Rzecznik Finansowy

www.rf.gov.pl

RAPORT RZECZNIKA FINANSOWEGO

Problemy klientów na „rynku forex”.

Warszawa, marzec 2018 r.

1. Wstęp

Z analizy wniosków trafiających do Rzecznika Finansowego oraz treści rozmów telefonicznych prowadzonych w czasie dyżurów eksperckich wynika, że wiele osób podjęło decyzję o zaangażowaniu kapitału na „rynku forex" niejednokrotnie na skutek agresywnego marketingu telefonicznego, prowadzonego zwłaszcza przez podmioty zagraniczne. Jednocześnie wiele z tych osób nie miało wcześniej styczności z tak złożonymi usługami finansowymi. Rzecznik Finansowy zakłada więc, że tego rodzaju osoby będą głównym odbiorcą niniejszego opracowania.

Dlatego też początkowe rozdziały Raportu zawierają podstawowe informacje dotyczące omawianego obszaru. Opisano zatem, czym jest „rynek forex", jakie podmioty i w jaki sposób świadczą usługi na tym rynku, a także z jakimi ryzykami może się wiązać zaangażowanie środków w tego rodzaju usługi. Szczególny nacisk położono również na zaobserwowane przez Rzecznika Finansowego problemy, z jakimi spotykają się klienci w kontaktach z podmiotami zagranicznymi.

Niniejszego opracowania nie należy traktować jako poradnika czy podręcznika inwestora. Zasadniczo nie jest to więc pozycja dla osób, które mają już wiedzę i doświadczenie pozwalające na podejmowanie aktywności na tym rynku. Rzecznik Finansowy w swojej działalności koncentruje się na wspieraniu osób, które są lub w przyszłości mogą być w sporze z podmiotami rynku finansowego, w tym również firmami inwestycyjnymi. Stąd też niniejszy Raport ma pokazać główne trudności, z jakimi się stykają klienci na „rynku forex", problemy, które mogą się pojawić w przyszłości, a także sposoby ochrony praw i interesów klientów.

Celem opracowania jest zatem zwiększanie świadomości prawnej klientów, w tym konsumentów, oraz zapewnienie im dostępu do informacji. Należy bowiem mieć świadomość, iż przy tego rodzaju inwestycjach z możliwością osiągnięcia zysku nieodłącznie związane jest ryzyko poniesienia straty.

Na zakończenie należy dodać, że opracowanie nie obejmuje wszystkich zagadnień związanych z „rynkiem forex", lecz opisuje doświadczenia Rzecznika Finansowego wynikające z analizy spraw klientów, którzy się do Biura Rzecznika zgłosili.

2. Czym jest „rynek forex”

Obecnie wiele podmiotów reklamuje tzw. „platformy forex” i możliwość inwestowania (grania) „na forexie” („na rynku forex”), nierzadko kusząc możliwością osiągnięcia niemałych zysków. W pierwszej kolejności warto się zastanowić, co kryje się pod używaną w reklamach nazwą i co w praktyce oznacza, że klient „inwestuje swoje środki na rynku forex”.

Nazwa „forex” pochodzi od angielskiego wyrażenia *foreign exchange*, które w wolnym tłumaczeniu oznacza ‘wymianę walut obcych’. W tradycyjnym ujęciu pod tym pojęciem rozumiano rynek walutowy o charakterze hurtowym, w ramach którego banki, wielkie korporacje międzynarodowe, rządy, banki centralne oraz inwestorzy instytucjonalni z całego świata przeprowadzali operacje wymiany walut 24 godziny na dobę, przy wykorzystaniu sieci telefonicznych, łączy informatycznych oraz systemów informacyjnych[1]. W kolokwialnym ujęciu pod pojęciem „rynku forex” rozumie się natomiast zawieranie transakcji na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych, choć to rozumienie nie jest do końca poprawne, ponieważ transakcje na tym rynku mają znacznie szerszy zakres, jeśli chodzi o rodzaje aktywów bazowych.

„Rynek forex” stanowi międzynarodową sieć bez określonej lokalizacji fizycznej, a zatem ma charakter zdecentralizowany. Jest rynkiem pozagiełdowym (ang. *over-the-counter* – OTC), na którym podmioty negocjują i handlują bezpośrednio ze sobą lub za pośrednictwem innych podmiotów. Na „rynku forex” można zawierać tak transakcje o charakterze rzeczywistym, tj. polegające na dokonaniu faktycznej wymiany walut (lub innych dóbr czy dostawy aktywów), jak i o charakterze nierzeczywistym (z rozliczeniem finansowym), tj. polegające na wymianie strumieni płatności wynikających z rozliczania transakcji bez dostawy instrumentu bazowego. Na opisywanym rynku dokonuje się zarówno transakcji natychmiastowych (ang. *spot*), których wykonanie następuje w chwili zawarcia transakcji, jak i transakcji terminowych, wykonywanych i rozliczanych w przyszłości.

Analiza skarg kierowanych do Rzecznika Finansowego wskazuje, że w praktyce klientom oferowane są – często skomplikowane – transakcje na instrumentach finansowych[2], a mówiąc

[1] https://pl.wikipedia.org/wiki/Forex.
[2] Podobnie stwierdza Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) w dokumencie *Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych*, Warszawa 2016, wskazując, iż: „Jednym z takich segmentów stał się rynek usytuowany poza zorganizowanymi miejscami obrotu, tzw. rynek OTC (ang. *over the counter*), na którym firmy inwestycyjne rozpoczęły oferowanie możliwości zawierania transakcji lewarowanymi instrumentami finansowymi, w szczególności takimi, jak kontrakty na różnicę (ang. *contract for difference*) oraz opcje” (s. 3).

ściślej, na instrumentach pochodnych[3]. Również Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) w wytycznych z 2016 r.[4] wskazuje, że instrumenty pochodne mają charakter kompleksowych instrumentów finansowych, a tym samym obciążone są wysokim ryzykiem inwestycyjnym, wynikającym m.in. z efektu dźwigni finansowej.

Szczegółowe mechanizmy działania podmiotów oraz typy instrumentów finansowych, z którymi najczęściej związane są skargi zgłaszane do Rzecznika Finansowego, zostaną przedstawione w dalszej części niniejszego Raportu. Warto natomiast już na wstępie wspomnieć, że zakres aktywów bazowych, które stanowią podstawę instrumentów finansowych (pochodnych) oferowanych przez podmioty „rynku forex", jest bardzo szeroki i znacznie wykracza poza rynek walutowy w wąskim znaczeniu. Instrumenty pochodne mogą się bowiem odnosić np. do akcji, obligacji, surowców naturalnych czy różnego rodzaju indeksów. Ze względu na to, że w przestrzeni publicznej ugruntowało się określenie „rynek forex" jako opisujące całość instrumentów pochodnych, w tym również niezwiązanych z tradycyjnym i ściśle pojmowanym rynkiem walutowym (wymianą walut), będzie ono także stosowane w niniejszym opracowaniu. Nie zmienia to jednak faktu, że posługiwanie się pojęciami typu „forex", „rynek forex", „inwestycja na rynku forex" itp. w odniesieniu do instrumentów finansowych, których instrumentem bazowym nie jest waluta, lub też w odniesieniu do transakcji zawieranych bezpośrednio z firmą inwestycyjną (w tzw. modelu *market maker*), stanowi pewne uproszczenie i w konkretnych okolicznościach może być dla klientów mylące.

[3] Art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c), d), f)–i) ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: ustawa o obrocie; tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1636, z późn. zm.).
[4] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 3.

3. Działalność firm inwestycyjnych

3.1 Firmy inwestycyjne

Świadczenie usług maklerskich, w ramach których firmy inwestycyjne umożliwiają „inwestowanie na rynku forex", zgodnie z prawem wymaga zezwolenia właściwego organu, jakim w Polsce jest Komisja Nadzoru Finansowego[5]. Działalność maklerska obejmuje m.in. nabywanie lub zbywanie na własny rachunek (na rachunek firmy inwestycyjnej) instrumentów finansowych[6]. Prowadzenie działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi zasadniczo jest domeną firm inwestycyjnych[7].Ustawa o obrocie definiuje firmy inwestycyjne[8] poprzez wskazanie, iż są to:

- domy maklerskie;
- banki prowadzące działalność maklerską[9];
- zagraniczne firmy inwestycyjne[10] (w tym zagraniczne instytucje kredytowe[11]) prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz
- zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (w skrócie OECD) lub Światowej Organizacji Handlu (w skrócie WTO), prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

W dalszej części opracowania dla określenia podmiotów oferujących usługi związane z „rynkiem forex", platform transakcyjnych itd. w ślad za terminologią ustawy o obrocie mowa będzie o firmach inwestycyjnych.

---

[5] Art. 69 ust. 1 ustawy o obrocie.
[6] Art. 69 ust. 2 pkt 3 w zw. z art. 73 ust. 2 ustawy o obrocie.
[7] Wyjątki wynikają z art. 119 i nast. ustawy o obrocie.
[8] Art. 3 pkt 33 ustawy o obrocie.
[9] Art. 70 ust. 2 i 4 oraz art. 111 i nast. ustawy o obrocie.
[10] Zgodnie z art. 3 pkt 32 ustawy o obrocie przez zagraniczną firmę inwestycyjną rozumie się osobę prawną lub jednostkę organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej z siedzibą na terytorium innego państwa członkowskiego, a w przypadku gdy przepisy danego państwa nie wymagają ustanowienia siedziby – z centralą na terytorium innego państwa członkowskiego, albo osobę fizyczną z miejscem zamieszkania na terytorium innego państwa członkowskiego, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru działalność maklerską na terytorium innego państwa członkowskiego, jak również zagraniczną instytucję kredytową.
[11] Zgodnie z art. 3 pkt 31 ustawy o obrocie przez zagraniczną instytucję kredytową rozumie się przez to instytucję kredytową, o której mowa w art. 4 ust. 1 pkt 1 rozporządzenia 575/2013, prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru na terytorium innego państwa członkowskiego działalność maklerską, lub prowadzącą na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru na terytorium innego państwa członkowskiego rachunki, na których rejestrowane są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym.

Warto również podkreślić, że w Unii Europejskiej w przypadku świadczenia usług maklerskich obowiązuje zasada działania na podstawie jednolitego paszportu[12] (ang. *single passport rule*)[13]. Oznacza to, że firmy inwestycyjne zarejestrowane w jednym państwie członkowskim Unii Europejskiej (posiadające zezwolenie wydane przez właściwy organ nadzoru w państwie ich siedziby) mogą swobodnie świadczyć usługi maklerskie na terenie innych państw członkowskich.

Należy przy tym zaznaczyć, że istnieją dwie możliwości prowadzenia działalności na zasadzie jednolitego paszportu: może być ona prowadzona przez utworzenie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oddziału lub bez konieczności jego otwierania. Zgodnie z prawem bankowym[14] instytucja kredytowa może prowadzić działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej poprzez oddział lub w ramach działalności transgranicznej[15]. Instytucja kredytowa może rozpocząć działalność transgraniczną na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej po otrzymaniu przez Komisję Nadzoru Finansowego zawiadomienia od właściwych władz nadzorczych państwa macierzystego, które określa rodzaje czynności, jakie instytucja zamierza wykonywać[16]. Oddział instytucji kredytowej może rozpocząć działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej najwcześniej po upływie dwóch miesięcy od dnia otrzymania przez Komisję Nadzoru Finansowego od właściwych władz nadzorczych państwa macierzystego informacji wymaganych przepisami prawa bankowego[17]. Różnica polega m.in. na tym, że w przypadku działalności podmiotu poprzez oddział Komisja Nadzoru Finansowego może wskazać warunki, które w interesie dobra ogólnego – w szczególności w celu ochrony dóbr konsumenta, zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego lub zapobieżenia naruszeniom prawa – oddział instytucji kredytowej musi spełniać przy prowadzeniu działalności na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej[18]. W praktyce KNF zobowiązuje podmiot zagraniczny do zapewnienia, aby wszelkie powództwa cywilnoprawne dotyczące zawartych umów poddawane były rozstrzygnięciom sądów polskich na takich samych warunkach jak

[12] Art. 33 i 34 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE. Art. 31 i 32 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG.
[13] http://www.codozasady.pl/po-co-instytucji-finansowej-paszport/.
[14] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (dalej: prawo bankowe; tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1988).
[15] Art. 48i prawa bankowego.
[16] Art. 48ł prawa bankowego.
[17] Art. 48l ust. 1 prawa bankowego.
[18] Art. 48l ust. 2 prawa bankowego.

powództwa dotyczące umów zawieranych przez banki krajowe. Rodzi się jednak pytanie o skutki ewentualnego naruszenia takich warunków przez oddział (zagraniczną firmę inwestycyjną). Jak wynika z doświadczeń Rzecznika Finansowego, niektóre podmioty stoją na stanowisku, iż konsekwencją braku zastosowania warunków wskazanych przez KNF nie jest nieważność zapisów umów sprzecznych z takimi warunkami, w tym np. zapisów określających jurysdykcję (zapisów na sąd zagraniczny), a jedynie możliwość podjęcia przez organ nadzoru odpowiednich środków nadzorczych. Zdaniem Rzecznika takie stanowisko należy ocenić jako nieuwzględniające postulatu ochrony klientów, zaś naruszenie wskazywanych przez KNF warunków należy uznać za co najmniej sprzeczne z dobrymi obyczajami kupieckimi, co w konkretnych okolicznościach może być nie bez znaczenia dla oceny legalności takich zapisów umowy. Należy przyjąć, że warunki wskazywane przez KNF (podobnie jak rekomendacje lub wytyczne) stanowią instrument kształtowania rzeczywistości gospodarczej na zasadzie miękkiego prawa (ang. *soft law*), natomiast organy – a zwłaszcza sądy – mogą się nimi posługiwać przy formułowaniu wykładni i stosowaniu powszechnie obowiązującego prawa, niemniej ostatecznie kwestie te każdorazowo podlegać będą rozstrzygnięciu przez sądy. W przypadku działalności prowadzonej transgranicznie (nie poprzez oddział), wskazane wyżej uprawnienia Komisji Nadzoru Finansowego nie przysługują.

Z kolei zgodnie z ustawą o obrocie zagraniczna firma inwestycyjna może bez zezwolenia wykonywać na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej czynności stanowiące działalność maklerską[19], pod warunkiem że dana czynność jest objęta zezwoleniem udzielonym tej firmie inwestycyjnej przez właściwy organ nadzoru w państwie jej siedziby. Działalność maklerska może być prowadzona poprzez utworzenie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oddziału[20] lub bez konieczności otwierania oddziału[21]. Warunkiem rozpoczęcia na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej prowadzenia przez zagraniczną firmę inwestycyjną działalności maklerskiej jest poinformowanie Komisji przez właściwy organ nadzoru, który udzielił tej firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, o zamiarze rozpoczęcia działalności[22]. Działalność maklerska bez otwierania oddziału może zostać podjęta po otrzymaniu przez Komisję informacji od zagranicznego organu nadzoru, a w przypadku oddziału – z chwilą wskazania przez Komisję warunków prowadzenia tej działalności maklerskiej lub z upływem dwóch miesięcy od dnia otrzymania przez Komisję informacji od

[19] Zgodnie z art. 69 ust. 2 i 4 ustawy o obrocie.
[20] „Oddział" w rozumieniu art. 115 ust. 2 ustawy o obrocie.
[21] art. 117 ustawy o obrocie.
[22] art. 117 ust. 3 zd. 1 ustawy o obrocie.

zagranicznego organu nadzoru[23].W kontekście zasady jednolitego paszportu warto zatem ustalić:

- gdzie ma siedzibę podmiot oferujący usługi finansowe;
- czy – a jeżeli tak, to w jakim zakresie – podmiot nadzorowany jest przez KNF;
- czy podmiot nadzorowany jest przez organ nadzoru innego państwa unijnego.

Należy bowiem pamiętać, że nadzór nad podmiotami posiadającymi zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego sprawuje właśnie ten organ, natomiast nadzór nad zagranicznymi firmami inwestycyjnymi sprawuje organ nadzoru z państwa jego siedziby[24]. Jednocześnie w sytuacji, w której zagraniczna firma inwestycyjna otworzyła w Polsce swój oddział, nadzór nad świadczeniem usług maklerskich określonych w prawie polskim sprawuje KNF, a nadzór nad spełnianiem innych wymogów sprawowany jest przez organ nadzoru z państwa jej siedziby[25].

Nie jest też wykluczone, że dana firma inwestycyjna (podmiot zagraniczny) notyfikuje, iż prowadzi działalność w obu formach jednocześnie. Oznacza to, że jej działalność z jednej strony prowadzona będzie (np. w określonym zakresie) transgranicznie bez oddziału, z drugiej zaś (np. w innym zakresie) działalność ta prowadzona będzie poprzez oddział. W przypadku sporów między stronami taka sytuacja może prowadzić do problemów z ustaleniem, w jakiej formie działalność była prowadzona w zakresie relacji (umów i transakcji) zawieranych z klientem. To z kolei może mieć niebagatelne znaczenie w kontekście ustalenia np. jurysdykcji czy prawa właściwego dla rozwiązania sporu.

Powyższe kwestie, a więc to, z jakim podmiotem klient zawarł umowę, w którym kraju podmiot ten ma swoją siedzibę, w jakim zakresie i w jaki sposób taki podmiot prowadzi działalność transgranicznie i przez który organ jest nadzorowany, w praktyce mogą mieć kluczowe znaczenie w przypadku ewentualnych sporów między stronami, co zostanie omówione w dalszej części opracowania.

Szczególną ostrożność zaleca się również w przypadku umów lub transakcji zawieranych z podmiotami mającymi siedzibę poza terytorium Unii Europejskiej. W tym kontekście należy pamiętać, iż z faktu, że dana strona internetowa prowadzona jest w języku polskim, wcale nie wynika, że podmiot oferujący swoje usługi za pomocą takiej strony ma siedzibę w Polsce. Może on mieć siedzibę w innym państwie członkowskim lub też poza Unią Europejską. Zwłaszcza w tym drugim przypadku warto zachować szczególną ostrożność, gdyż

[23] art. 117 ust. 3 zd. 2 ustawy o obrocie.
[24] M. Pachucki, *Piramidy i inne oszustwa na rynku finansowym. Poradnik klienta usług finansowych*, CEDUR, KNF, Warszawa 2016, s. 28.
[25] Art. 118 ustawy o obrocie; M. Pachucki, *op. cit.*, s. 28

teoretycznie może się zdarzyć, że działalność taka będzie prowadzona przez internet z kraju, w którym działalność maklerska nie jest w ogóle reglamentowana ani nadzorowana bądź też reglamentowana lub nadzorowana w mniejszym stopniu niż w Polsce lub państwach Unii Europejskiej, a w konsekwencji poziom ochrony klienta będzie znacznie niższy. W przypadku, w którym działalność maklerska w ogóle nie jest w danym państwie reglamentowana, w praktyce może powstawać wątpliwość, czy prowadzenie działalności w odniesieniu do obywateli Rzeczpospolitej Polskiej lub innych państw UE bez zezwolenia polskiego lub unijnego organu nadzoru nie powinno być traktowana jako przestępstwo[26].

Z ostrożnością warto również podchodzić do podmiotów umieszczonych na *Liście ostrzeżeń publicznych* Komisji Nadzoru Finansowego[27] lub wskazywanych przez Prezesa UOKIK w ramach tzw. ostrzeżenia konsumenckiego[28].

Ważne

Fakt, iż strona internetowa prowadzona jest w języku polskim oraz umowy lub regulaminy sporządzone są w języku polskim, nie przesądza, że podmiot świadczący usługi finansowe ma siedzibę w Polsce lub w państwie Unii Europejskiej. Dlatego przed zawarciem umowy lub transakcji, a także przed podpisaniem formularza zgłoszeniowego, wysłaniem (elektronicznie) aplikacji lub zgłoszenia warto sprawdzić na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego w odpowiednim rejestrze, czy podmiot (firma inwestycyjna) ma siedzibę w Polsce, czy też jego działalność została notyfikowana Komisji przez właściwy organ nadzorczy (co oznacza, że firma ma siedzibę poza granicami Polski). Jeżeli firma nie figuruje w żadnym z rejestrów prowadzonych przez KNF, należy zachować szczególną ostrożność, ponieważ możemy mieć wówczas do czynienia z podmiotem działającym bez zezwolenia.

[26] M. Pachucki, *op. cit.*, s. 28
[27] Publikowanej na podstawie art. 73a ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (dalej: ustawa uokik; tekst jedn. Dz. U. z 2017 r., poz. 229).
[28] Art. 6b ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r. poz. 196, z późn. zm.).

