości poniesionych przez klientów strat lub potrąconych spreadów. **W takim przypadku poprzez nierzetelne świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego firma inwestycyjna, mając w tym interes ekonomiczny, może negatywnie wpływać na podejmowane przez klientów decyzje inwestycyjne, przy czym bezumowne świadczenie doradztwa inwestycyjnego może dodatkowo utrudnić klientom skuteczne dochodzenie roszczeń z tytułu poniesionych strat.**

Kolejnym aspektem wskazującym na świadczenie doradztwa inwestycyjnego jest zindywidualizowanie świadczonej usługi. W myśl wspomnianego już powyżej stanowiska KNF z dnia 3 września 2013 r. usługa doradztwa inwestycyjnego powinna być świadczona w oparciu o potrzeby klienta z uwzględnieniem posiadanych informacji o kliencie. Jednakże fakt świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, częstokroć wbrew obowiązkom prawnym, nie determinuje przeprowadzenia przez firmę inwestycyjną należytej weryfikacji klienta. Praktyka wskazuje, że doradcy klienta posiadają informacje co do sytuacji finansowej klienta w postaci danych dotyczących bieżąco otwartych pozycji klienta, jak i w ograniczonym zakresie o doświadczeniu inwestycyjnym klienta<sup>41</sup>. Pracownicy firmy inwestycyjnej posiadają zazwyczaj informacje o preferencjach inwestycyjnych klienta, jego poziomie depozytu zabezpieczającego, co w połączeniu z informacjami pozyskanymi w wyniku prowadzonych kontaktów telefonicznych, może uwidocznic poziom stopy życiowej klienta pozwalający na sformułowanie zindywidualizowanej rekomendacji inwestycyjnej. Bez znaczenia z tego punktu widzenia jest to czy pracownik samodzielnie sformułuje taką rekomendację, czy przedstawi wybraną rekomendację zewnętrzną.

Możliwym działaniem może być również proponowanie klientom podejmowania decyzji inwestycyjnych w celu dywersyfikacji lokat. W kierowanej w tym względzie argumentacji do klienta zachodzi jednakże pewna niespójność. Pożądanym celem dywersyfikacji jest m.in. ograniczenie ryzyka związanego z koncentracją kapitału w jedno aktywo. W przypadku klasycznego rynku akcji zainwestowanie całego przeznaczzonego na ten cel kapitału nie przekłada się na wzrost ryzyka inwestycyjnego ponad poziom będący sumą ryzyk wynikających z poszczególnych składników, ponieważ zrealizowanie ryzyka inwestycyjnego na jednym składniku nie wpływa co do zasady na pozostałe. W przypadku zaś dywersyfikacji w ramach otwartych pozycji na instrumentach CFD, przy założeniu otwarcia największej możliwej liczby instrumentów CFD z maksymalnym dostępnym w danej sytuacji poziomem dźwigni finansowej, cele dywersyfikacji nie są osiągnięte

<sup>41</sup> Na przykład poprzez dostęp do historycznych informacji o podjętych decyzjach inwestycyjnych.

o tyle, że każda z pozycji bazuje na tej samej puli środków pieniężnych służących do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. **Oznacza to w praktyce, że niekorzystny dla klienta ruch na kursie instrumentu bazowego, na którym oparty jest jeden z otwartych instrumentów CFD, może spowodować uszczuplenie ogólnej wartości dostępnych środków pieniężnych, a przez to zamknięcie innej pozornie niezależnej pozycji (np. najbardziej stratnej).**

**Taki rodzaj działania często określany jest jako „ładowanie pod korek” i powoduje najczęściej negatywny dla klienta scenariusz utraty zainwestowanych środków.**