Linki:

- **Strona internetowa KNF:** ***https://www.knf.gov.pl/***
- **Lista ostrzeżeń publicznych KNF:** ***http://www.knf.gov.pl/o_nas/ostrzezenia_publiczne/lista_ostrzezenia.html***
- **Ostrzeżenia konsumenckie Prezesa UOKiK:** ***https://www.uokik.gov.pl/ostrzezenia_konsumenckie.php***

3.2 Klienci firm inwestycyjnych

Warto pamiętać, że ustawa o obrocie rozróżnia klientów detalicznych[29] i profesjonalnych[30]. Klientem detalicznym będzie podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona usługa maklerska[31]. Z kolei przez klienta profesjonalnego ustawa o obrocie rozumie enumeratywnie wymienione podmioty[32] (np. banki, firmy inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń), na rzecz których jest lub ma być świadczona usługa maklerska[33], a które posiadają doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami.

Rozróżnienie to ma na celu zwiększenie poziomu ochrony klienta detalicznego oraz jego środków powierzonych firmie inwestycyjnej[34]. Przykładowo umowy związane z obrotem instrumentami finansowymi powinny być zawarte w formie pisemnej, a w przypadku umowy zawieranej z klientem detalicznym – w formie pisemnej pod rygorem nieważności[35]. Ustawa o

[29] Art. 3 pkt 39c) ustawy o obrocie.
[30] Art. 3 pkt 39b) ustawy o obrocie.
[31] Co najmniej jedna usługa maklerska, o której mowa w art. 69 ust. 2 lub 4.
[32] Art. 3 pkt 39b) ustawy o obrocie.
[33] Co najmniej jedna usługa maklerska, o której mowa w art. 69 ust. 2 lub 4.
[34] Art. 73 ust. 5a–5h ustawy o obrocie.
[35] Przykładowo art. 72 ust. 2, art. 73 ust. 1, art. 74b ust. 2, art. 75 ust. 2 ustawy o obrocie – choć należy dodać, że w praktyce w kontekście tych przepisów wskazuje się na treść art. 13 ustawy o obrocie, który dopuszcza – w ściśle określonych sytuacjach – możliwość składania oświadczeń woli w postaci elektronicznej. Jednak przyjęcie, iż umowa zawierana z klientem detalicznym może być w takich wypadkach zawarta w formie elektronicznej, czyniłoby ww. przepisy zbędnymi. Tymczasem ustawodawca – mimo treści art. 13 ustawy o obrocie – w art. 73 ustawy o obrocie odmiennie uregulował sytuację klienta detalicznego, wymagając, aby w przypadku takiej umowy była ona zawarta w formie pisemnej pod rygorem nieważności. Również w doktrynie wskazuje się, że ustawodawca nałożył na umowę o wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych zawieraną z klientem detalicznym rygor ad solemnitatem; por. A. Zagajewska, Komentarz do art. 73 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, LexisNexis, 2012.

obrocie w przypadku klientów detalicznych nakłada również wymogi w zakresie wysokości depozytu zabezpieczającego, jaki klient musi wnieść, aby firma inwestycyjna mogła wykonywać zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych[36]. Dodatkowe szczegółowe obowiązki firm inwestycyjnych wobec klientów detalicznych przewiduje rozporządzenie Ministra Finansów[37] wydane na podstawie art. 94 ust. 1 pkt 1 ustawy o obrocie. Na koniec warto wskazać, że niezależnie od statusu klienta, zgodnie z art. 83a ust. 3 ustawy o obrocie: „Firma inwestycyjna jest obowiązana, świadcząc usługę maklerską, brać pod uwagę najlepiej pojęty interes klienta”.

3.3 System rekompensat

Warto również pamiętać, że ustawa o obrocie przewiduje zabezpieczenie interesów inwestorów poprzez system rekompensat[38]. System ten został stworzony i jest prowadzony przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW)[39]. Celem tego systemu jest dodatkowe zabezpieczenie aktywów inwestorów powierzonych licencjonowanym firmom inwestycyjnym, w przypadku gdy wszystkie procedury ostrożnościowe i systemy nadzoru nad firmami inwestycyjnymi nie są w stanie zapewnić inwestorom pełnej ochrony[40]. System rekompensat zabezpiecza więc wypłatę środków powierzonych firmie inwestycyjnej w przypadku jej upadłości lub niewypłacalności. Dzięki temu wzmacniane jest zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego, także w sytuacjach okresowych perturbacji na rynku, które nierozerwalnie towarzyszą całej gospodarce[41].

Zasadniczo system rekompensat zabezpiecza wypłatę środków klientów firm inwestycyjnych: do wysokości równowartości w złotych 3000 euro – 100% wartości środków objętych systemem rekompensat oraz 90% nadwyżki ponad tę kwotę, z tym że górna granica środków objętych systemem rekompensat wynosi równowartość w złotych 22 000 euro[42].

---

[36] Art. 73 ust. 2a–2d ustawy o obrocie.
[37] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (tekst jedn. Dz. U. z 2015 r., poz. 878).
[38] Przewidziany przez art. 132 i nast. ustawy o obrocie. Polski System Rekompensat rozpoczął działalność operacyjną od stycznia 2001 r.; został wprowadzony do polskiego porządku prawnego w ramach implementacji dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 97/9/EC z dnia 3 marca 1997 r. (investor-compensation schemes; Dz. Urz. WE L 84 z dnia 26 marca 1997 r. s. 22–31); por. KDPW, System Rekompensat. Podstawy prawne oraz zasady funkcjonowania Systemu Rekompensat w Polsce, http://www.kdpw.pl/pl/press_room/Documents/Publikacje/SystemRekompensat.pdf.
[39] Art. 133 ust. 1 ustawy o obrocie.
[40] KDPW, op. cit.
[41] KDPW, *op. cit.*
[42] Art. 139 ust. 1 ustawy o obrocie.

Co ważne, system ten zasadniczo obejmuje tylko domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską oraz banki powiernicze[43], natomiast – poza pewnymi wyjątkami wynikającymi z ustawy o obrocie – nie obejmuje zagranicznych firm inwestycyjnych[44]. Oczywiście, państwa trzecie również mogą przewidywać odpowiednie systemy rekompensat[45], których uczestnikami są podmioty zagraniczne, jednakże dochodzenie w tym zakresie roszczeń dla obywateli polskich może się okazać w praktyce bardzo trudne.

Ochronie systemem rekompensat podlegają klienci, na rzecz których dom maklerski świadczy określone prawem czynności maklerskie[46]. Mówiąc w uproszczeniu, zasadniczo chodzi o klientów, którzy mają zawartą umowę na świadczenie usług maklerskich w zakresie czynności objętych systemem rekompensat[47]. System chroni zatem klientów, którzy powierzyli aktywa (czyli środki pieniężne lub instrumenty finansowe) podmiotom w nim uczestniczącym. Ochronie podlegają środki pieniężne zapisane na rachunkach pieniężnych oraz inne środki pieniężne należne inwestorom od domu maklerskiego z tytułu świadczonych na ich rzecz usług w zakresie czynności maklerskich[48].

Nadzór nad całością systemu rekompensat, a także nad podmiotami prowadzącymi działalność maklerską – uczestnikami tego systemu – sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego[49].

Ważne

- **Szczegóły na temat systemu rekompensat można znaleźć na stronie internetowej KDPW:** ***http://www.kdpw.pl/pl/uslugi/system-rekompensat/Strony/default.aspx***

[43] Art. 132 ust. 1 pkt 3 ustawy o obrocie.
[44] Wyjątki wynikają z art. 132 ust. 2 ustawy o obrocie, zgodnie z którym: „Przepisy niniejszego działu stosuje się odpowiednio do oddziałów zagranicznych osób prawnych, o których mowa w art. 115 ust. 1, o ile nie są uczestnikami systemu rekompensat obowiązującego w państwie ich siedziby lub system rekompensat w państwie siedziby nie zapewnia odszkodowań w wysokości określonej w ustawie", oraz z art. 136 ust. 1 ustawy o obrocie, zgodnie z którym: „W przypadku gdy system rekompensat obowiązujący w państwie siedziby zagranicznej firmy inwestycyjnej prowadzącej działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie oddziału nie zapewnia rekompensat w wysokości lub w zakresie określonym w ustawie, oddział zagranicznej firmy inwestycyjnej może, w celu zagwarantowania inwestorom wypłat rekompensat do wysokości lub zakresu określonego w ustawie, złożyć do Krajowego Depozytu wniosek o przystąpienie do systemu rekompensat. Złożenie przez oddział zagranicznej firmy inwestycyjnej wniosku jest równoznaczne z jego uczestnictwem w tym systemie".
[45] W szczególności w ramach implementacji dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 97/9/EC z dnia 3 marca 1997 r.
[46] Art. 132 ust. 1 pkt 1 ustawy o obrocie.
[47] KDPW, *op. cit.*
[48] Art. 132 ust. 1 pkt 2 ustawy o obrocie.
[49] KDPW, *op. cit.*

4. Model *market maker* i potencjalny konflikt interesów

4.1 Uwagi wstępne

Należy podkreślić, że usługi maklerskie mogą być świadczone w różnych modelach. Co do zasady wyróżnia się dwa podstawowe sposoby działania firm inwestycyjnych[50]:

- firma pośredniczy w transakcjach na rynku[51];
- firma występuje jako organizator własnego rynku dla uczestników, korzystając z kwotowań podmiotów trzecich (tzw. *market maker*)[52].

Skargi i wnioski kierowane do Rzecznika Finansowego w większości dotyczą usług świadczonych w modelu *market maker,* w związku z czym dalsza część opracowania poświęcona jest w przeważającym stopniu tej problematyce. Warto jednak pokrótce przedstawić oba sposoby działania.

4.2 Firma inwestycyjna jako pośrednik

Model, w którym firma inwestycyjna działa jako pośrednik, polega na tym, że jej klienci wysyłają oferty kupna lub sprzedaży instrumentów pochodnych (np. kontraktów na akcje), a firma zapewnia im bezpośredni dostęp do rynku, pobierając w związku z tym wynagrodzenie w postaci prowizji z tytułu zawartych transakcji. Firma pośredniczy zatem między poszczególnymi klientami, wykonując zlecenia na rachunek składającego zlecenie (klienta firmy inwestycyjnej), natomiast sama nie jest stroną transakcji, w związku z czym nie występuje tu konflikt interesów na linii firma–klient.

4.3 Model market maker

Market maker to model, w którym firma inwestycyjna dokonuje, przy pomocy platform transakcyjnych, kwotowań (cen) instrumentów finansowych, po których klienci mogą zawierać

[50] Jednocześnie należy podkreślić, że w praktyce modele te są rozwijane, a zatem na rynku można spotkać różne ich odmiany lub modyfikacje.
[51] Art. 69 ust. 2 pkt 1 i 2 ustawy o obrocie.
[52] Art. 69 ust. 2 pkt 3 w zw. z art. 73 ust. 2 ustawy o obrocie.

transakcje nabycia lub zbycia określonych instrumentów finansowych. W modelu tym to firma inwestycyjna jest drugą stroną zawieranej przez klienta transakcji, a zatem transakcja zawierana jest bezpośrednio między firmą inwestycyjną a klientem[53]. W uproszczeniu można zatem powiedzieć, iż w przypadku, w którym klient odniesie zysk z zawartej transakcji, co do zasady stratę poniesie firma inwestycyjna – i na odwrót[54].

Podstawę prawną funkcjonowania rynku w modelu *market maker* stanowią art. 69 ust. 2 pkt 3 ustawy o obrocie, zgodnie z którym działalność maklerska obejmuje m.in. wykonywanie czynności polegających na nabywaniu lub zbywaniu na własny rachunek instrumentów finansowych, oraz art. 73 ust. 2 ustawy o obrocie, zgodnie z którym: „Wykonywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych może również polegać na zawieraniu przez firmę inwestycyjną na własny rachunek umów sprzedaży instrumentów finansowych ze zleceniodawcą" (tzw. transakcje bezpośrednie). Podobne zapisy można również znaleźć w umowach zawieranych przez klientów z firmami inwestycyjnymi, a także regulaminach związanych z umowami (ramowymi).

[53] Podobnie stwierdza Komisja Nadzoru Finansowego, która wskazuje, iż cechami wyróżniającymi instrumenty pochodne rynku OTC są między innymi fakt zawierania większości transakcji przez klienta bezpośrednio z firmą inwestycyjną oraz relatywnie wysokie lewarowanie instrumentu finansowego, połączone z samodzielnym określaniem poziomu dźwigni finansowej (KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 6).

[54] Oczywiście w praktyce firma inwestycyjna jest w stanie odnieść zysk z zawartej przez klienta transakcji, pomimo iż klient odniósł zysk. Wynika to po pierwsze z faktu, że firmy inwestycyjne zarabiają na spreadzie (tj. różnicy pomiędzy kursem kupna i kupnem sprzedaży instrumentu pochodnego), a po drugie z tego, iż firmy inwestycyjne stosują strategie zabezpieczające pozycje zajmowane przez klientów (tzw. *hedging*), lecz transakcje takie w modelu *market maker* pozostają zdaniem Rzecznika Finansowego bez jakiegokolwiek znaczenia dla prawnej oceny indywidualnych stosunków prawnych (umów czy transakcji) zawieranych między firmą inwestycyjną a klientem. Umowa i transakcje między klientem a firmą inwestycyjną stanowią samodzielny stosunek prawny, niezależny i odrębny od transakcji zawieranej przez firmę inwestycyjną z podmiotami trzecimi, np. w związku z finansowaniem lub zabezpieczaniem transakcji dokonywanych z klientem. Ewentualna zależność, jaka występuje pomiędzy umową i transakcjami dokonywanymi na jej podstawie z klientem a transakcją (transakcjami) zawieranymi przez firmę inwestycyjną z podmiotami trzecimi (np. w związku z finansowaniem lub zabezpieczeniem transakcji zawieranych z klientem), ma wyłącznie charakter ekonomiczny, a nie prawny.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Na podstawie i na zasadach określonych w niniejszej umowie firma inwestycyjna zobowiązuje się do świadczenia na rzecz klienta usługi w zakresie wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych oraz przechowywania i rejestrowania instrumentów finansowych, w tym prowadzenia rachunków pieniężnych".***

- ***„Klient wyraża zgodę na wykonywanie składanych przez klienta zleceń nabycia i zbycia instrumentów finansowych poprzez zawieranie transakcji na własny rachunek firmy inwestycyjnej bezpośrednio z klientem".***

- ***„Transakcje mające za przedmiot instrumenty finansowe wykonywane są poprzez zawarcie transakcji przez firmę inwestycyjną bezpośrednio z klientem".***

- ***„Firma inwestycyjna na podstawie zlecenia klienta zawiera transakcję bezpośrednio z klientem. Stroną transakcji zawieranej przez klienta jest firma inwestycyjna, a miejscem wykonywania zleceń jest siedziba firmy inwestycyjnej".***

- ***„Firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia i zbycia instrumentów finansowych poprzez zawarcie transakcji na własny rachunek z klientem, o ile klient w umowie wyraził zgodę na taki sposób wykonywania składanych przez niego zleceń".***

- ***„Transakcje zawierane na podstawie umowy i na zasadach określonych w regulaminie są zawierane przy użyciu kontraktów na różnicę kursową. Mają zatem charakter nierzeczywisty i nie nakładają na żadną ze stron transakcji obowiązku dostawy instrumentu bazowego będącego podstawą instrumentu finansowego".***

- ***„Model biznesowy stosowany przez firmę inwestycyjną to model market making w przypadku CFD (ang. market making lub principal model), w którym firma inwestycyjna jest zawsze drugą stroną transakcji zawieranej i inicjowanej przez klienta".***

Przy prawnie dopuszczalnej możliwości prowadzenia działalności w ten sposób warto, aby klienci korzystający z usług świadczonych przez firmy inwestycyjne mieli świadomość, że w model ten z góry wpisany jest konflikt interesów pomiędzy firmą a jej klientami. Firma inwestycyjna nie działa bowiem jako bierny pośrednik przekazujący zlecenia klientów na zewnętrzny rynek (zewnętrznym podmiotom) w zamian za prowizję, lecz tworzy własny rynek, odizolowany od rynku zewnętrznego, korzystając jednak z cenowego punktu odniesienia, jakim są kwotowania (najczęściej) zewnętrznych dostawców informacji. Nie jest więc tak, że klient zleca np. kupno akcji, zaś firma pośrednicząca w takiej transakcji znajduje sprzedawcę akcji po cenie zaproponowanej przez kupującego, pobierając z tego tytułu wynagrodzenie. W modelu *market maker* klient, zlecając kupno lub sprzedaż instrumentu finansowego, którego instrumentem bazowym jest np. akcja (a mówiąc ściślej: cena akcji), zawiera transakcję bezpośrednio i wyłącznie z firmą inwestycyjną. Jeżeli instrumentem finansowym jest kontrakt na różnicę (CFD), w uproszczeniu można powiedzieć, że klient „obstawia" spadek lub wzrost kursu akcji, nie nabywając jednak nigdy prawa własności akcji; cena akcji stanowi tylko punkt odniesienia dla rozliczenia instrumentu finansowego, jakim jest CFD.

Należy też pamiętać, że omawiany konflikt interesów co do zasady mitygowany jest faktem, że firma inwestycyjna zawiera rozmaite transakcje z wieloma klientami, a dodatkowo, zarządzając ryzykiem, stosuje strategie zabezpieczające. Problem może się jednak pojawić w sytuacjach nietypowych lub gdy większa część klientów zawiera tożsame transakcje, co skutkuje wzrostem ryzyka firmy inwestycyjnej, a zarazem tworzy warunki do ewentualnych nadużyć.

Zatem firma inwestycyjna niejako tworzy własny rynek, na którym:

- kreuje i oferuje klientom instrumenty finansowe;
- przeprowadza transakcje z klientami we własnym imieniu i na własny rachunek;
- rozlicza swój zysk/stratę względem klienta;
- wycenia instrumenty finansowe (transakcje).

We wzorcach umownych firm inwestycyjnych można zresztą znaleźć informacje na temat omawianego konfliktu interesów.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

„Podpisując niniejszą umowę, klient oświadcza, że został poinformowany o istnieniu konfliktu interesów polegającego na tym, że firma inwestycyjna wykonuje zlecenia poprzez zawarcie transakcji z klientem na własny rachunek. Klient pomimo istnienia konfliktu interesów potwierdza wolę zawarcia umowy".

W kontekście usług świadczonych w modelu *market maker* w konkretnych okolicznościach jako mylące można oceniać posługiwanie się w przestrzeni publicznej pojęciem „broker". Brak jest definicji legalnej tego pojęcia, jednakże potocznie raczej przyjmuje się, że brokerem jest podmiot świadczący usługi polegające na pośredniczeniu w transakcjach, co jednak nie następuje w modelu *market maker*. Oczywiście, firma inwestycyjna może świadczyć różne rodzaje usług jednocześnie, tzn. w jednych transakcjach działać jako pośrednik, a w drugich zaś jako *market maker*, zatem ważne jest, aby klient zawsze miał pełną świadomość, jakiego rodzaju transakcje zawiera i w jakim charakterze działa firma inwestycyjna w odniesieniu do konkretnej transakcji.

Warto tu dodać, że firmy inwestycyjne rozwijają technologie w związku ze świadczonymi przez siebie usługami. W konsekwencji na rynku pojawiają się nowe modele czy też sposoby zawierania transakcji, stanowiące odmianę lub modyfikacje dotychczasowych modeli.

Po pierwsze, należy wskazać na model ECN (ang. *Electronic Communication Network*). W modelu tym firma inwestycyjna działa jako pośrednik, przekazując zlecenia klienta w celu ich skojarzenia z najlepszym dostępnym zleceniem innego podmiotu. Co do zasady wynagrodzeniem firmy inwestycyjnej w takim modelu jest prowizja od wartości transakcji. Pośrednictwo firmy inwestycyjnej nie likwiduje jednak konfliktu interesów, lecz przesuwa go na kolejne ogniwo łańcucha procesu. W istocie bowiem klient firmy inwestycyjnej zawiera transakcję z podmiotem trzecim, który w zasadzie będzie działał jako *market maker*. Zaletą takiego systemu jest fakt, że wyklucza on konflikt interesów z firmą inwestycyjną. Jednocześnie ustalenie stron transakcji może być utrudnione. Również w razie sporu wynikającego z zawartej transakcji problematyka dochodzonych roszczeń może się okazać skomplikowana.

Po drugie, warto wspomnieć o modelu, w którym firma inwestycyjna przekazuje zlecenia klientów do dostawców płynności, z którymi współpracuje, a po otrzymaniu ceny wybiera najlepszą i przekazuje ją klientowi. W takim wypadku firma może zarabiać na spreadzie lub na

prowizji od zawartych transakcji. Taki model niekiedy określany jest jako STP (ang. *Straight Through Processing*).

Należy wskazać, że mimo różnic w powyższych modelach w istocie prawie zawsze na którymś etapie transakcji pojawi się podmiot działający w charakterze *market maker.*

To, w jakim modelu działa firma inwestycyjna i jaki charakter prawny mają transakcje z nią zawierane, powinno jasno wynikać z umowy lub innych dokumentów mających do niej zastosowanie (stanowiących jej integralną część). Treść stosunku prawnego będzie bowiem stanowić podstawę do oceny wzajemnych praw i obowiązków stron, co ma kluczowe znaczenie w przypadku ewentualnych sporów. Przed zdecydowaniem się na korzystanie z usług firmy inwestycyjnej klient powinien się zatem dowiedzieć, jaki rodzaj usług i w jakim modelu jest mu oferowany. Jeżeli oferta lub umowa w tym zakresie jest nieprecyzyjna lub budzi wątpliwości, warto zachować ostrożność.

4.4 Transakcje z rozliczeniem finansowym (bez dostawcy aktywa bazowego)

Należy również pamiętać, że w większości przypadków transakcje zawierane przez strony w zakresie wzajemnych rozliczeń będą miały charakter nierzeczywisty w tym sensie, że nie nakładają na strony obowiązku dostarczenia instrumentu bazowego będącego przedmiotem transakcji. W zależności bowiem od tego, czy transakcja związana będzie z realnym (fizycznym) nabyciem aktywów, czy też jedynie rozliczana będzie różnica pomiędzy aktualną ceną aktywa na rynku a ceną wskazaną w transakcji, rozróżnia się transakcje z dostawą albo z rozliczeniem finansowym (pieniężnym/nierzeczywistym).

Przykładowo, jeśli kontrakt zawierany jest na różnicę ceny baryłki ropy naftowej, zlecenie przez klienta kupna takiego instrumentu finansowego, a następnie zlecenie jego sprzedaży, nie będzie oznaczało, że firma inwestycyjna w którymkolwiek momencie obowiązana będzie dostarczyć klientowi ropę naftową. Nie są to bowiem transakcje z dostawą, lecz transakcje z rozliczeniem pieniężnym, co w uproszczeniu oznacza, że nastąpi rozliczenie różnicy między ceną danego aktywa (np. baryłki ropy naftowej) w chwili zawierania transakcji a jego ceną w chwili rozliczania (zamykania) transakcji. Innymi słowy, klient nie nabywa własności instrumentu bazowego, np. surowca, do którego odnosi się instrument finansowy.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Transakcje zawierane na podstawie umowy i na zasadach określonych w regulaminie mają charakter nierzeczywisty i nie nakładają na żadną ze stron transakcji obowiązku dostawy instrumentu bazowego będącego podstawą instrumentu finansowego".***

W tym kontekście w konkretnych okolicznościach jako mylące – a przynajmniej jako upraszczające problematykę – można oceniać posługiwanie się przez niektóre firmy pojęciem inwestycji w dane aktywo bazowe (np. w ropę, złoto, platynę itd.). W przypadku kontraktów na różnicę lub opcji z rozliczeniem finansowym, które odwołują się do danego aktywa bazowego, dużym uproszczeniem (a nawet mylącym) wydaje się twierdzenie, iż mamy do czynienia z inwestycją w to aktywo, na rynku tego aktywa, lub z handlem tym aktywem.

Również Komisja Nadzoru Finansowego w wytycznych z 2016 r.[55] wskazała, że klient lub potencjalny klient przed zawarciem umowy powinien mieć możliwość zapoznania się z rzetelnymi, kompletnymi i niewprowadzającymi w błąd informacjami na temat tych usług, instrumentów finansowych będących ich przedmiotem oraz ryzyka inwestycyjnego[56]. Ponadto instrumenty finansowe będące przedmiotem transakcji powinny być nazwane zgodnie z terminologią ustawy o obrocie, opisane w sposób niebudzący wątpliwości i niewprowadzający w błąd klienta lub potencjalnego klienta co do tego, że przedmiotem zlecenia nabycia lub zbycia nie są instrumenty bazowe (m.in. waluty, akcje, towary, surowce), ale instrumenty pochodne[57].

4.5 Rekomendacje firm inwestycyjnych

W kontekście wskazanego wyżej konfliktu interesów warto również z ostrożnością podchodzić do wszelkich rekomendacji udzielanych przez firmy inwestycyjne w związku z zawieraniem transakcji finansowych. Niektóre wzorce umowne przewidują bowiem prawo firmy inwestycyjnej do odpłatnego lub nieodpłatnego udzielania rekomendacji, ale jednocześnie wskazują, że rekomendacje takie nie mają charakteru doradztwa inwestycyjnego, a ponadto co do zasady wyłączona jest odpowiedzialność firmy inwestycyjnej za skutki decyzji podjętych

[55] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*
[56] Wytyczna nr 4, KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 21.
[57] Wytyczna nr 4, KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 23.

na podstawie rekomendacji. Stąd kierowanie się rekomendacjami firmy inwestycyjnej, zwłaszcza jeżeli klient jednocześnie zawiera transakcje w modelu *market maker*, wymaga szczególnej rozwagi. Warto więc odróżnić rekomendacje firm inwestycyjnych od doradztwa inwestycyjnego stanowiącego jedną z czynności mających charakter działalności maklerskiej[58], co wymaga zezwolenia KNF[59].

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Firma inwestycyjna może nieodpłatnie lub odpłatnie udzielać bieżących rekomendacji dotyczących zawierania transakcji na instrumentach finansowych.***
- ***Firma inwestycyjna nie odpowiada za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie udzielonych rekomendacji, o ile przy ich udzielaniu firma inwestycyjna dołożyła należytej staranności.***
- ***Udzielanie przez firmę inwestycyjną rekomendacji, o których mowa w niniejszym paragrafie, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 76 ustawy o obrocie".***

[58] Art. 69 ust. 2 pkt 5 w zw. z art. 76 ustawy o obrocie.
[59] Art. 69 ust. 1 w zw. z ust. 2 pkt 5 ustawy o obrocie.

5. Instrumenty finansowe (pochodne) oraz mechanizm dźwigni finansowej

Jak wskazano w poprzednich rozdziałach, wraz z rozwojem platform transakcyjnych klienci indywidualni uzyskali dostęp do wielu różnych instrumentów pochodnych, a także do różnego rodzaju złożonych instrumentów o charakterze spekulacyjnym, charakteryzujących się wysokim poziomem ryzyka. Dotychczasowe doświadczenia Rzecznika Finansowego w obszarze szeroko rozumianego „rynku forex" wskazują, że skargi, reklamacje i wnioski klientów o rozpatrzenie sprawy dotyczą zastrzeżeń formułowanych odnośnie do usług związanych z transakcjami na instrumentach pochodnych, w szczególności w modelu *market maker*. Niniejsze opracowanie ogranicza się zatem do wskazania najpopularniejszych rodzajów instrumentów pochodnych, oferowanych klientom w tym zakresie.

Ze względu na to, że większość instrumentów działa przy wykorzystaniu mechanizmu dźwigni finansowej, zasadne jest w tym miejscu opisanie, czym jest dźwignia finansowa i w jaki sposób wykorzystywana jest na „rynku forex".

5.1 Mechanizm dźwigni finansowej i depozyt zabezpieczający

Dźwignia finansowa (ang. *financial leverage*) jest mechanizmem mającym na celu zwielokrotnienie potencjalnych zysków (a w konsekwencji mogącym również prowadzić do większych strat) poprzez możliwość zastosowania w danej transakcji tylko części posiadanego kapitału własnego lub też zawarcia transakcji o wyższej wartości niż posiadane środki. Dźwignia finansowa często nazywana jest również, od angielskiej nazwy, lewarem i ze stosowaniem takich określeń można się spotkać w przestrzeni publicznej[60].

Dźwignia finansowa określa więc stosunek pomiędzy wartością zawartej transakcji a jej ceną, czyli wniesionym w tym celu kapitałem własnym. Przykładowo, przy dźwigni na poziomie 1:50 oraz wniesionym kapitale na poziomie 10 000 PLN można zawrzeć transakcję o wartości 500 000 PLN (10 000 * 50), a w przypadku dźwigni 1:100 i tego samego kapitału będzie można

[60] Niekiedy w kontekście dźwigni finansowej wskazuje się również, że zawierając np. CFD's, faktycznie używa się pożyczonych pieniędzy, aby obstawić krótkoterminowy ruch ceny instrumentu bazowego (np. waluty); http://www.bankier.pl/wiadomosc/KNF-wskazuje-co-warto-wiedziec-o-kontraktach-na-roznice-kursowe-CFDs-2362429.html; http://inwestycje.pl/forex_i_waluty/Ryzyko-zwiazane-z-kontraktami-na-roznice-kursowe-CFDs;131074;0.html.

zawrzeć transakcję o wartości maksymalnie 1 000 000 PLN (10 000 * 100). Poniższa tabela obrazuje wartości transakcji możliwe do realizowania przy posiadanym kapitale 10 000 PLN i różnych poziomach dźwigni finansowej.

Wartość dźwigni	Posiadany kapitał (PLN)	Maksymalna wartość transakcji (PLN)
1:1 (brak dźwigni)	10 000	**10 000**
10:1	10 000	**100 000**
50:1	10 000	**500 000**
100:1	10 000	**1 000 000**
200:1	10 000	**2 000 000**
500:1	10 000	**5 000 000**
Źródło: Opracowanie własne		

W praktyce mechanizm dźwigni finansowej powiązany jest z tzw. depozytem zabezpieczającym, czyli odpowiednią ilością środków zdeponowanych na rachunku pieniężnym klienta (charakter prawny takiego rachunku zostanie opisany w dalszej części opracowania). Jest to kwota, którą klient zobowiązany jest wpłacić na rachunek pieniężny, aby móc dokonywać transakcji, a która stanowi ułamek wartości dokonywanych transakcji (w zależności od wymagań może on przyjmować różną wartość – w niektórych przypadkach depozyt zabezpieczający wynosi zaledwie 1% wartości transakcji).

Obowiązek zapewnienia depozytu zabezpieczającego w przypadku klienta detalicznego wynika wprost z ustawy o obrocie[61], która przewiduje, że co do zasady[62] firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych złożone przez klienta, pod warunkiem że depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 1% wartości nominalnej tego instrumentu finansowego. Obowiązek ten funkcjonuje od dnia 16 lipca 2015 r. i w praktyce oznacza, że wprowadzone zostało ograniczenie stosowania przez firmy inwestycyjne dźwigni finansowej do poziomu 1:100. Zgodnie ze stanowiskiem Komisji Nadzoru Finansowego obowiązek ten ma zastosowanie do wszystkich firm inwestycyjnych prowadzących działalność maklerską na terytorium

[61] Art. 73 ust. 2a–2c ustawy o obrocie.
[62] Wyjątek wynika z art. 73 ust. 2b i 2c ustawy o obrocie.

Rzeczypospolitej Polskiej, a więc także do działających na terytorium Polski, notyfikowanych w KNF zagranicznych firm inwestycyjnych, zarówno tych działających w formie oddziału, jak i bez otwierania oddziału[63]. Warto również dodać, iż obecnie trwa dyskusja nad koniecznością dalszego obniżenia poziomu dopuszczalnej dźwigni nawet do poziomu 1:25[64].

Jeżeli wartość depozytu zabezpieczającego wynosi 1% wartości transakcji, to klient platformy korzysta z dźwigni finansowej na poziomie 1:100 (innymi słowy, może zawierać transakcje o wartości stukrotności wpłaconych środków). Przykładowo przy zawarciu transakcji o wartości 500 000 PLN kwota depozytu zabezpieczającego w wysokości 1% transakcji będzie wynosić 5000 PLN.

Należy jednocześnie podkreślić, że rzeczywista wartość wymaganego depozytu zabezpieczającego będzie się zmieniać w zależności od bieżącej wyceny zawartych transakcji. Sposób obliczania depozytu zabezpieczającego odnosi się bowiem do nominału transakcji (czyli wartości nominalnej instrumentów z chwili zawarcia transakcji) w relacji do zmiany ceny instrumentu bazowego (i w konsekwencji aktualnej wartości rynkowej transakcji). Dokonywana jest więc na bieżąco tymczasowa wycena otwartych pozycji (transakcji/instrumentów finansowych) klienta, która stanowi informację o tym, jaka jest wartość instrumentów na dany moment, przy przyjęciu hipotetycznego założenia, że pozycja zostałaby zamknięta w oparciu o aktualne (rynkowe) ceny aktywów bazowych. W sytuacji, w której dochodzi do zmiany ceny aktywa na niekorzyść klienta, może to spowodować, iż wniesiony przez niego depozyt przestanie być wystarczający, a w konsekwencji może zaistnieć konieczność uzupełnienia depozytu. Klient zobowiązany jest zatem do utrzymywania na rachunku pieniężnym w każdym czasie środków w takiej wysokości (przewidzianej w umowie, regulaminie lub innych komunikatach wiążących klienta), aby saldo operacyjne (suma środków na rachunku pieniężnym pomniejszona o niezrealizowaną stratę lub powiększona o niezrealizowany zysk z otwartych pozycji) nie spadło poniżej wymaganego depozytu zabezpieczającego. Wysokość wymaganego depozytu – począwszy od chwili złożenia zlecenia – podlegać będzie bieżącej aktualizacji i zależeć będzie od rodzaju i liczby zawartych transakcji, a także od ich aktualnej wyceny. Zmiana ceny instrumentu finansowego może z kolei pociągać za sobą konieczność uzupełnienia depozytu.

[63] Pismo Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 29 czerwca 2015 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_136526_KNF_forex_dzwignia_29_06_2015_41964.pdf.
[64] Projekt ustawy o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz niektórych innych ustaw, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12300403/12445438/12445439/dokument298579.pdf.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Klient oświadcza, że jest świadomy ryzyka utraty kwoty stanowiącej depozyt zabezpieczający. W szczególności w sytuacji niekorzystnej – z punktu widzenia pozycji klienta – zmiany rynkowych notowań instrumentu finansowego, klient może zostać wezwany do uzupełnienia kwoty depozytu zabezpieczającego w celu utrzymania otwartej pozycji. Nieuzupełnienie kwoty depozytu w określonym terminie może do prowadzić do zamknięcia niektórych lub wszystkich otwartych pozycji klienta.***

- ***Klient akceptuje prawo firmy inwestycyjnej do zamknięcia wszystkich pozycji w związku z obowiązkami wynikającymi z konieczności utrzymywania odpowiednich depozytów zabezpieczających lub do zamknięcia dowolnych pozycji w ilości niezbędnej do przywrócenia właściwego poziomu wolnych środków klienta w przypadkach i na warunkach określonych w regulaminie".***

W praktyce powszechnie stosowana jest procedura określana jako *margin call*, czyli wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego. Stosowana jest ona w sytuacji, w której wartość wolnych środków pieniężnych klienta spadnie poniżej określonego poziomu wymaganego depozytu zabezpieczającego. Ze względu na to, że wydarzenia na „rynku forex" cechują się dużą dynamiką, a wahania cen mogą być bardzo duże, może się zdarzyć, że klient nie zdąży uzupełnić depozytu zabezpieczającego. W sytuacji gdy saldo operacyjne spadnie do określonego poziomu (ustalanego indywidualnie, w zależności od wymagań danej firmy inwestycyjnej), w przypadku nieuzupełnienia wymaganego depozytu przez klienta, firma inwestycyjna może zamknąć otwarte pozycje (procedura *stop-out*) i rozliczyć transakcje. W praktyce oznacza to, że bez wiedzy i udziału klienta zamknięte mogą zostać wszystkie lub część zawartych transakcji (w zależności od firmy inwestycyjnej, wszystkie lub te generujące największe straty) w celu uniemożliwienia ponoszenia przez klienta dalszych strat.

Klient powinien być zatem świadomy tego, że w konkretnych okolicznościach transakcje jego mogą zostać zakończone (może nastąpić zamknięcie otwartych pozycji) i rozliczone bez jego zgody, o ile sam nie ustawi tzw. mechanizmu *stop loss*, czyli mechanizmu ograniczającego straty, polegającego na automatycznym zamknięciu pozycji w przypadku, gdy cena rynkowa osiągnie poziom określony w zleceniu. Na marginesie warto wskazać, że niektóre firmy inwestycyjne gwarantują skuteczność mechanizmu *stop loss* tylko i wyłącznie w godzinach handlu.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Klient jest świadomy oraz akceptuje prawo przysługujące firmie inwestycyjnej do zamknięcia pozycji w przypadkach określonych w regulaminie. Klient jest świadomy, że zamknięcie pozycji może wiązać się z koniecznością pokrycia przez niego powstałej straty, która może przewyższać wartość środków pieniężnych na rachunku pieniężnym klienta".***

Zastosowanie mechanizmu *stop-out* powinno się jednak odbywać z poszanowaniem dobrych obyczajów, zwłaszcza jeżeli klientem firmy inwestycyjnej jest konsument, oraz z uwzględnieniem jego interesów, a ponadto winno nastąpić niezwłocznie i tylko wówczas, gdy istnieje możliwość wyceny (kwotowania) instrumentów finansowych oraz zaistniały ku temu obiektywne przesłanki – precyzyjnie określone i predefiniowane w umowie lub regulaminie. Również Komisja Nadzoru Finansowego w wytycznych z 2016 r. wskazała, że przymusowe zamknięcie pozycji (mechanizm *stop-out*) pociąga za sobą ryzyko kwalifikacji postępowania firmy inwestycyjnej jako pozostającego w sprzeczności z najlepiej pojętym interesem klienta w sporach o charakterze cywilnoprawnym. Tę negatywną ocenę może dodatkowo potęgować okoliczność, w której firma inwestycyjna wykonuje zlecenie klienta w taki sposób, że strata klienta w wyniku inwestycji koreluje z jej własnym zyskiem[65].

[65] Wytyczna nr 7, KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 27.

PRZYKŁAD DZIAŁANIA DŹWIGNI FINANSOWEJ:

- Klient dysponuje kapitałem własnym na poziomie 10 000 PLN i chce ten kapitał przeznaczyć na transakcje na „rynku forex".
- *Firma inwestycyjna oferuje możliwość zawierania transakcji z dźwignią finansową 1:100.*

Klient może zatem zawrzeć transakcje o wartości 1 000 000 PLN (wymagany depozyt zabezpieczający w dniu zawierania transakcji wynosiłby 10 000 PLN).

Aktualne notowania kursu EUR w stosunku do PLN kształtują się następująco:

KURS ZAKUPU (ask) = 4,4194 (1 EUR = 4,4194 PLN),

KURS SPRZEDAŻY (bid) = 4,4103.

***Klient oczekuje** umocnienia się EUR w stosunku do PLN i dlatego postanawia otworzyć pozycję długą na parze EUR/PLN po kursie ask 4,4194 o wartości 200 000 EUR. Transakcja ta odzwierciedla więc zakup 200 000 EUR za kwotę 883 880 PLN.*

*Wbrew oczekiwaniom klienta kurs EUR/PLN **spada.** Ponieważ klient uznaje, że kurs będzie dalej spadał (co działa na jego niekorzyść), decyduje się na **zamknięcie pozycji** po kursie bid 4,3618 (1 EUR = 4,3618 PLN).*

SALDO RACHUNKU = 10 000 PLN,

WARTOŚĆ POCZĄTKOWA TRANSAKCJI = 200 000 EUR = 883 880 PLN (= 200 000 * 4,4194),

KWOTA WYMAGANEGO DEPOZYTU ZABEZPIECZAJĄCEGO = 8820,60 PLN (= 1% * 200 000 EUR*4,4103),

STRATA KLIENTA = (4,3618 - 4,4194) * 200 000 EUR = -11 520,00 PLN,

PROCENTOWA STRATA KLIENTA WZGLĘDEM DEPOZYTU ZABEZPIECZAJĄCEGO = 130% (strata 11 520 PLN, depozyt 8820,60 PLN),

PROCENTOWA STRATA INWESTORA WZGLĘDEM POSIADANEGO KAPITAŁU =115% (strata 11 520 PLN, kapitał własny 10 000 PLN),

PROCENTOWA ZMIANA KURSU EUR/PLN = 1,3%

[(4,4194 - 4,3618) / 4,4194] * 100.

Na powyższym przykładzie można zaobserwować, iż przy zmianie kursu o 1,3% (z 4,4149 na 4,3618) klient traci 100% depozytu zabezpieczającego, a także 100% posiadanego kapitału, a dodatkowo jest zobowiązany do zapłaty na rzecz firmy inwestycyjnej kwoty 1520 PLN.

Warto przy tym podkreślić, że powyższy przykład stanowi bardzo duże uproszczenie, ponieważ nie uwzględnia innych kosztów pobieranych przez firmy inwestycyjne w związku z transakcjami na instrumentach finansowych, tj. prowizji, opłat i innych kosztów, jak również nie uwzględnia mechanizmów przyjmowanych przez firmy inwestycyjne, tj. procedur *margin call*, *stop-out* czy *stop loss*, co do zasady umożliwiających zamknięcie pozycji przy określonej cenie instrumentu w sytuacji niekorzystnej dla klienta zmiany cen. Celem powyższego przykładu jest wyłącznie zobrazowanie mechanizmu działania dźwigni finansowej wykorzystywanej m.in. w przypadku transakcji na „rynku forex" oraz jej skutków dla klientów, polegających na tym, że w konkretnych okolicznościach straty klienta mogą przewyższać kwotę środków zdeponowanych na rachunku pieniężnym. Warto więc przed zawarciem umowy z firmą inwestycyjną sprawdzić, czy umowa lub regulaminy przewidują możliwość poniesienia przez klienta strat przewyższających zainwestowany kapitał.