# 11. ZARZĄDZANIE NA RYNKU FOREX

W przypadku świadczenia usługi maklerskiej zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, na wstępie należy zaznaczyć, że jest to usługa maklerska, która może być świadczona przez firmę inwestycyjną po uzyskaniu stosownego zezwolenia. Usługa ta została zdefiniowana na gruncie art. 75 ust. 1 Ustawy o obrocie, zgodnie z którym firma inwestycyjna zobowiązuje się do podejmowania i realizacji decyzji inwestycyjnych na rachunek klienta, w ramach pozostawionych przez zleceniodawcę do dyspozycji zarządzającego środków pieniężnych lub instrumentów finansowych. W praktyce usługa zarządzania dotyczy najczęściej papierów wartościowych, a także tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Instrumenty CFD wpisują się w definicję instrumentu finansowego z art. 2 Ustawy o obrocie, a zatem mogą być przedmiotem rzeczowej usługi maklerskiej. W przypadku usługi zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, na świadczącej ją firmie inwestycyjnej ciąży szereg obowiązków, mających swe źródło w aktach wykonawczych do Ustawy o obrocie, a wpływających na uprawnienia klientów. Na uwagę zasługuje fakt, że obowiązki te dotyczą wszystkich rodzajów instrumentów finansowych pozostających w potencjalnym spektrum inwestycyjnym w ramach tej usługi, a zatem również instrumentów CFD. W tym miejscu należy jednak nakreślić wyraźną różnicę zachodzącą pomiędzy usługą doradztwa inwestycyjnego, a usługą zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Determinantą wpływającą na kwalifikację usługi w tym przypadku jest to, kto faktycznie podejmuje decyzję o zawarciu transakcji. Czym innym jest najbardziej bezpośrednio doprowadzenie klienta na konkretną transakcję, czym innym zaś dokonanie jej przez firmę inwestycyjną w imieniu klienta, na mocy uzyskanych pełnomocnictw.

W przypadku zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, firmy inwestycyjne dążą do standaryzacji oferowanych strategii inwestycyjnych. Strategie różnią się zarówno dopuszczalnymi rodzajami instrumentów finansowych, jak i możliwym doбором instrumentów, pozwalającym na utrzymanie danego charakteru strategii<sup>42</sup>. I tak możliwe są strategie, w których spektrum inwestycyjne obejmuje, np. instrumenty rynku dłużnego lub wyłącznie akcje spółek wchodzących w skład konkretnego indeksu, np. WIG20.

W przypadku zarządzania portfelem instrumentów CFD firma inwestycyjna może dokonywać rozróżnienia poszczególnych instrumentów chociażby na podstawie instrumentów bazowych, do których się odnoszą. O ile znalezienie różnic pomiędzy strategiami inwestycyjnymi w przypadku, gdy rozbieżnie sformułowano katalogi dopuszczalnych lokat, jest z zasady proste, to zdarzyć się może, że firma inwestycyjna oferuje różne strategie dopuszczające instrumenty CFD, oparte na takich samych instrumentach bazowych. W takim przypadku różnica wynikać może ze stosowania

<sup>42</sup> Strategie mogą różnić się poziomem dopuszczalnego ryzyka inwestycyjnego lub uzależniać podejmowanie decyzji od realizacji określonych zdarzeń rynkowych.

odmiennych kryteriów podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jak wielokrotnie wspomiano powyżej, decyzje klienta lub potencjalnego klienta winny być podejmowane świadomie. W związku z powyższym **klient lub potencjalny klient jest w pełni uprawniony do żądania szczegółowych informacji o stosowanych przez zarządzającą firmę inwestycyjną kryteriów podejmowania w jego imieniu decyzji inwestycyjnych i jakie wiążą się z tym ryzyka inwestycyjne.**

**Możliwa jest sytuacja, w której odmienne strategie inwestycyjne dopuszczają będą tożsame kategorie lokat, zaś decyzje inwestycyjne będą mogły być podejmowane w tych samych okolicznościach, odmiennie na instrumentach CFD takiej samej kategorii<sup>43</sup>.**

Kolejną informacją, o jaką zwrócić się mogą potencjalni klienci do firmy inwestycyjnej są informacje o istniejących konfliktach interesów. Obowiązek przekazania takiej informacji spoczywa na firmie inwestycyjnej, o ile organizacja oraz regulacje wewnętrzne firmy inwestycyjnej nie zapewniają, że w przypadku powstania konfliktu interesów nie dojdzie do naruszenia interesu klienta. Nie wpływa to na uprawnienie klienta do zwrócenia się o taką informację samodzielnie, o ile nie otrzymał jej wcześniej. W przypadku zarządzania instrumentami CFD, możliwy jest model biznesowy, w którym zarządzająca firma inwestycyjna będzie związana umownie z inną firmą inwestycyjną, na platformie której odbywać się będzie obrót instrumentami finansowymi. Relacje umowne pomiędzy firmami inwestycyjnymi mogą mieć charakter odpłatny, obejmujący wynagrodzenie dla zarządzającej firmy inwestycyjnej. Wynagrodzenie takie zależy może zarówno od obrotu dokonanego w imieniu klienta, jak i wysokości spreadów pobieranych od otwartych pozycji klienta. Nie sposób wyobrazić sobie organizacji oraz ewentualnych regulacji wewnętrznych firmy inwestycyjnej, które w takich okolicznościach zapewnią należyte poszanowanie interesu klienta. W takim wypadku firma inwestycyjna będzie miała obowiązek powiadomienia klienta o działaniu w obliczu konfliktu interesów.