W poniższej ramce opisano przykład działania mechanizmu dźwigni finansowej, uwzględniający procedury *margin call* oraz *stop-out*.

PRZYKŁAD DZIAŁANIA PROCEDUR MARGIN CALL ORAZ STOP- OUT:

Przyjmijmy że:

- procedura margin call zacznie działać, gdy iloraz salda operacyjnego (tj. salda wynikającego z bieżącej wyceny otwartych pozycji oraz innych wierzytelności lub zobowiązań klienta) i depozytu zabezpieczającego zablokowanego na poczet transakcji osiągnie 100%, natomiast procedura stop-out uruchomiona zostanie, jeżeli powyższe osiągnie poziom 50%.

- *klient posiada środki w kwocie 20 000 PLN. Dźwignia finansowa oferowana przez firmę inwestycyjną wynosi 1:100, co oznacza, że klient mógłby zawrzeć transakcję o wartości nominalnej 2 000 000 PLN. Klient postanawia jednak otworzyć długą pozycję na parze walutowej EUR/PLN (innymi słowy zainwestować we wzrost ceny waluty EUR) o wartości nominalnej 300 000 EUR po cenie ask 4,4194. Cena bid wynosiła 4,4105.*

Sytuacja klienta przedstawia się więc następująco:

SALDO RACHUNKU: 20 000 PLN (przyjmujemy, że klienta nie obciążają żadne opłaty na rzecz firmy inwestycyjnej),

WYMAGANY DEPOZYT ZABEZPIECZAJĄCY – 300 000 EUR * 1% = 3000 EUR * 4,4105 = 13 231,5 PLN,

WYCENA POZYCJI = (4,4105 - 4,4194) * 300 000 = -2670 PLN,

WSKAŹNIKWYKORZYSTANIA ŚRODKÓW (WWK) = [20 000 PLN + (-2670 PLN)] / 13 231,5 PLN = 131%.

Przyjmijmy, że cena sprzedaży (bid) obniżyła się do poziomu 4,3972. Wówczas wskaźnik wykorzystania środków będzie się kształtował następująco:

WYCENA POZYCJI = (4,3972 - 4,4194) * 300 000 PLN = -6660 PLN,

WWK = [20 000 PLN + (-6660 PLN)] / 13 231,5 PLN = 100%.

W tej sytuacji klient zostanie poproszony przez firmę inwestycyjną o uzupełnienie depozytu zabezpieczającego. Jeżeli jednak nie zdąży uzupełnić depozytu, a cena pary walutowej w dalszym ciągu będzie spadać i obniży się do poziomu 4,3751 (cena bid), firma inwestycyjna zamknie pozycję otwartą na rachunku klienta.

- *Wycena pozycji = (4,3751 - 4,4194) * 300 000 PLN = -13 290 PLN,*
- *WWK = [20 000 PLN + (-13 290 PLN)] / 13 231,5 PLN = 50%.*

Realna strata klienta na tej transakcji wyniesie 6710 PLN (20 000 PLN - 13 290 PLN).

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Klient oświadcza, że jest w pełni świadomy faktu, iż w związku z wysoką dźwignią finansową dokonywanie transakcji na instrumentach finansowych niesie ze sobą duże ryzyko poniesienia strat finansowych, które mogą przewyższyć kwotę depozytu zabezpieczającego transakcję".***

- ***„Klient oświadcza, że jest świadomy faktu, że w przypadku transakcji zabezpieczonych depozytem kwota zaangażowanego faktycznie kapitału wpłaconego, jako depozyt zabezpieczający transakcje jest stosunkowo niska w odniesieniu do wartości transakcji, co oznacza, że przy zawieraniu tych transakcji występuje efekt dźwigni finansowej zwielokratniającej ryzyko poniesienia straty".***

Ważne

- **Przed zawarciem umowy z firmą inwestycyjną warto się upewnić, czy umowa lub regulaminy przewidują możliwość poniesienia przez klienta strat przewyższających zainwestowany kapitał.**

5.2 Kontrakty na różnice – CFD

Kontrakty na różnice (ang. CFD's – *contracts for difference*) stanowią bez wątpienia najpopularniejszy instrument szeroko rozumianego „rynku forex". Firmy inwestycyjne oferują najczęściej kontrakty na różnice kursów walut, oparte na parach walutowych, ale dostępne są również kontrakty na różnice np. cen akcji, obligacji, surowców czy wartości indeksów.

Kontrakt na różnice jest rodzajem umowy (instrumentem finansowym[66]), w której strony umawiają się na zapłatę kwoty równej iloczynowi dźwigni finansowej (o ile jest stosowana) oraz różnicy pomiędzy ceną (wartością) aktywa bazowego (np. waluty, akcji, indeksu)

[66] Art. 2 ust. 1 pkt 2 lit h ustawy o obrocie.

w momencie zawarcia transakcji a ceną w dniu jej zamknięcia przez jedną ze stron[67]. Dzień zamknięcia może, ale nie musi, być z góry określony.

CFD są zatem pochodnymi instrumentami finansowymi, które umożliwiają klientom wykorzystanie ruchów cen (wartości) instrumentów bazowych bez konieczności ich nabywania. Mówiąc w uproszczeniu, kontrakty na różnice umożliwiają zarabianie na wahaniach cen określonych aktywów. Przykładowo, jeśli klient zawiera CFD, którego instrumentem bazowym są akcje spółki, nie oznacza to, że kiedykolwiek staje się on właścicielem akcji, a w konsekwencji współwłaścicielem spółki. Nie nabywa również żadnych uprawnień związanych z akcjami, np. prawa do dywidendy itd.

Przyjmuje się, że klienci obstawiający wzrost ceny danego aktywa zajmują tzw. długie pozycje, natomiast osoby obstawiające spadek ceny danego aktywa zajmują tzw. krótkie pozycje[68].

PRZYKŁAD DZIAŁANIA KONTRAKTU NA RÓŻNICĘ (CFD):

Klient ocenia, że ceny akcji firmy X wzrosną, i na tej podstawie nabywa 1000 CFD, których aktywem bazowym jest cena akcji firmy X. Cena ask wynosi 400 PLN, zaś cena bid wynosi 399,5 PLN. Dźwignia finansowa oferowana przez firmę inwestycyjną wynosi 1:100. Klient wpłacił na rachunek firmy kwotę 5000 PLN.

- ***SALDO RACHUNKU KLIENTA WYNOSI WIĘC 5000 PLN (PRZY ZAŁOŻENIU, ŻE KLIENT NIE ZOSTAJE OBCIĄŻONY ŻADNYMI OPŁATAMI PRZEZ FIRMĘ INWESTYCYJNĄ),***
- ***WYMAGANY DEPOZYT ZABEZPIECZAJĄCY = 1000 * 399,5 * 1% = 3995 PLN,***
- ***WYCENA POZYCJI = (399,5 - 400) * 1000 PLN = -500 PLN,***
- ***WSKAŹNIK WYKORZYSTANIA ŚRODKÓW (WWK) = [5000 PLN + (-500 PLN)] / 3995 PLN = 112,6%.***

[67] W doktrynie wskazuje się na pogląd, zgodnie z którym: „Pod względem cywilistycznym strony takiego kontraktu zawierają umowę sprzedaży towarów lub papierów wartościowych na oznaczony termin i zastrzegają jednocześnie, że w terminie tym nie wykonają umowy w naturze, lecz zależnie od tego, czy umówiona cena będzie niższa, czy wyższa od ceny rynkowej w dniu wykonania umowy, jedna strona zapłaci drugiej stronie różnicę" (*Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Komentarz*, [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2014, komentarz do art. 2).

[68] Warto dodać, że nabycie czy też zbycie CFD, a także innych instrumentów finansowych (pochodnych), należałoby odróżnić od kupna lub sprzedaży prawa lub roszczenia z tytułu CFD lub innego instrumentu finansowego (pochodnego).

Rozważmy dwa scenariusze: scenariusz I, w którym cena akcji firmy X wzrasta o 10%, oraz scenariusz II, w którym cena akcji firmy X spada o 10%.

SCENARIUSZ I:

- *CENA ASK = 440 PLN, CENA BID = 439,45 PLN,*
- *WYCENA POZYCJI = (439,45 PLN - 400 PLN) * 1000 = 39 450 PLN.*
- *REALIZACJA SCENARIUSZA I PRZYNIESIE KLIENTOWI ZYSK O WARTOŚCI 39 450 PLN.*

SCENARIUSZ II:

- *CENA ASK = 360 PLN, CENA BID = 359,55 PLN,*
- *WYCENA POZYCJI = (359,55 PLN - 400 PLN) * 1000 = -40 450 PLN.*
- *REALIZACJA SCENARIUSZA II PRZYNIESIE INWESTOROWI STRATĘ O WARTOŚCI 40 450 PLN.*

Jeśli przyjąć, że firma inwestycyjna nie stosowałaby żadnych instrumentów zabezpieczających stratę klienta, w scenariuszu II klient straciłby wpłaconą już kwotę depozytu w wysokości 5000 PLN oraz dodatkowo musiałby zapłacić na rzecz firmy inwestycyjnej kwotę 35 450 PLN.

Załóżmy jednak, że firma inwestycyjna stosuje strategię, zgodnie z którą wezwanie klienta do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego następuje, kiedy saldo operacyjne osiągnie poziom 80% wymaganego depozytu, zaś zamknięcie pozycji (stop-out) nastąpi, kiedy saldo to sięgnie 30% wymaganego depozytu.

Wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego nastąpiłoby zatem, gdyby cena sprzedaży akcji X spadła do poziomu 397,7 PLN:

- *WYCENA POZYCJI = (397,7 PLN - 399,5 PLN) * 1000 = -1800 PLN,*
- *WWK = [5000 PLN + (-1800 PLN)] / 3995 PLN = 80%*

Załóżmy, że spadek ceny akcji X był na tyle gwałtowny, że klient nie zdążył uzupełnić depozytu zabezpieczającego. Zamknięcie pozycji nastąpiłoby przy cenie sprzedaży na poziomie 395,7 PLN.

- *WYCENA POZYCJI = (395,7 PLN - 399,5 PLN) * 1000 = -3800,*
- *WWK = [5000 + (-3800)] / 3995 = 30%.*

STRATA KLIENTA WYNIOSŁABY ZATEM FAKTYCZNIE 3800 PLN.

Powyższy przykład pokazuje jedno z podstawowych ryzyk na rynku instrumentów pochodnych – mechanizm dźwigni finansowej powoduje, że strata może wielokrotnie przekraczać kwoty faktycznie wpłacone na rachunek firmy inwestycyjnej. Klient, który realnie wpłacił jedynie kwotę 4000 PLN, a wirtualnie obracał środkami o wartości 400 000 PLN, mógłby ponieść realną stratę o wartości 40 450 PLN! Gdyby cena akcji firmy X uległa obniżeniu np. o 25%, wówczas jego strata byłaby znacznie wyższa i wyniosłaby 99 875 PLN! Pewnym ograniczeniem ponoszonych przez klienta strat są mechanizmy stosowane przez firmy inwestycyjne (wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, *stop-out*, *stop-loss*), jednakże mechanizmy te nie zawsze ochronią klienta przed poniesieniem straty, a jedynie mogą ograniczyć jej rozmiary. Oczywiście, klient mógłby również więcej zyskać w przypadku korzystnej dla niego zmiany cen, tym niemniej – jak wskazują statystyki – w 2016 r. ponad 79% aktywnych klientów korzystających z internetowych platform transakcyjnych „rynku forex" poniosło stratę[69]. Dodatkowo, poniesiona strata nie jest równoznaczna ze wszystkimi kosztami ponoszonymi przez klienta. Koszty te mogą obejmować nie tylko np. prowizje firmy inwestycyjnej, ale także spready, oznaczające różnicę pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży danego instrumentu finansowego, koszty zarządzania rachunkiem klienta i inne koszty stanowiące wynagrodzenie firmy inwestycyjnej[70]. Od dnia 1 października 2016 r. firmy inwestycyjne zarejestrowane w Polsce mają obowiązek ujawniać dane statystyczne dotyczące poniesionych zysków i strat swoich klientów[71].

[69] KNF, *Komunikat w sprawie wyników klientów na rynku forex w latach 2015–2016*, 7 września 2017 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Forex_wyniki_58546.pdf.
[70] Niektóre postanowienia wzorców umów podmiotów zagranicznych przewidywały ukryte koszty, wynikające z tego, iż podmiot jest animatorem rynku. Koszty te w żadnym momencie nie są bezpośrednio widoczne dla klienta ani możliwe do bezpośredniego skwantyfikowania.
[71] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, wytyczna nr 9, s. 31.

WYNIKI KLIENTÓW NA RYNKU FOREX W LATACH 2016-2017

Rok	I półrocze 2016 r.	2016 r. ogółem	I półrocze 2017 r.
Zrealizowany zysk klientów	136 591 387 zł	141 507 703 zł	124 428 917 zł
Liczba aktywnych klientów, którzy zrealizowali zysk	7 560	8 018	7 768
Średni zysk przypadający na klienta	18 068 zł	17 649 zł	16 018 zł
Zrealizowana strata klientów	-335 550 670 zł	-530 727 310 zł	-327 375 673 zł
Liczba aktywnych klientów, którzy ponieśli stratę	22 713	30 673	22 330
Średnia strata przypadająca na klienta	-14 774 zł	-17 303 zł	-14 661 zł
Odsetek klientów, którzy zrealizowali zysk w liczbie aktywnych klientów	25,0%	20,7%	25,8%
Odsetek klientów, którzy ponieśli stratę w liczbie aktywnych klientów	75,0%	79,3%	74,2%
Średni wynik osiągnięty przez klienta*	-6 572 zł	-10 060 zł	-6 742 zł

* Bez uwzględnienia grupy klientów, która nie wykazała ani straty, ani zysku
Opracowanie UKNF na podstawie danych przekazanych przez domy maklerskie/biura maklerskie

Ważne

- **Kontrakty na różnicę są instrumentami o bardzo wysokim ryzyku, wynikającym zarówno z wysokiej dźwigni finansowej, jak też z braku standaryzacji. Warunki obrotu tymi instrumentami mogą się różnić w poszczególnych firmach inwestycyjnych. Transakcje te mogą również podlegać różnym prowizjom, opłatom i innym kosztom.**

5.3 Opcje

Najczęściej oferowanymi przez firmy inwestycyjne kontraktami opcyjnymi są opcje walutowe, w których instrumentem bazowym są kursy wymiany określonych par walut, niemniej jednak obecnie firmy inwestycyjne oferują możliwości zawierania kontraktów opcyjnych, w których instrumentami bazowymi są również akcje, obligacje czy indeksy.

Opcja jest instrumentem finansowym[72] (instrumentem pochodnym), który daje jego nabywcy prawo (nie obowiązek) zakupu lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego po określonej cenie wykonania, w ustalonym terminie zapadalności – jest to tzw. opcja europejska. Prawo zakupu lub sprzedaży nabywcy opcji jest jednocześnie obowiązkiem sprzedaży lub zakupu po stronie wystawcy opcji. Z tego względu opcję określa się jako instrument asymetryczny, co oznacza, że ryzyko transakcji obciąża wystawcę. Opcje dzieli się generalnie na dwa rodzaje: opcje *call* (opcje kupna), dające nabywcy prawo kupna instrumentu bazowego, oraz opcje *put* (opcje sprzedaży), dające nabywcy prawo sprzedaży instrumentu bazowego. Ceną nabycia prawa wykonania opcji, a jednocześnie ceną ryzyka, które przyjmuje na siebie wystawca, jest premia, którą nabywca opcji płaci jej wystawcy.

W przypadku gdy kupno lub sprzedaż instrumentu bazowego możliwe jest przez określony czas przed terminem wygaśnięcia wskazanym w opcji, mamy do czynienia z opcją amerykańską. Opcją europejską nazywana jest opcja, która może być wykonana tylko w jednym ściśle określonym terminie wygaśnięcia. W przypadku opcji bermudzkiej prawo do jej realizacji istnieje w ściśle określonych okresach (lecz nie przez cały okres życia opcji)[73].

Realizacja opcji może się odbywać poprzez fizyczną dostawę, tj. dokonanie faktycznego kupna/sprzedaży instrumentu bazowego, jednak transakcje zawierane z firmami inwestycyjnymi w większości polegają, o czym była już mowa, na dokonaniu jedynie rozliczeń pieniężnych, bez fizycznej dostawy instrumentu bazowego.

Podobnie jak w przypadku kontraktów na różnice obrót na opcjach za pośrednictwem firm inwestycyjnych zazwyczaj odbywa się przy zastosowaniu mechanizmu dźwigni finansowej. Klient zobowiązany jest utrzymywać określony poziom depozytu zabezpieczającego, odpowiadający oferowanej przez firmę inwestycyjną dźwigni finansowej.

[72] Art. 2 ust. 1 pkt 2 lit c–f ustawy o obrocie.
[73] W praktyce wyróżnia się również jeszcze inne rodzaje opcji, np. opcję azjatycką, w przypadku której wypłata świadczenia zależy od średniej wartości instrumentu bazowego w okresie życia opcji, oraz opcje barierowe, w przypadku których musi nastąpić wzrost lub spadek ceny do określonej bariery, aby opcja mogła być wykonana.

PRZYKŁAD DZIAŁANIA TRANSAKCJI Z WYKORZYSTANIEM OPCJI:

Klient oczekuje umocnienia waluty EUR wobec CHF. Dnia 28 grudnia zdecydował się na wystawienie opcji put na parę walutową EUR/CHF, o wartości 1 000 000 jednostek, z datą zapadalności dnia 28 stycznia następnego roku, z kursem wykonania (kurs wymiany pary walutowej) 1,201 (1 EUR = 1,201 CHF). W dniu wystawienia opcji kurs wynosi 1,20 (1 EUR = 1,20 CHF). Strony umówiły się na wykonanie opcji bez fizycznej dostawy waluty.

Poprzez wystawienie opcji klient zobowiązał się do sprzedaży 1 000 000 EUR za CHF po cenie wykonania 1,201. Umówiona premia, którą otrzyma klient za wystawienie opcji, wynosi 25 000 CHF.

Warunkiem zawarcia transakcji jest wniesienie przez klienta depozytu zabezpieczającego w kwocie równej 5% wartości transakcji, a zatem w kwocie 50 000 EUR lub jej równowartości w innej walucie.

Nabywca opcji, czyli firma inwestycyjna, zdecyduje się na jej wykonanie, jeżeli kurs EUR/CHF w dniu wykonania znajdzie się poniżej ceny wykonania opcji, tj. EUR osłabi się w stosunku do CHF. Jeżeli w dniu wykonania opcji kurs EUR/CHF będzie wyższy niż kurs wykonania, nabywca opcji (firma inwestycyjna) nie zdecyduje się na jej wykonanie, ponieważ poniósłby stratę na transakcji. W takim przypadku zyskiem klienta będzie uzyskana przez niego premia za wystawienie opcji.

Przypuśćmy, że dnia 28 stycznia kurs EUR/CHF kształtuje się na poziomie 0,9625. Oznacza to osłabienie się EUR w stosunku do CHF. Nabywca opcji (firma inwestycyjna) decyduje się zatem na jej wykonanie. Ponieważ strony umówiły się na wykonanie opcji bez fizycznej dostawy instrumentu bazowego, rozliczeniu podlega różnica pomiędzy kursem wykonania opcji a kursem rynkowym w dniu wykonania. Klient będzie zatem musiał zapłacić nabywcy opcji kwotę:

- *(1,201 - 0,9625) * 1 000 000 = 238 500 CHF.*

STRATA KLIENTA NA TEJ TRANSAKCJI WYNIESIE 213 500 CHF (PO ODJĘCIU PREMII, KTÓRA ZOSTAŁA MU WYPŁACONA PRZEZ WYSTAWCĘ OPCJI).

Powyższy przykład pokazuje, że zysk wystawcy opcji limitowany jest wysokością premii opcyjnej, natomiast strata jest potencjalnie nieograniczona, a dodatkowo może być ona potęgowana poprzez mechanizm dźwigni finansowej.

Poniesiona strata nie jest równoznaczna ze wszystkimi kosztami ponoszonymi przez klienta. Koszty te mogą obejmować również prowizje firmy inwestycyjnej, koszty zarządzania rachunkiem czy też stosowany powszechnie na rynku spread, oznaczający różnicę pomiędzy ceną, po której firma inwestycyjna sprzedaje dany instrument, a ceną, za którą ten instrument kupuje.