Firma inwestycyjna zarządzająca portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych zobowiązana jest również do ustalenia sposobu oceny efektywności świadczonej usługi. Ocena taka powinna uwzględniać cele inwestycyjne klienta oraz rodzaje instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela, tak, aby klient, na rzecz którego świadczona jest usługa, mógł ocenić wyniki osiągane przez firmę inwestycyjną. W związku z powyższym firma inwestycyjna jest zobowiązana przekazać, a klient jest na tej podstawie uprawniony do żądania przekazania następujących informacji obejmujących:

1. metody oraz częstotliwości wyceny instrumentów finansowych znajdujących się w portfelu klienta,
2. szczegółowe zasady przekazywania i zarządzania częścią lub całością portfela klienta,
3. wszelkie obiektywne wskaźniki finansowe, do których porównywane będą wyniki portfela klienta,
4. rodzaje instrumentów finansowych, które mogą wchodzić w skład portfela klienta oraz rodzaje transakcji, które mogą być przeprowadzane z wykorzystaniem tych instrumentów, w tym również wszelkie limity,
5. cele zarządzania,
6. poziomy ryzyka przyjętego na potrzeby zarządzania danym portfelem oraz

<sup>43</sup> Tj. opartych na tym samym instrumencie bazowym.

## 7. zasady podejmowania decyzji inwestycyjnych w ramach zarządzania portfelem.

Ponad te informacje firma inwestycyjna zobowiązana jest przedstawić klientom lub potencjalnym klientom ogólny opis istoty instrumentów finansowych oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w te instrumenty finansowe. Sposób przekazania tych informacji powinien umożliwiać podjęcie świadomych decyzji inwestycyjnych, przy czym ich zakres powinien być dostosowany do rodzaju instrumentu finansowego oraz kategorii, do której należy klient. Przekazany klientowi opis ryzyka związanego z inwestowaniem w instrumenty pochodne CFD powinien zawierać w szczególności:

1. wskazanie ryzyka związanego z instrumentami CFD, w tym wyjaśnienie mechanizmu dźwigni finansowej i jego wpływu na ryzyko utraty inwestycji,
2. wskazanie zmienności ceny danych instrumentów CFD,
3. wskazanie możliwości zaciągnięcia przez klienta w wyniku transakcji na danych instrumentach finansowych zobowiązań finansowych z uwzględnieniem m.in. kosztów transakcyjnych,
4. opis wymogów związanych z utrzymywaniem i uzupełnianiem zabezpieczenia lub podobnych zobowiązań, koniecznych w przypadku inwestowania w instrumenty CFD.

Przytoczone powyżej obowiązki firmy inwestycyjnej co do zasady dotyczą zawarcia umowy, jednak klienci powinni mieć świadomość obowiązków informacyjnych ciążyących na firmie inwestycyjnej w toku świadczonych usług. **Do obowiązków firmy inwestycyjnej należy np. przekazywanie klientom okresowych raportów z wykonania umowy**<sup>44</sup>. Na uwagę zasługują także szczegółowe informacje, które powinny zostać zawarte w treści takiego raportu i są to w szczególności:

1. oznaczenie firmy inwestycyjnej,
2. nazwa i numeru rachunku,
3. szczegółowe informacje dotyczące składu portfela (dane każdego z instrumentów, wartość rynkowa albo godziwa poszczególnych instrumentów),
4. wskazanie łącznej wysokości opłat i prowizji pobranych w danych okresie, za który sporządzony został raport z wyszczególnieniem odrębnie:
  - a) łącznej wysokości opłat i prowizji pobranych z tytułu zarządzania portfelem oraz
  - b) łącznej wysokości opłat i prowizji związanych z wykonaniem zleceń.