Aby łatwiej zrozumieć istotę opcji, na zasadzie ostrożnej analogii można ją porównać do umowy ubezpieczenia – przy czym należy podkreślić, że w sensie prawnym są to zupełnie odrębne konstrukcje, podlegające odrębnym regulacjom. Ubezpieczyciel zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, spełnić określone świadczenie w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, a ubezpieczający zobowiązuje się zapłacić składkę. Podobnie wystawca opcji zobowiązuje się do kupna albo sprzedaży określonego aktywa bazowego (w ten sposób przyjmując na siebie ryzyko zmiany ceny tego aktywa), zaś nabywca opcji zobowiązuje się do zapłaty premii opcyjnej. Ryzyko nabywcy jest ograniczone, gdyż ma on prawo, a nie obowiązek wykonania opcji, zatem w najgorszym wypadku poniesie koszt premii. Ryzyko wystawcy opcji, jeżeli strony nie przewidziały ograniczeń lub wyłączników, jest natomiast nieograniczone.

Ważne

- **Opcja jest dla jej nabywcy instrumentem o ograniczonym ryzyku – maksymalną stratę stanowi kwota zapłaconej wystawcy premii. Nabywca ma prawo, lecz nie ma obowiązku wykonania prawa wynikającego z opcji. Zupełnie inaczej kształtuje się ryzyko wystawcy opcji, które – w przypadku braku wyłączników lub ograniczeń – właściwie jest nieograniczone, a dodatkowo może być potęgowane poprzez mechanizm dźwigni finansowej.**

5.4 Opcje binarne

Opcje binarne są instrumentem, który w ostatnim czasie zyskuje dużą popularność. Prawidłowa klasyfikacja tych instrumentów jest trudna, gdyż z jednej strony mogą być poczytywane jako instrumenty pochodne[74], z drugiej zaś nie sposób nie dostrzec w istocie ich losowego charakteru[75]. W praktyce bywają one również oferowane przez podmioty niebędące firmami inwestycyjnymi. Mechanizm działania opcji binarnych polega bowiem na przewidywaniu spadku lub wzrostu cen aktywów bazowych, np. cen waluty (par walutowych), cen surowców czy wartości indeksów, przy czym odmiennie od kontraktów na różnice, nie dokonuje się rozliczenia różnicy w cenie instrumentu, a potencjalny zysk lub strata mają charakter stały (z góry ustalony) i zależą tylko i wyłącznie od tego, czy cena aktywa bazowego wzrośnie lub spadnie, ewentualnie od tego, czy przekroczy określony poziom. Opcje binarne tym różnią się od klasycznych opcji, że zawsze podlegają wykonaniu (w tym sensie posługiwanie się terminem „opcja" w odniesieniu do tych instrumentów może być mylące lub wprowadzające w błąd). Nie jest również jednoznaczne, jak w sensie prawnym kwalifikować pojedyncze transakcje. Jak się wydaje, można przyjąć, iż mamy do czynienia z umowami. W takim ujęciu żadna ze stron umowy opcji (transakcji) nie nabywa prawa do jej wykonania, lecz na każdej ze stron ciąży potencjalny obowiązek jej wykonania, przy czym zarówno potencjalny zysk, jak i potencjalna strata są z góry ustalone. Korzystny ruch cen dla jednej ze stron jest równocześnie niekorzystny dla drugiej. To oznacza, że strata klienta jest zyskiem przedsiębiorcy.

Na przykład w przypadku pomyślnego dla klienta ruchu cen uzyskuje on zysk w wysokości odpowiadającej 60–85% wartości opcji (w zależności od strategii cenowej danego przedsiębiorcy). Natomiast w przypadku niekorzystnego dla niego ruchu cen traci on całą uiszczoną w związku z daną transakcją kwotę.

Jeżeli platforma transakcyjna przewiduje dodatkowo mechanizm lewarowania transakcji (nie wszystkie platformy dokonujące transakcji opcjami binarnymi umożliwiają korzystanie z dźwigni finansowej), potencjalny zysk lub strata zostaną zwielokrotnione przez wartość dźwigni. Opcje binarne są w związku z powyższym zwane opcjami *all-or-nothing* (wszystko albo nic), gdyż wynik takiej transakcji co do zasady ma charakter zero-jedynkowy.

---

[74] Przykładowo Cypryjska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd w swoim oświadczeniu z dnia 4 maja 2012 r. oświadczyła, że uwzględnia opcje binarne na liście instrumentów finansowych, http://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=45fcde10-1c07-4acc-87d5-a4a6050ea69b.

[75] Przykładowo art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych (Dz. U. z 2009 r., Nr 201, poz. 1540 z późn. zm.) w definicji gry losowej wskazuje, że są to gry o wygrane pieniężne lub rzeczowe, których wynik w szczególności zależy od przypadku.

Platformy transakcyjne umożliwiają obrót związany z opcjami binarnymi na bardzo niskie wolumeny, w związku z czym są one dostępne dla klientów dysponujących niewielkimi środkami. Niektórzy przedsiębiorcy oferują możliwość dokonywania transakcji już po wpłaceniu depozytu zabezpieczającego o wartości 10 USD. Opcje binarne oferują również bardzo krótkie okresy wykonania (np. 60 sekund), co umożliwia szybki obrót środkami, choć dostępne są opcje binarne na wyższe kwoty i dłuższe okresy wykonania. Zasadniczo wyróżnia się cztery główne rodzaje opcji binarnych, choć w praktyce na rynku może funkcjonować ich znacznie więcej:

- opcje *up* / *down* – polegają na prognozowaniu wzrostu lub spadku ceny aktywa bazowego;
- opcje *one touch* / *no touch* – polegają na założeniu, że cena instrumentu bazowego w określonym czasie wzrośnie lub spadnie i w dowolnym momencie osiągnie (przekroczy) z góry określony poziom (*one touch*) lub tego poziomu nie osiągnie (*no touch*);
- opcje *60 seconds* – przewidują zmianę ceny instrumentu bazowego w ciągu 60 sekund od momentu zawarcia transakcji;
- opcje graniczne – polegają na prognozowaniu, czy cena aktywa bazowego utrzyma się w danym przedziale (opcje graniczne w zakresie), czy też wykroczy poza przedział (opcje graniczne poza zakresem).

PRZYKŁAD:

- ***Klient, zachęcony reklamą w internecie, postanawia „inwestować" w opcje binarne. Zakłada rachunek na jednej z platform transakcyjnych i wpłaca depozyt w kwocie 500 USD. Całą wpłaconą kwotę przeznacza na transakcję, obstawiając, że w ciągu najbliższej godziny kurs EUR/CHF wzrośnie. W przypadku powodzenia prognozy klient otrzyma zysk o wartości 80% przeznaczonej kwoty (400 USD). Jeżeli przewidywania klienta nie sprawdzą się i kurs EUR/CHF spadnie lub nie zmieni się, klient straci całą wpłaconą kwotę (500 USD).***

PRZYKŁADOWA OFERTA/REKLAMA DOTYCZĄCA OPCJI BINARNYCH:

- ***Instrumenty binarne pozwalają na przeprowadzanie transakcji na rynkach finansowych z ograniczonym ryzykiem".***

- ***„Wystarczy, że określisz, czy uważasz, że dane zdarzenie wystąpi w trakcie lub na końcu wprowadzonego okresu wygaśnięcia. Są tylko dwa możliwe rozwiązania: tak lub nie. Wybierz »kup«, jeżeli uważasz, że zdarzenie wystąpi, lub »sprzedaj« jeżeli myślisz, że zdarzenie nie wystąpi. Pamiętaj, że inwestując, możesz stracić cały kapitał".***

Warto również dodać, że w przestrzeni publicznej niekiedy mowa o brokerach opcji binarnych, a także o inwestowaniu w opcje binarne. Taką terminologię należy ocenić jako upraszczającą, gdyż umowę opcji binarnej co do zasady zawiera się bezpośrednio z przedsiębiorcą oferującym ten produkt. Nie będzie to więc broker rozumiany jako pośrednik, lecz przedsiębiorca w istocie działający jako *market maker*. W przypadku opcji binarnej klient nie nabywa również żadnego aktywa bazowego.

6 Ryzyka, na które powinien zwracać uwagę klient

6.1 Uwagi wstępne

Niniejszy rozdział ma na celu przybliżenie czytelnikom i potencjalnym klientom firm inwestycyjnych poszczególnych ryzyk, jakie wiążą się lub mogą się wiązać z zawieranymi umowami i transakcjami na „rynku forex".

6.2 Źródło kwotowań

Model *market maker* zakłada, że firma inwestycyjna kwotuje instrumenty finansowe (*de facto* wskazuje lub ustala aktualną cenę walut, akcji, obligacji itp.), korzystając z zewnętrznych źródeł. Jednakże treść wzorców umów w przeanalizowanych przez Rzecznika Finansowego sprawach pokazuje, że źródła te w praktyce nie zawsze mogły być znane klientom. Może to wynikać m.in. z ogólnego i nieprecyzyjnego sformułowania niektórych wzorów umów w tym zakresie.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Ceny w systemie transakcyjnym pochodzą od partnerów zagranicznych i bazują na kwotowaniach uzyskiwanych na bieżąco od wiodących instytucji finansowych (banków) lub od brokerów operujących na stosownym rynku".***
- ***„Firma inwestycyjna kwotuje w systemie transakcyjnym ceny instrumentów finansowych na podstawie kwotowań rynkowych uzyskiwanych z wiarygodnych źródeł informacji. Ustala się, że punktem odniesienia do uznania kwotowania cen za rynkowe będą kwotowania podawane, przez co najmniej jeden uznany za wiarygodny podmiot rynkowy lub podmiot prowadzący stosowny rynek regulowany".***

Przeanalizowane zapisy wzorców umów sugerują również, że w niektórych wypadkach ceny w systemie transakcyjnym mogą być inne niż te otrzymywane od źródeł zewnętrznych, co w praktyce – w szczególności w przypadku sporów – może budzić wątpliwości co do możliwości weryfikacji przez klienta prawidłowości kwotowań[76]. Kwestia ta zależy

[76] Wątpliwości budzi również, na jakich zasadach, w jakim zakresie i w jakim celu następuje modyfikacja kwotowań.

od modelu działania przyjętego przez firmę inwestycyjną. W pierwszym wypadku firma inwestycyjna nie ingeruje w kwotowania otrzymywane od zewnętrznych źródeł. W drugim natomiast firma inwestycyjna może ustalać kwotowania, jedynie bazując na kwotowaniach otrzymywanych z zewnętrznych źródeł – ważne jednak, aby mechanizm ten był precyzyjny i transparentny.

Tymczasem kwestia cen i kwotowań ma kluczowe znaczenie dla wyceny i rozliczenia transakcji zawieranych między klientami a firmą inwestycyjną[77]. Jednocześnie sytuacja klientów firm inwestycyjnych powinna ulec polepszeniu w związku z wytycznymi Komisji Nadzoru Finansowego[78] – oczywiście pod warunkiem ich realizacji przez firmy inwestycyjne. Komisja wskazała, że firma inwestycyjna powinna m.in.:

- „wskazać w regulaminie świadczenia usług maklerskich rodzajowe źródła kwotowań instrumentów finansowych (np. instytucje finansowe, agencje informacyjne), które są przedmiotem zleceń nabycia lub zbycia klientów;
- podać w sposób publiczny [...] nazwy konkretnych instytucji, które są dostawcami kwotowań instrumentów finansowych będących przedmiotem zleceń nabycia lub zbycia klientów;
- wskazać w regulaminie świadczenia usług maklerskich rodzajowe źródła kwotowań instrumentów finansowych (np. instytucje finansowe, agencje informacyjne), które są uznawane przez firmę inwestycyjną za cenę referencyjną dla kwotowania instrumentów finansowych przez firmę inwestycyjną przy wykonywaniu zleceń klientów, w tym w szczególności w przypadku skargi klienta, dotyczącej kwotowania

[77] Przykładowo warto wskazać, że w przypadku umowy sprzedaży, zgodnie z art. 536 § 1 k.c., cenę można ustalić poprzez wskazanie podstaw jej ustalenia. Na tle tego przepisu w doktrynie podkreśla się, że: „W praktyce określenie ceny przez wskazanie podstaw do jej ustalenia może nastąpić przez odwołanie się np. do takich klauzul jak »po kursie dnia«, »według ceny giełdowej z dnia X«, »za tę samą cenę co ostatnio«, »według cennika«. Określenie ceny może zostać także powierzone osobie trzeciej występującej w charakterze rzeczoznawcy. Nie wydaje się natomiast dopuszczalne pozostawienie kwestii ustalenia ceny swobodnemu uznaniu wyłącznie jednej ze stron umowy sprzedaży. Takie rozwiązanie należy uznać za sprzeczne z zasadami współżycia społecznego, a tym samym powodujące nieważność całej umowy sprzedaży. Możliwość jednostronnego określenia ceny przez którąkolwiek ze stron powoduje bowiem powstanie nadmiernego stanu niepewności u drugiej strony takiej umowy (W.J. Katner, w: *System PrHandl*, t. 5, 2001, s. 663). Tym samym za konieczne należy uznać wspólne określenie przez strony umowy poziomu ceny lub przynajmniej oparcie zasad jej ustalenia na przesłankach zobiektywizowanych i niezależnych *de facto* od wpływu którejkolwiek ze stron (J. Jezioro, w: Gniewek, Machnikowski, *Komentarz*, 2016, art. 536, Nb 3–4). Podstawy ustalenia ceny muszą być stabilne i konkretne oraz jednoznacznie określone. Dane niezbędne do jej ustalenia powinny być uprzednio uzgodnione przez strony (wyr. SN z 25.6.2010 r., I CSK 505/09, Legalis)" (K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2017, komentarz do art. 536 k.c.).
[78] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*

kontraktu na różnicę lub innego instrumentu pochodnego rynku OTC, będącego przedmiotem transakcji zawartych przez klienta firmy inwestycyjnej,

- podać w sposób publiczny [...] nazwy konkretnych instytucji, będących dostawcami kwotowań instrumentów finansowych, które są uznawane przez firmę inwestycyjną za cenę referencyjną dla kwotowań instrumentów finansowych przedstawionego przez firmę przy wykonywaniu zleceń klientów;
- uwzględnić w regulaminie świadczenia usług maklerskich efektywne prawo klienta do żądania informacji o kwotowaniu podmiotu, które w momencie wykonania zlecenia było podstawą dla kwotowania firmy inwestycyjnej. Istotne jest, żeby klient uzyskał informację dotyczącą konkretnej instytucji stanowiącej źródło danych"[79].

Jednocześnie należy pamiętać o dwóch kwestiach. Po pierwsze, wytyczne KNF[80] nie stanowią przepisów powszechnie obowiązującego prawa. W praktyce mają one jedynie charakter miękkiego prawa, które jakkolwiek nie pozostaje bez znaczenia dla interpretacji przepisów powszechnie obowiązującego prawa, nie nadaje jednak klientom firm inwestycyjnych bezpośrednio żadnych uprawnień. Po drugie, w założeniu wytyczne skierowane są do wszystkich podmiotów świadczących usługi w Polsce, jednakże kwestia ich stosowania przez podmioty zagraniczne w praktyce może się okazać problematyczna.

6.3 Zmiana (korekta) ceny transakcji

Inna problematyka zaobserwowana przez Rzecznika Finansowego, będąca przedmiotem sporu między klientami a firmami inwestycyjnymi, związana jest z dokonywaniem przez firmy inwestycyjne – w określonych okolicznościach – zmian cen transakcji. Co do zasady klienci dokonują zamknięcia pozycji (rozliczenia transakcji) w sytuacji, w której aktualne kwotowanie (cena) instrumentów finansowych umożliwi im zrealizowanie zysku na zawartej transakcji. Korekta ceny polega zaś w uproszczeniu na poinformowaniu klienta przez firmę inwestycyjną, iż ze względu na określone sytuacje (które najczęściej określane są jako sytuacje wyjątkowe lub nadzwyczajne) następuje zmiana ceny, po jakiej zamknięta została pozycja. Innymi słowy, z uwagi na wystąpienie pewnych okoliczności, mimo iż transakcja została już przez strony rozliczona po określonej cenie i w określony sposób, firmie inwestycyjnej przysługuje prawo

[79] Wytyczna nr 12 oraz towarzyszące jej wyjaśnienia (KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*, s. 34).
[80] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*

do jednostronnej i władczej zmiany tej ceny oraz ponownego rozliczenia transakcji lub prawo do odstąpienia od takiej transakcji[81].

Choć w konkretnych okolicznościach dokonywanie przez firmy inwestycyjne następczych zmian cen i ponownego rozliczenia transakcji może być prawnie dopuszczalne, jeżeli zmiany te wynikają z udokumentowanych i udowodnionych błędów, nieprawidłowości lub określonych we wzorcach nadzwyczajnych okoliczności, uprawnienia firm inwestycyjnych w tym zakresie nie powinny być kształtowane sposób mogący naruszać równowagę kontraktową stron. Ponadto za uzasadniony należy uznać postulat, aby również klientowi przysługiwało prawo do wiążącego żądania zmiany ceny transakcji, jeżeli cena wskazana przez firmę inwestycyjną była błędna (nierynkowa).

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Klient wyraża zgodę na:***
  - *odstąpienie przez firmę inwestycyjną od zawartej transakcji, oraz*
  - *zmianę przez firmę inwestycyjną ceny transakcyjnej (ceny instrumentu finansowego) po której została zawarta transakcja*

- w przypadkach określonych w regulaminie danej usługi.

- *Zgodę klienta, uważa się za powtórzoną z chwilą złożenia przez klienta każdego zlecenia kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych.*
- *W niektórych okolicznościach kwotowania podane w systemie transakcyjnym mogą zawierać błędy w związku z ograniczeniem bądź utratą płynności na stosownym rynku, wystąpieniem nadzwyczajnych wahań kursów, wystąpieniem innych okoliczności definiowanych jako Nadzwyczajna Zmiana Stosunków lub wystąpieniem technicznych błędów w zakresie transmisji danych uzyskiwanych od partnerów zagranicznych*
- *Na podstawie przesłanek, które firma inwestycyjna według własnego wyboru uzna za ważne i wiarygodne, firma inwestycyjna może określić wyjątkowe zdarzenia na rynku (»Nadzwyczajna Zmiana Stosunków«) m.in. w przypadku gdy wystąpią nadzwyczajne wahania kursów, ograniczenie bądź utrata płynności".*

[81] Zmiana kwotowania w danym okresie teoretycznie może również prowadzić do tego, że nastąpi przymusowe zamkniecie transakcji (z mocą wsteczną) przy zastosowaniu mechanizmu *stop-out* po cenach wynikających z dokonanej korekty.

Z analiz wniosków kierowanych do Rzecznika Finansowego wynika, że sporne między stronami może być w szczególności to, czy dokonanie następczej korekty ceny (kwotowań) dopuszczalne jest w przypadku nadzwyczajnych wahań kursów (lub innych wskaźników ekonomicznych).

Po pierwsze, jeżeli nawet wahanie jest wynikiem pewnych nadzwyczajnych okoliczności rynkowych (zdarzeń ekonomicznych), to wątpliwości może budzić dopuszczalność automatycznego dokonywania następczych zmian cen zawartych transakcji tylko na tej podstawie.

Po drugie, zgodnie z wyżej wskazanym przykładowym postanowieniem w przypadku nadzwyczajnych wahań kursów to firma inwestycyjna na podstawie przesłanek, które według własnego wyboru uzna za ważne i wiarygodne, może dane zdarzenie na rynku uznać za wyjątkowe („Nadzwyczajna Zmiana Stosunków"), co z kolei uprawnia ją do odstąpienia od zawartej transakcji lub zmiany ceny transakcyjnej.

Takie ukształtowanie stosunku prawnego w zasadzie uniemożliwia klientowi jakąkolwiek obronę przed zmianą ceny przez firmę inwestycyjną, gdyż o tym, czy zaistniały przesłanki uzasadniające korektę ceny, decyduje jednostronnie i według własnego uznania sama firma inwestycyjna. Dlatego też tego rodzaju postanowienia umowne powinny być kształtowane w sposób zapewniający równowagę obu stron kontraktu, a w przypadku umów zawieranych z konsumentami dodatkowo powinny być zgodne z dobrymi obyczajami i nie naruszać interesów konsumentów.

Warto dodać, że liczne spory na omawianym tle związane były z wydarzeniami z dnia 15 stycznia 2015 r. Tego dnia Szwajcarski Bank Narodowy (SBN) wydał bowiem decyzję o zaprzestaniu utrzymywania minimalnego kursu wymiany EUR do CHF na poziomie 1,20 (tj. kursu wymiany, w którym za 1 EUR można było otrzymać 1,20 CHF). W praktyce skutkowało to gwałtownym umocnieniem CHF w stosunku do EUR i innych walut. Jednocześnie z uwagi na to, że początkowej fazie tych wydarzeń towarzyszyła duża niepewność, w istocie mogła istnieć również trudność z ustalaniem rynkowej wartości kursów walutowych, a tym samym z wyceną i rozliczeniem transakcji (przy czym odrębną problematykę stanowi pytanie, co należy rozumieć przez kursy rynkowe – ceny ofert transakcji czy też ceny transakcji rzeczywiście zawartych). Mogły więc wystąpić ograniczenia płynności i w konsekwencji występować również ponadprzeciętne wahania kursów. W efekcie zdarzało się, iż wobec niektórych klientów zastosowano mechanizm *stop-out,* bądź też następczo zmieniano cenę, po której rozliczono wcześniej zamkniętą transakcję.

Wątpliwości w tych sprawach budziło jednak kilka kwestii. Po pierwsze, prawo do takich działań wynikało z umów lub regulaminów, jednak zawarte w nich podstawy (przesłanki) często miały bardzo ogólny charakter, przez co pozostawiały firmom inwestycyjnym dużą dowolność i luz decyzyjny w zakresie podejmowanych działań. Postanowienia te mogły być więc rozpatrywane jako rażąco naruszające równowagę kontraktową stron. Klienci w praktyce nie mieli możliwości weryfikacji słuszności działań korekcyjnych w sytuacji wystąpienia błędów ani symetrycznego prawa do odstąpienia od transakcji (lub skorygowania jej ceny). Nie mieli też wpływu na działania podejmowane przez firmę inwestycyjną. Jako niekorzystne z punktu widzenia klientów należy też uznać prawo firmy inwestycyjnej do wyboru, czy zechce zamknąć transakcje, czy też odstąpić od nich, a także prawo do wyboru, które z transakcji zamknąć, a od których odstąpić. Firma inwestycyjna, podejmując działania w tym zakresie, powinna brać pod uwagę najlepiej pojęty interes klienta. Po drugie, wątpliwość budziła zasadność wyceny i zamykania otwartych pozycji klienta w sytuacji, w której brak było możliwości ustalenia rynkowej wartości kursów. Po trzecie wreszcie, ryzykiem wystąpienia nadzwyczajnych okoliczności (czy mają one charakter ekonomiczny, czy też inny) nie powinni być obciążani tylko i wyłącznie klienci.

W tym kontekście warto raz jeszcze przytoczyć wytyczne Komisji Nadzoru Finansowego[82], która wskazuje, że firma inwestycyjna powinna m.in.: „nie stosować postanowień, które w efekcie wprowadzają uznaniowość firmy inwestycyjnej w zakresie warunków zawartych transakcji[83]. [...] W tym celu firma inwestycyjna powinna w szczególności:

- zdefiniować błędne kwotowanie cen instrumentów pochodnych, z zastrzeżeniem, że uznanie kwotowania za błędne może nastąpić tylko w wyniku obiektywnych zdarzeń i nie podlega swobodnemu uznaniu przez firmę inwestycyjną […];
- zdefiniować warunki wycofania (anulowania) przez firmę inwestycyjną albo klienta ważnie i skutecznie zawartej transakcji, z uwzględnieniem zasady symetrii jej stron, w tym określić termin i okoliczności, w których strona umowy, a zatem zarówno firma inwestycyjna, jak i klient, mogą skorzystać z prawa odstąpienia od zawartej umowy, czyli anulowania transakcji oraz poinformować klienta o ryzyku, iż w niektórych zdefiniowanych przypadkach w efekcie wycofania (anulowania) wcześniej zamknięta pozycja klienta może zostać przywrócona, co wiąże się dla klienta z ryzykiem

[82] KNF, *Wytyczne...*, *op. cit.*
[83] KNF wskazuje dodatkowo, że: „Uznaniowość może bowiem przyczynić się do naruszenia zasad prawa cywilnego, które regulują zawarcie umowy sprzedaży pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem, jaką jest realizacja transakcji nabycia lub zbycia instrumentu pochodnego rynku OTC w wyniku wykonania zlecenia klienta”.

dalszego utrzymywania pozycji i ryzykiem większych strat lub uruchomienia na jego rachunku mechanizmu „stop out" […][84],

- zdefiniować warunki skorygowania przez firmę inwestycyjną ważnie zawartej transakcji, z uwzględnieniem konieczności uprzedniego poinformowania klienta i uzyskania jego zgody w określonym terminie w celu przestrzegania zasad prawa cywilnego, z zastrzeżeniem, że klient będzie wiedział przy udzielaniu zgody, do jakich warunków korygowania transakcji ona się odnosi. Niedopuszczalna jest praktyka, w której firma inwestycyjna zawiera w regulaminie świadczenia usług maklerskich postanowienie, w myśl którego klient wyraża generalną zgodę na korygowanie transakcji przez firmę inwestycyjną, zaś złożenie każdego zlecenia jest potwierdzeniem tej zgody"[85].

6.4 Inne ryzyka

Klienci firm inwestycyjnych zawierający transakcje (zlecenia kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych) powinni mieć również świadomość występowania szeregu innych ryzyk. Dlatego przed zawarciem umowy warto się zapoznać z jej treścią, a także z treścią regulaminów, ogólnych warunków umowy lub innych dokumentów z nią związanych. W szczególności należy również przeanalizować charakterystyki transakcji (instrumentów finansowych) lub opisy ryzyka, jeżeli takie dokumenty udostępniane są przez firmy inwestycyjne.

Wśród najważniejszych ryzyk w pierwszej kolejności warto wymienić ryzyko rynkowe (nazywane również ryzykiem inwestycyjnym), które w uproszczeniu polega na niepewności odnośnie do ostatecznego wyniku transakcji. W ramach ryzyka rynkowego można również umieścić ryzyko walutowe, a więc niepewność co do zmian kursów walut, które będą miały bezpośredni wpływ na wartość transakcji (instrumentów finansowych), których instrumentem bazowym jest waluta, ale które mogą również pośrednio wpływać na wartość wszystkich innych transakcji (instrumentów finansowych). Wskazać należy również na ryzyko indeksowe i ryzyko stóp procentowych, które w uproszczeniu można określić jako niepewność

[84] KNF wskazuje dodatkowo, że: „W regulaminie świadczenia usług maklerskich firma inwestycyjna powinna również zaznaczyć, że prawo odstąpienia od umowy nie wyklucza odpowiedzialności kontraktowej firmy inwestycyjnej wobec klienta".
[85] vide: wytyczna 12 i towarzyszące jej wyjaśnienia (str. 37)

co do zmian tychże wskaźników, które przecież – w zależności od rodzaju zawartej transakcji – będą mogły mieć wpływ na ostateczny wynik transakcji.

Warto dodać, że firmy inwestycyjne wskazują również na ryzyko wynikające z nadzwyczajnych okoliczności, których nie sposób wcześniej przewidzieć (siła wyższa), ryzyko operacyjne (np. awaria systemów / platform transakcyjnych), ryzyko inflacji (zmiana siły nabywczej waluty lub innego instrumentu bazowego), ryzyko kursu translacyjnego (związane z wahaniami kursu waluty rachunku rozliczeniowego), ryzyko podatkowe (koszty wynikające z danin publicznych, w tym podatków), ryzyko (koszty) spreadów[86] i koszty punktów swapowych[87]. Firmy inwestycyjne zarabiają bowiem również na różnicy między ceną kupna a ceną sprzedaży danego instrumentu.

Należy także pamiętać o wcześniej omówionych ryzykach, tj. wynikającym z mechanizmu dźwigni finansowej, konieczności uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, braku płynności itp.

Z punktu widzenia klienta jako ryzyko należałoby również zakwalifikować liczne postanowienia umowne wykluczające lub ograniczające odpowiedzialność firmy inwestycyjnej wobec klienta. Jednocześnie należy podkreślić, że w ocenie Rzecznika Finansowego samo poinformowanie klientów o różnych kategoriach ryzyk i o fakcie ograniczenia lub wyłączenia odpowiedzialności firmy inwestycyjnej w przypadku ich ziszczenia nie powinno w sposób automatyczny wykluczać ewentualnej odpowiedzialności (kontraktowej) firmy inwestycyjnej.

Klient powinien również pamiętać, że środki wpłacone na jego rachunek pieniężny tytułem depozytu zabezpieczającego w praktyce wpłacane są na prowadzony przez bank rachunek firmy inwestycyjnej. Oznacza to, że wpłata nie następuje na prywatny rachunek płatniczy, którego posiadaczem jest klient, lecz na rachunek, którego posiadaczem jest firma inwestycyjna. Podobnie wypłata środków na rzecz klienta następuje w postaci przelewu z rachunku firmy inwestycyjnej na rachunek płatniczy klienta. Jednak aby tak się stało, firma inwestycyjna – na wniosek klienta – będzie musiała zlecić przelew. Warto o tym pamiętać,

[86] Warto też pamiętać, że poszerzenie spreadu w sytuacji, gdy klient ma otwartą pozycję, powoduje zmianę ceny instrumentu finansowego, po której wyceniana jest pozycja. Zmiana ta może trwać krótko i następnie wrócić do standardowych wielkości, jednakże rozszerzenie spreadu – nawet krótkotrwałe – może doprowadzić do automatycznego zamknięcia pozycji ze stratą dla klienta ze względu na spadek depozytu zabezpieczającego do poziomu określonego przez firmę inwestycyjną (mechanizm *stop-out*; https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/forex/pytania_i_odpowiedzi).

[87] Punkty swapowe to koszt przetrzymania pozycji w instrumencie finansowym na kolejny dzień. Punkty swap wynikają z różnicy stóp procentowych danych par walutowych (odzwierciedlają różnice stóp procentowych w różnych krajach) lub tzw. kosztów przechowywania (np. dla metali szlachetnych i surowców). Każdy broker posiada własne tabele punktów swapowych (https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/forex/pytania_i_odpowiedzi).

zwłaszcza przekazując środki zagranicznej firmie inwestycyjnej, bowiem w sytuacji, w której klient zamierza wypłacić wolne środki, nie będzie tego czynił w reżimie ustawy o usługach płatniczych[88] jako płatnik, lecz *de facto* będzie zmuszony zwrócić się do firmy inwestycyjnej, aby ta zleciła przelew i doprowadziła do uznania rachunku płatniczego klienta[89]. Co więcej, taka procedura – w przeciwieństwie do tradycyjnej usługi polecenia przelewu – może trwać nawet kilka dni w zależności od tego, co wynika z regulaminu lub innego wzorca wiążącego strony. Zdarza się również, że środki zdeponowane na rachunku pieniężnym są nieoprocentowane, gdyż odsetki stanowią wynagrodzenie firmy inwestycyjnej za prowadzenie rachunku pieniężnego lub z tytułu innych kosztów operacyjnych. Warto dodać, że niektóre firmy inwestycyjne przewidują prowizję od wypłaty środków z rachunku pieniężnego (np. jeżeli klient wypłaca kwotę poniżej określonego poziomu). Klient powinien zatem wcześniej dokładnie przeanalizować koszty prowadzenia takiego rachunku oraz ewentualne inne koszty lub opłaty związane z wpłacaniem lub wypłaceniem środków.

Na zakończenie warto dodać, że firmy inwestycyjne w celu dokonania oceny, czy oferowane usługi są odpowiednie dla klienta, co do zasady przeprowadzają tzw. test odpowiedniości, badający poziom wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego klienta[90]. W szczególności firma inwestycyjna zwraca się do klienta lub potencjalnego klienta o przedstawienie podstawowych informacji dotyczących poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych oraz doświadczenia inwestycyjnego, niezbędnych do dokonania oceny, czy instrument finansowy będący przedmiotem oferowanej usługi maklerskiej lub usługa maklerska, która ma być świadczona na podstawie zawieranej umowy, są odpowiednie dla danego klienta, jeśli wziąć pod uwagę jego indywidualną sytuację. Klient z własnej inicjatywy może odmówić przekazania informacji niezbędnych do przeprowadzenia odpowiedniej oceny, niemniej jednak warto podkreślić, iż świadomy inwestor nie powinien rezygnować z okazji do weryfikacji w ramach testu odpowiedniości, czy dany „produkt" faktycznie jest dla niego odpowiedni z punktu widzenia jego predyspozycji inwestycyjnych. Nie należy tego bagatelizować i rezygnować z tej możliwości zweryfikowania swojej wiedzy oraz posiadanego doświadczenia inwestycyjnego, gdyż może to pozwolić na uniknięcie pochopnej i nietrafnej decyzji inwestycyjnej. Co ważne w przypadku ewentualnego sporu z firmą, przeprowadzenie testu

[88] Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst. jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1572, z późn. zm.);
[89] Sama transakcja przelewu odbędzie się już oczywiście w reżimie ustawy o usługach płatniczych.
[90] § 15 rozporządzenia z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (tekst jedn. Dz. U. z 2015 r., poz. 878 z późn. zm.). Wyjątki przewidują § 16 i 20 tego rozporządzenia.

może pozwolić na weryfikację, czy zaoferowany klientowi produkt odpowiadał jego potrzebom i uwzględniał jego wiedzę na temat tego produktu.

Ważne

- **W niniejszym rozdziale wskazano na wybrane ryzyka związane z zawieraniem transakcji na instrumentach finansowych (pochodnych), natomiast należy pamiętać, że w praktyce mogą występować jeszcze inne ryzyka, które klient powinien przeanalizować i zidentyfikować przed zawarciem umowy i zleceniem poszczególnych transakcji.**

7 Problemy klientów podmiotów zagranicznych

7.1 Uwagi wstępne

Szczególną uwagę należy zwracać na rodzaj i siedzibę podmiotu prowadzącego działalność w zakresie obrotu instrumentami finansowymi. Powyższe kwestie – a więc to, z jakim podmiotem klient zawarł umowę, w którym kraju podmiot ten ma swoją siedzibę oraz w jakim zakresie i w jaki sposób prowadzi działalność transgranicznie – mogą mieć niezwykle istotne znaczenie w razie ewentualnych sporów między stronami. Praktyką niektórych podmiotów prowadzących działalność transgranicznie jest bowiem zawieranie we wzorcach umownych i umowach klauzul wyłączających, w przypadku sporów, jurysdykcję polskich sądów. Ponadto wzorce te i umowy mogą przewidywać, że prawem właściwym dla zobowiązania stron nie jest prawo polskie, lecz prawo innego kraju. W związku z tym – o ile dojdzie do sporu – klient będący polskim obywatelem może mieć znaczny problem ze skutecznym dochodzeniem swoich roszczeń bądź obroną swoich praw. Dotyczy to zarówno sytuacji, w której klient chciałby pozwać przedsiębiorcę świadczącego usługi finansowe przed polskim sądem, jak i sytuacji, w której przedsiębiorca taki będzie dochodził roszczeń od klienta. Jak wynika z doświadczeń Rzecznika Finansowego, w pierwszym przypadku podmioty takie w postępowaniu przed polskimi sądami podnoszą zarzut braku jurysdykcji sądu i wnoszą o odrzucenie pozwu. W drugim – klient narażony jest na to, że zostanie pozwany przed sądem państwa, w którym siedzibę ma przedsiębiorca. Ocenie sądów podlegać będzie ważność i skuteczność takich klauzul.

Jeśli polski sąd uzna brak swojej jurysdykcji, pozew klienta zostanie odrzucony[91]. Wówczas klient ma prawo dochodzenia swoich roszczeń przez sądem odpowiedniego państwa członkowskiego, co w praktyce będzie jednak niezwykle trudne (wysokie koszty, bariery językowe itd.). Z kolei w razie wniesienia przez podmiot zagraniczny powództwa przed sądem innego niż Polska państwa członkowskiego i uznania się przez ten sąd za właściwy w sprawie klient, chcąc się bronić przed roszczeniami takiego podmiotu, musi to czynić przed tymże sądem zagranicznym.

Szczególną ostrożność zaleca się również w przypadku umów lub transakcji zawieranych z podmiotami spoza Unii Europejskiej. Nawet jeśli pominąć wiele innych trudności, ustalenie jurysdykcji i prawa właściwego w takich sprawach, a w konsekwencji dochodzenie ewentualnych roszczeń, może się okazać wyjątkowo skomplikowane.

[91] Art. 199 § 1 pkt 1 w zw. z art. 1099 k.p.c.

7.2 Jurysdykcja

Z doświadczeń Rzecznika Finansowego wynika, że spory dotyczące ważności i skuteczności klauzul jurysdykcyjnych nie są zagadnieniem czysto teoretycznym. Do Rzecznika Finansowego wpływały bowiem prośby – w tym wnioski o wydanie istotnych poglądów, składane na etapie postępowań sądowych – osób, które podjęły próbę dochodzenia roszczeń od podmiotów zagranicznych (z siedzibą w państwach Unii Europejskiej) przed polskimi sądami powszechnymi. W sprawach tych regulaminy podmiotów zagranicznych zawierały postanowienia wyłączające jurysdykcję polskich sądów.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„W sporach pomiędzy klientami a firmą dotyczących relacji z klientem, warunków oraz wszelkich innych transakcji pomiędzy nimi klienci i firma podlegają wyłącznej jurysdykcji i właściwości sądu państwa, w którym siedzibę ma firma.***
- ***Firma ma jednak prawo do wszczęcia postępowania w każdym właściwym sądzie i jurysdykcji, które można uznać za odpowiednie, w tym między innymi jurysdykcji, w której klient jest obywatelem lub rezydentem, i w jurysdykcjach, w których klient posiada aktywa".***

W takiej sytuacji klienci podmiotów z siedzibą w UE mogą się powoływać na przepisy rozporządzenia Bruksela I bis[92]. Rozporządzenie to przewiduje, że jakkolwiek ogólną zasadą jest prawo obywatela do pozywania kontrahenta przed sąd państwa członkowskiego, w którym miejsce zamieszkania lub siedzibę ma pozwany, w niektórych sprawach dotyczących umów konsumenckich to konsument ma prawo pozwać swojego kontrahenta przed sąd państwa członkowskiego, w którym konsument ma miejsce zamieszkania[93]. W przypadku usług czy produktów finansowych będzie to możliwe:

- gdy chodzi o umowę pożyczki spłacanej ratami lub inną umowę kredytową, która przeznaczona jest na finansowanie kupna rzeczy tego rodzaju[94];

[92] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1215/2012 z dnia 12 grudnia 2012 r. w sprawie jurysdykcji i uznawania orzeczeń sądowych oraz ich wykonywania w sprawach cywilnych i handlowych (Dz. Urz. UE L 351 z dnia 20 grudnia 2012 r., s. 1–32).
[93] Art. 25 ust. 4 w zw. z art. 17 w zw. z art. 18 ust. 1 rozporządzenia Bruksela I bis.
[94] Art. 17 ust. 1 lit b rozporządzenia Bruksela I bis.

- we wszystkich innych przypadkach – gdy druga strona umowy w państwie członkowskim, na terytorium którego konsument ma miejsce zamieszkania, prowadzi działalność zawodową lub gospodarczą lub taką działalnością w jakikolwiek sposób kieruje do tego państwa członkowskiego lub do kilku państw włącznie z tym państwem członkowskim, a umowa wchodzi w zakres tej działalności[95].

Podobnie konsument będzie mógł wytoczyć powództwo przeciwko swojemu kontrahentowi przed sąd państwa członkowskiego, w którym to konsument ma miejsce zamieszkania, wówczas gdy umowa zawarta zostanie z kontrahentem, który ma filię, agencję lub inny oddział w państwie członkowskim, w którym konsument ma miejsce zamieszkania[96]. Taki kontrahent bowiem, nawet mający siedzibę za granicą, traktowany jest tak, jakby miał miejsce zamieszkania w tym państwie, w którym ma filię, agencję lub oddział[97].

W tym kontekście warto jednak zaznaczyć, że z doświadczenia Rzecznika Finansowego wynika, iż w sporach sądowych podmioty zagraniczne kontestują status klientów jako konsumentów. Wskazują przy tym na skomplikowany charakter usług finansowych – w szczególności tych związanych z obrotem instrumentami finansowymi – na duże doświadczenie i ponadprzeciętną wiedzę swoich klientów w zakresie „inwestowania". Podkreślają również, że uprzedzały o ryzykach z tym związanych, a także podnoszą, iż tego rodzaju transakcje nie zmierzają do zaspokojenia typowych potrzeb bytowych czy konsumpcyjnych, lecz mają charakter inwestycyjny lub zarobkowy. W konsekwencji argumentują, iż klienci nie powinni być objęci szczególną ochroną przewidzianą dla konsumentów przez rozporządzenie Bruksela I bis.

Wydaje się, że taka argumentacja nie jest w pełni przekonująca. Wszak wiedza, ewentualne doświadczenie i inne cechy danej osoby zasadniczo pozostają bez znaczenia dla jej kwalifikacji jako konsumenta[98]. Jedynym warunkiem jest to, aby przedmiotem postępowania

---

[95] Art. 17 ust. 1 lit c rozporządzenia Bruksela I bis.

[96] Art. 17 ust. 2 w zw. z art. 18 ust. 1 rozporządzenia Bruksela I bis.