Klientowi przysługuje uprawnienie do żądania szczegółowego wykazu wszystkich opłat i prowizji pobranych w okresie, za który sporządzany został raport. W ślad za żądaniem klienta zarządzająca firma inwestycyjna powinna przedstawić szczegółowy raport obejmujący zwłaszcza takie opłaty jak spready i punkty swapowe oraz wszelkie inne opłaty stanowiące koszt klienta. Naturalna trudność w sformułowaniu takiego raportu może dotyczyć kwestii związanych ze stosowaniem przez firmę inwestycyjną np. zmiennych spreadów, jednakże to na zarządzającej firmie inwestycyjnej będzie ciążył obowiązek takiego sformułowania raportu. Raport powinien ujmować wszystkie poniesione opłaty z uwzględnieniem zmian ich wysokości w czasie oraz:

1. porównanie osiągniętych wyników w danym okresie z wynikami przyjętego w umowie z klientem benchmarku,
2. szczegółowe informacje dotyczące wykonywania zleceń, przy czym w tym konkretnym względzie klient może zażądać informowania go o każdym wykonanym zleceniu.

<sup>44</sup> Wyjątek stanowi okoliczność, w której sprawozdanie takie na podstawie innych przepisów dostarcza inny podmiot.

Wszystkie informacje wchodzące w skład opisanego powyżej raportu powinny co do zasady być przekazywane klientowi co najmniej raz na 6 miesięcy, jednakże w tym przypadku mówimy o zarządzaniu na wysoce ryzykownych klasach aktywów o wysokiej zmienności, a przez to również spekulacyjnym charakterze. W związku z powyższym do zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi tego typu instrumenty, raporty powinny być przekazywane raz w miesiącu.



# 12. LISTA OSTRZEŻEŃ PUBLICZNYCH KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Komisja Nadzoru Finansowego na podstawie art. 6b ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. 2017 poz. 196) podaje do publicznej wiadomości informacje o złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa określonego m.in. w art. 178 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. UKNF w toku prowadzenia bieżącego nadzoru pozyskuje informacje dotyczące działalności firm inwestycyjnych, innych podmiotów świadczących usługi maklerskie bez wymaganego zezwolenia oraz osób fizycznych. Informacje podawane do publicznej wiadomości w tym zakresie posiadają formę Listy ostrzeżeń publicznych Komisji Nadzoru Finansowego. Dane zamieszczone na przedmiotowej liście nie mogą zawierać danych osobowych, natomiast podaje się firmę (nazwę) podmiotu, a w przypadku, gdy podmiot ten prowadzi działalność pod innym oznaczeniem, do publicznej wiadomości podaje się także to oznaczenie. Klienci podejmujący działania zmierzające do zawarcia umowy z firmą inwestycyjną powinni zweryfikować czy firma ta nie figuruje na Liście ostrzeżeń publicznych KNF. Sam fakt umieszczenia na liście ostrzeżeń publicznych nie przesądza o popełnieniu czynu zabronionego przez umieszczony tam podmiot. Wskazuje wyłącznie na okoliczności, w których Komisja Nadzoru Finansowego powzięła podejrzenie o możliwości jego popełnienia. **Klient oceniając ryzyko związane z zawarciem umowy z firmą inwestycyjną znajdującą się na Liście ostrzeżeń publicznych KNF powinien wziąć po uwagę, że UKNF zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa dokonuje w interesie publicznym w celu ochrony klientów oraz na podstawie przeanalizowanego stanu faktycznego.** Lista ostrzeżeń publicznych Komisji Nadzoru Finansowego jest dostępna na stronie internetowej: [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) -> strona główna -> Lista ostrzeżeń publicznych KNF.

# KNF

**CEDUR**  
Centrum Edukacji dla  
Uczestników Rynku



Komisja Nadzoru Finansowego  
Pl. Powstańców Warszawy 1  
Skr. poczt. nr 419, 00-950 Warszawa 1  
Tel. (+48) 22 262 50 00  
Fax (+48) 22 262 51 11  
[knf@knf.gov.pl](mailto:knf@knf.gov.pl)  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)



ISBN 978-83-63380-04-5