[97] Art. 17 ust. 2 rozporządzenia Bruksela I bis.

[98] Por. K. Osajda (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2017. Warto przywołać także wyrok Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 3 września 2015 r. w sprawie C 110/14, w którym TSUE stwierdził, że: „Nie można wykluczyć możliwości zakwalifikowania adwokata jako »konsumenta« w rozumieniu art. 2 lit. b) omawianej dyrektywy, gdy adwokat ten działa w celach niemieszczących się w zakresie jego działalności zawodowej (zob. analogicznie wyrok Di Pinto, C 361/89, EU:C:1991:118, pkt 15). Adwokat zawierający z osobą fizyczną lub prawną działającą w ramach jej działalności zawodowej umowę, która – w szczególności ze względu na brak związku z działalnością kancelarii tego adwokata – nie jest związana z wykonywaniem zawodu adwokata, znajduje się bowiem względem owej osoby na słabszej pozycji, opisanej w pkt 18 niniejszego wyroku. W takim przypadku, choćby uznane zostało, że adwokat reprezentuje wysoki poziom wiedzy fachowej (zob. wyrok Šiba, C 537/13, EU:C:2015:14, pkt 23), nie będzie to uzasadniać przyjęcia domniemania, iż nie jest on słabszą stroną w stosunku zawieranym z przedsiębiorcą. Słabsza pozycja konsumenta wobec przedsiębiorcy, której zaradzić ma wprowadzony przez dyrektywę 93/13 reżim ochronny,

była „umowa lub roszczenia wynikające z umowy, którą zawarła osoba, konsument, w celu, który nie może być uważany za działalność zawodową lub gospodarczą tej osoby”[99]. Również Prezes UOKiK stoi na stanowisku, iż osoba, która przeprowadza transakcje „na rynku forex”, jest konsumentem – i tak jak klient banku, ubezpieczyciela, funduszu inwestycyjnego zasługuje na ochronę przewidzianą przez przepisy konsumenckie[100]. Ostatecznie kwestia ta będzie każdorazowo podlegała rozstrzygnięciu przez sąd.

Niezależnie od powyższego rozporządzenie Bruksela I bis przewiduje również, że osoba, która ma miejsce zamieszkania na terytorium państwa członkowskiego, może być pozwana w innym państwie członkowskim w sprawach dotyczących sporów wynikających z działalności filii, agencji lub innego oddziału – przed sądy miejsca, w którym znajdują się filia, agencja lub inny oddział[101]. W takim wypadku kwestia kwalifikacji prawnej powoda jako konsumenta pozostaje bez znaczenia dla sprawy. Ustalenia wymagać może natomiast relacja ewentualnych umownych klauzul jurysdykcyjnych do postanowień rozporządzenia Bruksela I bis w tym zakresie.

Na marginesie warto wskazać, że wskazane wyżej przykładowo postanowienie wyłączające jurysdykcję polskich sądów cechuje się rozłożeniem praw i obowiązków na niekorzyść klienta. Ten bowiem może wnieść powództwo tylko i wyłącznie przed sąd państwa, w którym siedzibę ma firma. Prawo firmy zaś w tym zakresie nie jest tak ograniczone, gdyż wskazane postanowienie dopuszcza pozwanie klienta przed dowolnym sądem, który można uznać za odpowiedni. Taki kształt postanowienia w umowach z konsumentami może podlegać kwalifikacji jako niedozwolone postanowienie umowne w świetle dyrektywy w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich[102], przy czym kwestia ta będzie każdorazowo podlegała rozstrzygnięciu przez sąd.

---

dotyczy bowiem zarówno stopnia poinformowania konsumenta, jak i jego siły przetargowej w obliczu sformułowanych z góry przez przedsiębiorcę warunków, na których treść tenże konsument nie może mieć wpływu”. Przyznać trzeba, że definicja konsumenta, do której odniósł się TSUE w swoim orzeczeniu, zawarta była w art. 2 lit. b dyrektywy Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (Dz. Urz. WE L 95 z dnia 21 kwietnia 1993 r., s. 29) i obejmowała każdą osobę fizyczną, która w umowach objętych zakresem omawianej dyrektywy działa w celach niezwiązanych ze swoją działalnością gospodarczą i zawodową. Jednak w art. 17 ust. 1 rozporządzenia Bruksela I bis mowa jest o konsumencie w kontekście umowy, którą zawiera: „konsument, w celu, który nie może być uważany za działalność zawodową lub gospodarczą tej osoby”. Wydaje się, iż brak jest podstaw, by motywów wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE z dnia 3 września 2015 r. w sprawie C 110/14 nie odnosić do przepisów rozporządzenia Bruksela I bis.

[99] Art. 17 ust. 1 rozporządzenia Bruksela I bis.

[100] https://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=13452.

[101] Art. 7 pkt 5 rozporządzenia Bruksela I bis.

[102] Dyrektywa Rady 93/13/EWG z dnia 5 kwietnia 1993 r. w sprawie nieuczciwych warunków w umowach konsumenckich (Dz. Urz. WE L 95 z dnia 21 kwietnia 1993, s. 29; dalej: dyrektywa 93/13/EWG).

7.3 Prawo właściwe

Wyrażany jest pogląd, iż podmiot zagraniczny będzie podlegał polskim przepisom w zakresie, w jakim oferuje i sprzedaje swoje produkty klientom w Polsce. Na podstawie polskich przepisów będzie też zobowiązany do posiadania regulaminów i procedur wewnętrznych[103].

Z doświadczeń Rzecznika Finansowego wynika jednak, że w praktyce występują spory w tym zakresie m.in. z uwagi na to, że w umowach znajdują się klauzule określające prawo właściwe. Najczęściej wskazują one, iż jest to prawo państwa, w którym siedzibę ma przedsiębiorca. Spory dotyczą zatem ważności i skuteczności takich klauzul.

PRZYKŁADOWE POSTANOWIENIA UMOWNE:

- ***„Relacje z klientami i warunki podlegają przepisom prawa państwa, w którym firma ma siedzibę, jako jedynego i wyłącznego prawa i będą zgodnie z nim interpretowane".***

Kwestie z tym związane uregulowane są w rozporządzeniu Rzym I[104]. Podobnie jak rozporządzenie Bruksela I bis, również rozporządzenie Rzym I przewiduje szczególną ochronę dla konsumentów. Zasada jest zatem taka, że w przypadku umów zawieranych przez konsumentów umowa podlega prawu państwa, w którym konsument ma miejsce zwykłego pobytu, m.in. wówczas, jeżeli przedsiębiorca w jakikolwiek sposób kieruje taką działalność do tego państwa lub do kilku państw z tym państwem włącznie, a umowa wchodzi w zakres tej działalności[105]. Jednocześnie rozporządzenie Rzym I przewiduje, że nawet w przypadku umów konsumenckich strony mogą dokonać wyboru innego prawa właściwego, jednakże wybór taki nie może prowadzić do pozbawienia konsumenta ochrony przyznanej mu na podstawie przepisów, których nie można wyłączyć w drodze umowy, na mocy prawa, jakie zgodnie byłoby właściwe w braku wyboru[106]. Z powyższego wynika zatem, że niezależnie od tego, które prawo znajdzie zastosowanie do umowy, konsumentowi i tak należy zapewnić co

[103] J. Koziński, *Po co instytucji finansowej paszport?*, http://www.codozasady.pl/po-co-instytucji-finansowej-paszport/.
[104] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I) (Dz. Urz. UE L 177 z dnia 4 lipca 2008 r., s. 6–16).
[105] Art. 6 ust. 1 rozporządzenia Rzym I.
[106] Art. 6 ust. 2 rozporządzenia Rzym I.

najmniej taki sam standard ochrony, jak wynikający z prawa właściwego dla jego miejsca pobytu.

Ponadto należy również zwrócić uwagę na orzeczenie Sądu Najwyższego z 2014 r., w którym SN uznał, iż postanowienie przewidujące zastosowanie prawa obcego dla konsumenta, a właściwego dla twórcy wzorca, stanowi klauzulę abuzywną[107]. Podobnie jednak jak w przypadku sporów jurysdykcyjnych również spory o ustalenie prawa właściwego dla oceny stosunku prawnego łączącego strony w praktyce mogą być skomplikowane i ostatecznie każdorazowo będą podlegały rozstrzygnięciu przez sąd.

7.4 Analiza wniosków klientów w kontekście najczęściej pojawiających się zastrzeżeń

Jednym z zastrzeżeń najczęściej podnoszonych przez klientów podmiotów zagranicznych odnośnie do usług przez nie świadczonych są istotne trudności z odzyskaniem środków przetransferowanych na rachunek przeznaczony do dokonywania „inwestycji". Z analiz wniosków wpływających do Rzecznika Finansowego wynika, iż podmioty zagraniczne często stosują agresywne techniki marketingowe[108], których celem jest zachęcenie jak największej liczby osób – również tych nieposiadających jakiejkolwiek wiedzy inwestycyjnej czy też ekonomicznej – do skorzystania z ich usług. Podmioty te wskazywały na możliwe do uzyskania promocje i bonusy. Klient – skuszony np. bonusem powitalnym w postaci pewnej kwoty pieniędzy wraz z towarzyszącą temu informacją o „zysku bez wysiłku" – podejmuje wówczas decyzję o „rozpoczęciu inwestycji".

Klienci, wskazując na nieprawidłowości w tej materii, niejednokrotnie podkreślają fakt występowania licznych kontaktów telefonicznych ze strony przedstawicieli takich podmiotów, poprzedzających podjęcie decyzji o przetransferowaniu środków na rachunek podmiotu. Podczas rozmów telefonicznych klienci byli często zapewniani, że „zysk jest pewny" i może on wielokrotnie przekroczyć zainwestowane środki. Warto przy tej okazji przytoczyć niektóre relacje klientów, zawarte w pismach kierowanych do Rzecznika Finansowego:

---

[107] Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 17 września 2014 r. (I CSK 555/13), w którym Sąd Najwyższy stwierdził, że: „Zamieszczenie we wzorcu umowy konsumenckiej postanowienia przewidującego zastosowanie prawa obcego dla konsumenta a właściwego dla twórcy wzorca, stanowi klauzulę niedozwoloną w rozumieniu art. 385^1 § 1 k.c.".

[108] Problem ten stał się przedmiotem jednej z decyzji belgijskiego organu nadzoru FSMA – od dnia 18 sierpnia 2016 r. zakazano oferowania przez podmioty zagraniczne klientom indywidualnym usług odnoszących się do OTC (opcje binarne, kontrakty CFD itd.), http://www.fsma.be/en/Site/Repository/press/div/2016/08-08_banning.aspx.

- „Umowa, jaką zawarłem z […], odbyła się drogą telefoniczną. Jeden z pracowników, kilkukrotnie telefonując do mnie, namówił mnie do przystąpienia do platformy inwestycyjnej, oferując rzadko spotykaną ofertę debiutu na giełdzie firmy […]. Oferta przedstawiona miała mi przynieść zysk rzędu 20% w ciągu 10–15 dni, bo jak mnie zapewniano, »najlepiej zarabia się na debiutach«. Dopóki nie zarejestrowałem się i nie wpłaciłem pieniędzy, nikt nie wspominał o ryzyku strat, a tym bardziej utraty wszystkich środków".
- „Na początku września ub. roku zaczął do mnie dzwonić pan […] z firmy […], namawiając mnie do założenia rachunku. Mówił, że nie jest potrzebna żadna znajomość rynku, ponieważ mój opiekun wszystkiego mnie nauczy. Nie reagował na moje obiekcje, że nie mam zielonego pojęcia o tym. Telefonował niemal codziennie. Powoływał się na renomę […], wysokie zyski z inwestycji".
- „W dniu […] utworzyłam konto na platformie brokera opcji binarnych […], wpłacając kwotę 5000 zł na wskazany przez konsultanta tego portalu rachunek bankowy. Po przegraniu kwoty 1000 zł postanowiłam wycofać pozostałe środki. Początkowo firma utrzymywała ze mną poprawny kontakt telefoniczny, jednak po przedstawieniu powyższej decyzji kontakt ten zaczął być bardzo utrudniony, zaprzestano odbierać mój telefon oraz odpisywać na wiadomości e-mail. Dopiero kiedy dzwoniłam z innego numeru, połączenie było nawiązywane, jednak po przedstawieniu się i swojego stanowiska byłam zbywana. Dodać należy, że zgodnie z informacjami zawartymi na stronie głównej portalu, broker deklaruje natychmiastową realizację wpłat i wypłat, a także opiekę 24/7".

Jak wskazano, w przypadku sporej liczby klientów, którzy zdecydowali się wystąpić do Rzecznika Finansowego, często powtarzał się scenariusz, w którym klient – po kilku niepowodzeniach i utracie części lub większości środków pieniężnych przetransferowanych na rachunek podmiotu zagranicznego – podejmował próby ich odzyskania. Wówczas, jak wynika z analizy dokumentacji (np. korespondencji między klientem a podmiotem), możliwe miało być złożenie zlecenia wypłaty wcześniej przelanych środków[109] np. poprzez platformę udostępnianą przez podmiot zagraniczny, co miało na celu przetransferowanie pozostałego kapitału na rachunek klienta. Jednak po otrzymaniu zlecenia podmiot zagraniczny nie zwracał klientowi wpłaconych przez niego środków. Informował przy tym, powołując się np. na brzmienie wzorców umownych lub umów (które – jak wynika z relacji klientów – często w ogóle nie zostały im przedstawione do akceptacji i z którymi nie mieli okazji się zapoznać),

[109] Jednak nie w rozumieniu ustawy o usługach płatniczych.

że „zlecenie jest w toku” lub że „zostało przyjęte do realizacji”. Niekiedy klient w ogóle nie otrzymywał informacji zwrotnej.

Warto dodać, że w niektórych przypadkach strony w zasadzie nie zawarły umowy w formie pisemnej ani nawet elektronicznej, lecz nawiązanie relacji nastąpiło poprzez zarejestrowanie się klienta na stronie internetowej takiego podmiotu (ewentualnie za pośrednictwem platformy transakcyjnej). Zatem w sporej liczbie przypadków klientom nie przedstawiano umów ani nawet wzorców umownych do podpisania, lecz następowała wpłata środków na rachunek podmiotu i dochodziło do rozpoczęcia korzystania z platformy przeznaczonej do dokonywania „inwestycji”. Kwestie te stanowią ogromne utrudnienie również w obszarze możliwości weryfikacji prawidłowości czy nawet umocowania firmy do blokowania zwrotu środków klientom. Ani klienci, ani Rzecznik Finansowy rozpatrujący sprawę nie są w stanie bowiem ustalić, jakie były (są i będą) prawa i obowiązki stron wynikające z nawiązanego stosunku prawnego. Zresztą w ogóle wątpliwości może budzić, czy w takich wypadkach dochodziło do zawarcia ważnych umów oraz jaki był ich kształt i charakter.

Analiza tego rodzaju spraw wskazuje także, że część podmiotów zagranicznych, powołując się na bliżej nieokreślone „złamanie warunków umowy”, argumentowała w ten sposób brak możliwości wypłaty środków pozostałych na rachunku klienta.

Jeden z podmiotów zagranicznych, odmawiając wykonania zlecenia płatniczego klientów, przesyłał za pośrednictwem poczty elektronicznej komunikat o następującej treści:

„Following the Company's investigation for the account held with the Company and registered under the e-mail address […], you are hereby informed that it has been established that an abusive trading activity has occurred on certain of those accounts and you are in breach of the terms and conditions relating to one or more promotions made available to those accounts. This is the Company's final response. The Company reserves the right to take all actions necessary in relation to the aforementioned abusive trading activity",

CO MOŻNA PRZETŁUMACZYĆ JAKO:

„W ślad za postępowaniem przeprowadzonym przez Firmę odnośnie do posiadanego konta i zarejestrowanego dla adresu e-mail […], uprzejmie informujemy, że została ustalona nieuprawniona aktywność tradingowa dotycząca tego konta i złamano warunki postanowień umownych odnoszących się do jednej lub więcej warunków promocyjnych dostępnych dla tych kont. To jest ostateczna odpowiedź firmy. Firma zastrzega sobie prawo do podjęcia wszelkich niezbędnych czynności w odniesieniu do wyżej wymienionej nieuprawnionej aktywności tradingowej".

Klienci sygnalizowali w takich sytuacjach, co warto podkreślić, iż podmioty zagraniczne z reguły nie podawały jakichkolwiek dalszych szczegółów odnoszących się do „nieuprawnionego działania", skutkującego niemożliwością dokonania zwrotu „zainwestowanych" środków. Najczęściej nie byli więc świadomi, które konkretnie postanowienie zostało przez nich – rzekomo – naruszone i na czym miałaby polegać owa nieuprawniona aktywność tradingowa, co uniemożliwiało *de facto* dokonanie choćby wstępnej weryfikacji prawidłowości stanowiska danego podmiotu zagranicznego.

Z powyższego wynika zatem, że niektóre podmioty zagraniczne, oferując początkowo np. bonusy w postaci dodatkowych środków finansowych do wykorzystania z tytułu rozpoczęcia współpracy, a następnie powołując się na bliżej nieokreślone postanowienia wzorców umownych odnoszących się do tych kwestii, uniemożliwiały odzyskanie pozostałych środków znajdujących się na rachunkach klientów. Nawet po uzyskaniu informacji od podmiotu zagranicznego, że nie odnotowano jakichkolwiek działań nieuprawnionych ze strony klientów chcących odzyskać pieniądze, zdarzało się, że nie dochodziło do zwrotu środków (mimo

wielomiesięcznego oczekiwania lub dalszej wymiany korespondencji – o ile podmiot zagraniczny w ogóle podejmował tu aktywność).

Kolejnym aspektem jest wskazywana przez klientów praktyka „zawieszania" możliwości korzystania z platformy transakcyjnej, udostępnianej do „dokonywania inwestycji". Klienci wskazywali we wnioskach, że podmioty zagraniczne, powołując się na bliżej nieokreślone niezgodne z prawem działania klientów (np. podejrzenia prania pieniędzy), podejmowały decyzję o braku możliwości dalszego korzystania z platformy, nie zwracając przy tym lub w ogóle nie umożliwiając wycofania środków przetransferowanych wcześniej na rachunek tych podmiotów.

Warto przy tej okazji wspomnieć, że niektóre podmioty zagraniczne, oferując możliwość inwestowania za pomocą „platform inwestycyjnych", zapewniały o bezpieczeństwie środków klientów. Wskazywały przykładowo, iż środki zdeponowane na rachunkach tych podmiotów są „szczególnie chronione" lub że „środki klientów są cały czas dostępne". Jeśli wziąć pod uwagę praktyki zgłaszane przez klientów, trudno uznać, że deklaracje te znajdowały pokrycie w faktach. W tej kwestii aktualne są rozważania poczynione w rozdziale 3.3 niniejszego opracowania dotyczącym systemu rekompensat.

W świetle wniosków kierowanych przez klientów do Rzecznika Finansowego duże wątpliwości budzą też różne formy „doradztwa" ze strony przedstawicieli podmiotów zagranicznych. Klienci niejednokrotnie wskazywali, że nie posiadali żadnej wiedzy na temat ekonomii czy inwestowania, a tym bardziej inwestowania w zaawansowane instrumenty finansowe czy skomplikowane strategie inwestycyjne. Po wyrażeniu przez klientów chęci „dokonania inwestycji" – co często było skutkiem perswazji przedstawicieli firm, stosujących agresywne techniki marketingowe – w dalszym procesie „inwestowania" towarzyszyli im „doradcy", których głównym celem było wywołanie przeświadczenia, że np. mimo początkowych niepowodzeń dopiero dzięki większemu zaangażowaniu kapitału możliwe jest osiągnięcie pokaźnych zysków. Wymiana korespondencji między Rzecznikiem Finansowym a tymi podmiotami (choć tylko nieliczne z nich udzieliły Rzecznikowi Finansowemu odpowiedzi) wskazuje, że zaprzeczają one występowaniu takich okoliczności. Twierdzą jednocześnie, że nie świadczą usług doradztwa na rzecz klientów, a wszelkie decyzje, w wyniku których doszło do utraty środków przez klientów, są wyłącznie rezultatem stosowanych przez samych zainteresowanych „strategii inwestycyjnych". Prawdziwość takich stanowisk podważana jest jednak przez klientów, którzy w przekazywanej Rzecznikowi Finansowemu dokumentacji załączają np. kopie korespondencji elektronicznej między przedstawicielem danego podmiotu, przedstawiającym się jako np. *account manager* i oferującym swoje usługi doradztwa. W przypadku chęci odzyskania środków pozostałych na rachunkach przez klienta, który chce

zrezygnować z dotychczas świadczonych usług, dalszy kontakt z przedstawicielem firmy w zdecydowanej większości przypadków nie był możliwy.

7.5 Konkluzje

Należy podkreślić, że spory związane z jurysdykcją czy prawem właściwym z pewnością nie są czymś występującym tylko i wyłącznie na rynku finansowym. W zasadzie mogą mieć miejsce w każdej branży, a zwłaszcza gdy produkty lub usługi sprzedawane lub świadczone są transgranicznie. Niemniej właśnie na rynku usług finansowych, szczególnie w przypadku usług związanych z obrotem – często skomplikowanymi – instrumentami finansowymi, Rzecznik Finansowy identyfikuje ten problem jako niezwykle poważny.

Podobnie problem faktycznej możliwości odzyskania środków pieniężnych przekazanych przez klientów w celu realizacji inwestycji odnosi się w szczególności do podmiotów zagranicznych. Zapewne wynika to z faktu, że dochodzenie roszczeń i ich skuteczne egzekwowanie od podmiotów mających siedzibę poza granicami Polski, a już w szczególności poza granicami Unii Europejskiej, w praktyce jest niezwykle trudne.

Ważne

- **Przed zawarciem jakiejkolwiek umowy lub transakcji, a także przed wejściem w jakikolwiek inny sposób w relacje z danym podmiotem należy sprawdzić, jaki jest jego charakter prawny, gdzie ma siedzibę, jakie ma władze, czy i gdzie jest nadzorowany, czy działa transgranicznie, a także gdzie, przed jakim sądem i na podstawie jakiego prawa rozstrzygane będą ewentualne spory między stronami. Wszelkie wątpliwości winny zostać wyjaśnione przed zawarciem umowy lub przetransferowaniem środków pieniężnych na rzecz takiego podmiotu.**

8 Rozwiązania międzynarodowe

Problematyka opisywana w niniejszym opracowaniu dostrzegana jest również w innych krajach Unii Europejskiej, które podejmują odpowiednie działania zaradcze.

8.1 Belgia

W dniu 8 sierpnia 2016 r. weszło w życie rozporządzenie wydane przez belgijski organ nadzoru finansowego (FSMA – *Financial Services and Markets Authority*), które w odniesieniu do konsumentów na terenie Belgii zakazało dystrybucji instrumentów pochodnych, takich jak opcje binarne, instrumentów krótkoterminowych (z okresem wykonania poniżej 1 godziny) oraz instrumentów bezpośrednio lub pośrednio opartych o mechanizm dźwigni finansowej[110]. Rozporządzenie wprowadziło również szereg obostrzeń w zakresie dopuszczalnych form dystrybucji instrumentów pochodnych na rzecz konsumentów. Zakazane jest stosowanie technik dystrybucji przewidujących:

- przyznawanie bonusów klientom w zamian za polecenie oferty innym osobom;
- przyznawanie klientom bonusów lub innego rodzaju korzyści, uzależnionych od wykonania transakcji opartych na dystrybuowanych instrumentach pochodnych;
- zlecanie podmiotom zewnętrznym operującym jako *call-centers* kontaktów z obecnymi i potencjalnymi klientami;
- stosowanie oprogramowania dostarczanego przez podmioty, których wynagrodzenie uzależnione jest od kwot straconych przez klientów w związku z dystrybucją określonych instrumentów lub związanymi z nimi usługami;
- dokonywanie przez klientów wpłat przy użyciu kart kredytowych tytułem środków niezbędnych do wykonywania transakcji.

W uzasadnieniu do rozporządzenia FSMA wskazała, że niektóre instrumenty pochodne oferowane konsumentom są obarczone wyjątkowo wysokim ryzykiem, a wręcz mają charakter arbitralny w tym sensie, że ich wynik uzależniony jest od decyzji kontrahenta. FSMA zauważyła też, że w niektórych przypadkach instrumenty te nie mają wiele wspólnego z inwestycją lub transakcją finansową w tradycyjnym rozumieniu tego pojęcia. Dodatkowo FSMA wskazała na

[110] *Regulation of The Financial Services and Markets Authority governing the distribution of certain derivative financial instruments to retail clients*, https://www.fsma.be/en/search-page?search_api_views_fulltext=forex&submit=Search&f[0]=type%3Adocument.

szereg nieprawidłowości zaobserwowanych w związku ze stosowaniem mechanizmu dźwigni finansowej, jak również agresywnych praktyk dystrybucyjnych i marketingowych.

Jakkolwiek intencje nadzorcy belgijskiego oraz jego cel w postaci ochrony konsumentów na rynku instrumentów pochodnych były słuszne, ich praktyczna realizacja może być problematyczna. Trzeba bowiem mieć na uwadze, że dystrybucja instrumentów pochodnych i zawieranie transakcji w tym zakresie odbywają się aktualnie w większości za pomocą platform internetowych, których właścicielami są podmioty zarejestrowane poza granicami państwa, którego obywatelom takie usługi są oferowane, a nierzadko w ogóle poza terytorium UE. O ile zatem podmioty zarejestrowane w Belgii i nadzorowane przez tamtejszy organ nadzoru obowiązane są stosować się do rozporządzenia FSMA, o tyle powstała luka zapewne może zostać wypełniona poprzez ofertę podmiotów mających siedzibę poza Belgią, w tym w krajach niebędących członkami UE. Działalność tego rodzaju podmiotów jest niezwykle trudno kontrolować, w szczególności z uwagi na to, że konsument może się zarejestrować właściwie na dowolnej platformie z jakiegokolwiek kraju. W efekcie następuje tzw. odwrotna dyskryminacja firm krajowych, które wypierane są przez podmioty zagraniczne. Klienci w dalszym ciągu mają dostęp do usług danego typu, ale jeżeli chcą z nich skorzystać, zmuszeni są zawierać umowy (transakcje) z podmiotami zagranicznymi.

8.2 Francja

W dniu 10 grudnia 2016 r. uchwalona została ustawa[111], w której wprowadzono szczególne regulacje dotyczące reklamy i marketingu instrumentów pochodnych oferowanych konsumentom. Ustawa wprowadziła zakaz reklamy bezpośredniej i pośredniej oraz przesyłania drogą elektroniczną do klientów niebędących profesjonalistami (w tym również do potencjalnych klientów) informacji dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych dotyczących instrumentów finansowych, które nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, posiadających jedną z następujących cech:

- maksymalne ryzyko nie jest znane w momencie subskrypcji;
- możliwe jest poniesienie straty przewyższającej kwotę wniesionych środków pieniężnych;

[111] https://www.legifrance.gouv.fr/eli/loi/2016/12/9/ECFM1605542L/jo#JORFSCTA000033558532.

- ze względu na skomplikowany charakter umowy nie jest dostatecznie zrozumiałe prawdopodobieństwo poniesienia straty lub osiągnięcia zysku[112].

W komunikacie z dnia 10 stycznia 2017 r. francuski organ nadzoru finansowego (AMF – *L'Autorité des marchés financiers*) poinformował, że odpowiedzialność za monitorowanie przestrzegania przepisów dotyczących zakazu reklamy skomplikowanych instrumentów finansowych będzie współdzielona pomiędzy AMF i organ ochrony konsumentów. AMF zapowiedział, że będzie aktywnie monitorować środki przekazu w celu identyfikowania niezgodnych z prawem reklam. Zgodnie z uchwaloną ustawą za złamanie zakazu grozi kara finansowa do kwoty 100 000 EUR.

8.3 Niemcy

W dniu 8 maja 2017 r. niemiecki organ nadzoru finansowego (BaFin – *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) wydał regulację zakazującą dystrybucji, reklamy i sprzedaży klientom detalicznym tych kontraktów na różnice, które obligują ich do dokonywania dodatkowych wpłat ponad wartość depozytu zabezpieczającego w sytuacji poniesienia straty[113]. W uzasadnieniu BaFin wskazał, że z doświadczenia niemieckiego organu nadzoru wynika, iż klientami podmiotów oferujących kontrakty na różnice są przede wszystkim osoby fizyczne (konsumenci). BaFin ustalił, że przeciętny okres, w którym klient detaliczny pozostaje klientem firmy inwestycyjnej oferującej kontrakty na różnice, wynosi 6 miesięcy. W tym okresie większość klientów traci zainwestowane środki. Regulacja BaFin weszła w życie z dniem 10 sierpnia 2017 r.

8.4 Malta

W dniu 17 października 2016 r. organ nadzoru finansowego Malty (MSFA – *Malta Financial Services Authority*) opublikował dokument konsultacyjny dotyczący zasad dystrybucji kontraktów na różnice oraz rolowanych spotów walutowych. W dokumencie zaproponowano ograniczenie dźwigni finansowej do maksymalnego poziomu 1:50. Ograniczenie to miałoby

112 https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000006072026&idArticle=LEGIARTI000033576895&dateTexte=&categorieLien=cid.

113 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa_en.html?nn=7858824.

obowiązywać w odniesieniu do wszystkich platform internetowych dostępnych dla konsumentów. Organ nadzoru wskazał, że dokonał przeglądu ofert podmiotów świadczących skomplikowane usługi finansowe konsumentom i odnotował fakt, że wiele z tych firm stosuje dźwignię finansową o wartości 1:200 albo wyższą. Co więcej, stwierdził, że poziomy dźwigni oferowanej klientom profesjonalnym są na ogół niższe niż te oferowane konsumentom (!). Propozycja poziomu dźwigni 1:50 wynikała z aktualnych działań podejmowanych przez innych nadzorców europejskich.

W wyniku przeprowadzonych konsultacji w dniu 3 kwietnia 2017 r. MSFA wydała regulację, w której odniosła się do zasad oferowania skomplikowanych instrumentów finansowych przez podmioty prowadzące działalność na jej terenie. W opublikowanym dokumencie wskazano, że:

- maksymalna dźwignia finansowa dla klientów detalicznych może wynosić 1:50;
- maksymalna dźwignia finansowa dla klientów detalicznych, którzy zwrócą się o potraktowanie ich przez instytucję finansową jako klientów profesjonalnych, może wynosić 1:100;
- dla pozostałych klientów poziom dźwigni finansowej pozostanie nieograniczony.

Regulacja weszła w życie z dniem 3 października 2017 r.[114]

8.5 Działania Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

W lipcu 2017 r. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA – *European Securities and Markets Authority*) opublikował oświadczenie o zamiarze podjęcia środków interwencyjnych w oparciu o art. 40 rozporządzenia MIFiR[115], w odniesieniu do świadczenia usług w zakresie kontraktów na różnice i opcji binarnych dla klientów detalicznych. ESMA wskazała, że rozważa podjęcie następujących działań:

- wprowadzenie zakazu marketingu, dystrybucji i sprzedaży klientom detalicznym opcji binarnych;
- wprowadzenie ograniczeń w marketingu, dystrybucji i sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnice.

---

114 https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403_Revised%20online%20forex%20policy_clean.pdf.

115 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

W tym celu ESMA rozważa wprowadzenie następujących rozwiązań:

- ograniczenie dźwigni finansowej na moment otwarcia pozycji do poziomu pomiędzy 30:1 i 5:1, w zależności od rodzaju aktywa bazowego;
- uregulowanie stosowania mechanizmu *stop-out*;
- wprowadzenie zasad ochrony przed ujemnym saldem, w celu ograniczenia potencjalnych strat klientów;
- wprowadzenie ograniczeń w zakresie przyznawania bonusów zachęcających do inwestowania;
- wprowadzenie standaryzowanych zasad ostrzegania przed ryzykiem.

ESMA zapowiedziała przeprowadzenie publicznych konsultacji w zakresie proponowanych środków interwencyjnych, planowanych na styczeń 2018 r.

8.6 Wnioski dla Polski

Jak wskazano w niniejszym opracowaniu, do Rzecznika Finansowego wpływają skargi klientów, którzy sygnalizują, że „zainwestowali" określone kwoty właśnie pod wpływem marketingu, często telefonicznego, ze strony przedstawicieli firm inwestycyjnych. Rzecznik Finansowy dostrzega przestrzeń do ewentualnych działań zmierzających do ograniczenia możliwości stosowania wobec konsumentów technik marketingowych zachęcających ich do zawierania ryzykownych transakcji, choć konkretne rozwiązania oraz wskazanie organów kompetentnych w zakresie monitorowania ich przestrzegania wymagają szerszej dyskusji.

Można się ponadto zastanowić, czy przyjęty w ustawie o obrocie maksymalny poziom dźwigni finansowej 1:100 nie jest zbyt wysoki w odniesieniu do konsumentów. Dokonanie przez konsumenta wpłaty w kwocie 10 000 PLN umożliwia mu bowiem dokonywanie transakcji o wartości 1 000 000 PLN. Z punktu widzenia możliwości poniesienia straty wydaje się zasadne podjęcie dyskusji, czy limit ten nie powinien zostać obniżony, tym bardziej że wysokość straty może wielokrotnie przekraczać wartość posiadanych przez klienta wolnych środków, a często może być wyższa niż wartość całego jego majątku. Warto dodać, że obecnie trwają prace legislacyjne zakładające nowelizację ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w efekcie której w przypadku klientów detalicznych depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego nie powinien być mniejszy niż 4%[116]. W praktyce oznaczałoby to ograniczenie dźwigni do poziomu 1:25. Z perspektywy klienta takie

[116] Projekt ustawy o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz niektórych innych ustaw, https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12300403/12445438/12445439/dokument298579.pdf.

rozwiązanie generalnie należy uznać za pożądane, gdyż zmniejsza ono ryzyko dużych strat przy niewielkim zaangażowaniu kapitału własnego. Z drugiej strony można się spodziewać, że w przypadku nastawienia klientów, aby zawierać transakcje z wykorzystaniem wysokiego poziomu dźwigni, korzystać będą oni z oferty podmiotów zagranicznych, co z kolei generuje wiele innych ryzyk, o których była już mowa w niniejszym opracowaniu.

Na zakończenie należy dodać, że w dniu 29 kwietnia 2017 r. weszła w życie nowelizacja ustawy o obrocie[117], która wprowadziła nowe regulacje i ograniczenia w zakresie działalności promocyjno-marketingowej w związku ze świadczeniem usług na „rynku forex". Jedynymi uprawnionymi podmiotami do wykonywania tego rodzaju czynności będą firmy inwestycyjne lub agenci firm inwestycyjnych. Agent będzie mógł działać tylko na podstawie umowy agencyjnej zawartej z firmą inwestycyjną, w jej imieniu i na jej rachunek. Będzie wykonywał czynności zlecone przez firmę inwestycyjną w ramach usług maklerskich przez nią świadczonych. W tym zakresie będzie mógł wykonywać czynności:

- pozyskiwania klientów lub potencjalnych klientów, w tym informowania o zakresie usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną;
- związane z zawieraniem umów o świadczenie usług maklerskich;
- umożliwiające realizację umów o świadczenie usług maklerskich.

Agent nie będzie mógł natomiast przyjmować wpłat od klientów, doradzać klientowi, jakich inwestycji dokonywać, ani też zarządzać środkami klienta. Co niezwykle istotne, za szkodę wyrządzoną przez agenta firmy inwestycyjnej w związku z wykonywaniem czynności w imieniu i na rachunek firmy inwestycyjnej odpowiadać będą solidarnie firma inwestycyjna i agent, który wyrządził szkodę. Odpowiedzialność wyłączona będzie tylko w przypadku, gdy szkoda nastąpiła wskutek działania siły wyższej lub wyłącznie z winy osoby trzeciej.

Celem wprowadzanych przepisów jest zakończenie prowadzenia działalności przez podmioty nienadzorowane, które przez bezpośredni kontakt nakłaniały inwestorów do korzystania z usług maklerskich[118]. Osoby, które będą namawiać klientów do inwestowania na „rynku forex", niespełniające nowych wymogów, będą naruszały przepisy ustawy i będą podlegały sankcji karnej.

[117] Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2017 r. poz. 791).
[118] https://www.pb.pl/ta-ustawa-ma-lepiej-chronic-graczy-na-forex-860575.

9. Jak pomaga Rzecznik Finansowy

Zgodnie z art. 17 ust. 1 ustawy o Rzeczniku Finansowym[119], do zadań Rzecznika należy podejmowanie działań w zakresie ochrony klientów podmiotów rynku finansowego, których interesy reprezentuje, a w szczególności:

1. rozpatrywanie wniosków w indywidualnych sprawach, wniesionych na skutek nieuwzględnienia roszczeń klienta przez podmiot rynku finansowego w trybie rozpatrywania reklamacji;
2. rozpatrywanie wniosków dotyczących niewykonania czynności wynikających z reklamacji rozpatrzonej zgodnie z wolą klienta w terminie, o którym mowa w art. 9 pkt 4;
3. opiniowanie projektów aktów prawnych dotyczących organizacji i funkcjonowania podmiotów rynku finansowego;
4. występowanie do właściwych organów z wnioskami o podjęcie inicjatywy ustawodawczej albo wydanie lub zmianę innych aktów prawnych w sprawach dotyczących organizacji i funkcjonowania rynku finansowego;
5. informowanie właściwych organów nadzoru i kontroli o dostrzeżonych nieprawidłowościach w funkcjonowaniu podmiotów rynku finansowego;
6. inicjowanie i organizowanie działalności edukacyjnej i informacyjnej w dziedzinie ochrony interesów klientów podmiotów rynku finansowego.

   Rzecznik Finansowy wspiera klientów instytucji finansowych również poprzez udzielanie porad telefonicznych i mailowych.

Od początku istnienia instytucji Rzecznika Finansowego, tj. od dnia 11 października 2015 r., wpłynęło 14 wniosków o przedstawienie sądowi oświadczenia zawierającego istotny pogląd w sprawach dotyczących zagadnień związanych z „rynkiem forex". Wnioski dotyczyły firm inwestycyjnych z siedzibą w Polsce oraz podmiotów zagranicznych. Rzecznik Finansowy przedstawił pogląd w 8 sprawach (5 poglądów dotyczyło sporu z firmą inwestycyjną w Polsce, 3 poglądy dotyczyły sporu z podmiotem zagranicznym). Pozostałe sprawy są nadal przedmiotem analiz. Jak wynika z informacji prasowych, w kilku przypadkach, w których Rzecznik Finansowy przedstawił istotny pogląd w sprawie, firma inwestycyjna wycofała pozwy przeciwko swoim klientom[120].

[119] Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz. U. z 2016 r. poz. 892, z późn. zm.)
[120] https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/tms-brokers-wycofuje-pozwy-przeciw-klientom,252,0,2205692.html.

10. Podstawy prawne i przydatne dokumenty

1. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. Urz. UE L 145 z dnia 30 kwietnia 2004 r., s. 1–44)[121].
2. Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. Urz. UE L 241 z dnia 2 września 2006 r., s. 26–58)[122].
3. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013 r., s. 338–436)[123].
4. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1988).
5. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1636, z późn. zm.).
6. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (tekst jedn. Dz. U. z 2017 r. poz. 196, z późn. zm.).
7. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 25 kwietnia 2017 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (Dz. U. z 2017 r., poz. 855).
8. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (tekst jedn. Dz. U. z 2015 r., poz. 878).

[121] http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0039.
[122] http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32006L0073.
[123] http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=pl.

9. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2006 r. w sprawie szczegółowych zasad organizacyjnego wydzielenia działalności maklerskiej banku (Dz. U. z 2006 r., Nr 68, poz. 483).
10. Komisja Nadzoru Finansowego, *Stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego*, pismo z dnia 27 marca 2012 r.[124]
11. Komisja Nadzoru Finansowego, *Stanowisko w sprawie postępowania firm inwestycyjnych na rynku Forex*, pismo z dnia 17 lipca 2013 r.[125]
12. Komisja Nadzoru Finansowego, *Uzupełniające stanowisko w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego*, pismo z dnia 3 września 2013 r.[126]
13. Komisja Nadzoru Finansowego, *Maksymalna dźwignia na forexie – zmiany w prawie od 16 lipca 2015 r.*, pismo z dnia 29 czerwca 2015 r.[127]
14. Komisja Nadzoru Finansowego, pismo z dnia 21 lipca 2015 r.[128]
15. Komisja Nadzoru Finansowego, *Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych*, Warszawa 2016[129].
16. Najwyższa Izba Kontroli, *Ochrona praw nieprofesjonalnych uczestników rynku walutowego (Forex, kantorów internetowych i rynku walut wirtualnych)*, informacja o wynikach kontroli, Warszawa, dnia 14 lutego 2017 r.[130]

Autorzy: Michał Masłowski, Iwona Pergoł, Agnieszka Wachnicka, Bartosz Wyżykowski.

---

124 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_83772_Swiadczenie_przez_firmy_%20inwestycyjne_uslug_doradztwa_inwestycyjnego_29884.pdf.
125 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_Forex_35192.pdf.
126 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/DORADZTWO_INWESTYCYJNE_05_09_2013_35555.pdf.
127 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/knf_136526_KNF_forex_dzwignia_29_06_2015_41964.pdf.
128 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/stanowisko_KNF_depozyt_zabezpeczajacy_56364.pdf.
129 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/wytyczne%20OTC_24_43962.05_43962.2016_43962.pdf.
130 https://www.nik.gov.pl/plik/id,12996,vp,15405.pdf.