

**DECYZJA EUROPEJSKIEGO URZĘDU NADZORU GIEŁD I PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH (UE)  
2018/796****z dnia 22 maja 2018 r.****w sprawie tymczasowego wprowadzenia ograniczeń w zakresie kontraktów na różnicę w Unii Europejskiej zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014**

RADA ORGANÓW NADZORU EUROPEJSKIEGO URZĘDU NADZORU GIEŁD I PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH,

uwzględniając Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej,

uwzględniając rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE <sup>(1)</sup>, w szczególności jego art. 9 ust. 5, art. 43 ust. 2 i art. 44 ust. 1,

uwzględniając rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 <sup>(2)</sup>, w szczególności jego art. 40,

uwzględniając rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/567 z dnia 18 maja 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do definicji, przejrzystości, kompresji portfela i środków nadzorczych w zakresie interwencji produktowej i pozycji <sup>(3)</sup>, w szczególności jego art. 19,

a także mając na uwadze, co następuje:

**1. WPROWADZENIE**

- (1) W ostatnich latach Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz szereg właściwych organów krajowych zaobserwowały gwałtowny wzrost liczby kontraktów na różnicę (CFD) wprowadzanych do obrotu, dystrybuowanych i sprzedawanych klientom detalicznym w Unii. Kontrakty te są z natury ryzykownymi i złożonymi produktami, często będącymi przedmiotem spekulacji. ESMA i właściwe organy krajowe zauważyły również, że oferowanie kontraktów CFD klientom detalicznym coraz częściej pociąga za sobą zastosowanie agresywnych technik marketingowych, a także brak przejrzystości informacji, co nie pozwala klientom detalicznym zrozumieć związanego z nimi ryzyka. ESMA i właściwe organy krajowe wyraziły obawy związane z rosnącą liczbą klientów detalicznych, którzy nabywają te produkty, tracąc zainwestowane pieniądze. Obawy te są również poparte licznymi skargami od klientów detalicznych z Unii, którzy ponieśli znaczne straty na inwestycji w kontrakty CFD.
- (2) Istotne problemy w dziedzinie ochrony inwestorów skłoniły ESMA do podjęcia szeregu działań o charakterze niewiążącym. Od czerwca 2015 r. ESMA koordynuje prace Wspólnej Grupy utworzonej w celu rozwiązania problemów związanych z działalnością podmiotów z siedzibą na Cyprze, oferujących transgranicznie kontrakty CFD, opcje binarne i inne produkty spekulacyjne klientom detalicznym w całej Unii <sup>(4)</sup>. Ponadto od lipca 2015 r. ESMA koordynuje grupę zadaniową złożoną z ESMA i właściwych organów krajowych, której zadaniem jest monitorowanie zasad oferowania kontraktów CFD i opcji binarnych na rynku detalicznym, a także propagowanie jednolitych metod nadzoru w tej dziedzinie w całej Unii. ESMA promuje również konwergencję praktyk nadzorczych w Unii w odniesieniu do oferowania kontraktów CFD klientom detalicznym poprzez wydanie opinii <sup>(5)</sup>, a także szeregu pytań i odpowiedzi (Q&A) <sup>(6)</sup> zgodnie z art. 29 rozporządzenia (UE) nr 1095/2010.

<sup>(1)</sup> Dz.U. L 331 z 15.12.2010, s. 84.

<sup>(2)</sup> Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 84.

<sup>(3)</sup> Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 90.

<sup>(4)</sup> Wspólna Grupa składa się z przedstawiciela Cypryjskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (CY-CySEC) oraz przedstawicieli ośmiu właściwych organów krajowych, których dotknęły skutki świadczenia usług przez dostawców z Cypru. Wspólna Grupa opracowała plan działania dla CY-CySEC, obejmujący między innymi skrupulatne dochodzenia w stosunku do firm sprzedających kontrakty CFD, a także tematyczne przeglądy w odniesieniu do próby firm, którym CY-CySEC wydał zezwolenie na prowadzenie działalności.

<sup>(5)</sup> Opinia w sprawie praktyk MiFID dla firm sprzedających złożone produkty finansowe (ESMA/2014/146).

<sup>(6)</sup> Pytania i odpowiedzi dotyczące dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794). Ostatnia aktualizacja pytań i odpowiedzi miała miejsce 31 marca 2017 r.

Ponadto ESMA opublikował ostrzeżenia<sup>(1)</sup>, w których zwrócił uwagę na obawy związane z ryzykiem, jakie stwarza niekontrolowane oferowanie klientom detalicznym między innymi kontraktów CFD i opcji binarnych. Chociaż działania te przyniosły pewne pozytywne efekty<sup>(2)</sup>, ESMA uważa, że wciąż istnieją istotne problemy w dziedzinie ochrony inwestorów.

- (3) W dniu 18 stycznia 2018 r. ESMA opublikowała zaproszenie do zgłaszania uwag dotyczące potencjalnych środków w zakresie interwencji produktowej związanych z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów CFD i opcji binarnych klientom detalicznym<sup>(3)</sup> („zaproszenie do zgłaszania uwag”). Zaproszenie do zgłaszania uwag zakończono w dniu 5 lutego 2018 r. ESMA otrzymała prawie 18 500<sup>(4)</sup> odpowiedzi. 82 odpowiedzi nadeszły od dostawcy usług, organizacje branżowe, giełdy i brokerzy z sektora CFD lub opcji binarnych, 10 – przedstawiciele konsumentów, a pozostałe odpowiedzi pochodziły od osób prywatnych. Przeważająca większość odpowiedzi osób fizycznych została skierowana za pośrednictwem dostawców CFD lub opcji binarnych. Zaproszenie do zgłaszania uwag ujawniło ogólną obawę ze strony pierwszej kategorii respondentów, a w szczególności dostawców produktów, dotyczącą spadku przychodów wskutek wprowadzenia proponowanych środków, a także kosztów ich wdrożenia. Ponadto wiele osób prywatnych wyraziło zaniepokojenie zbyt niskim poziomem proponowanych limitów dźwigni.
- (4) ESMA wzięła należycie pod uwagę zgłoszone opinie. Jednakże po ich analizie w kontekście stwierdzonych istotnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów, które znalazły dodatkowe potwierdzenie w odpowiedziach otrzymanych od przedstawicieli konsumentów i osób prywatnych, opowiadających się za proponowanymi rozwiązaniami i wzywających do zastosowania bardziej rygorystycznych środków, ESMA uważa za konieczne nałożenie tymczasowego ograniczenia w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym zgodnie z art. 40 rozporządzenia (UE) nr 600/2014.
- (5) Środek nałożony na mocy art. 40 rozporządzenia (UE) nr 600/2014 musi być poddawany przeglądowi w odpowiednich odstępach czasu, nie rzadziej niż co trzy miesiące. Dokonując przeglądu tego środka, ESMA podejmie stosowne kroki, jeśli stwierdzi stosowanie praktyk, które mają służyć ominięciu wprowadzonego zakazu. Jeżeli po upływie trzech miesięcy środek nie zostanie przedłużony, przestanie obowiązywać.
- (6) W celu uniknięcia wątpliwości terminy stosowane w niniejszej decyzji mają takie samo znaczenie jak w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE<sup>(5)</sup> i w rozporządzeniu (UE) nr 600/2014; dotyczy to również definicji instrumentów pochodnych.
- (7) Tymczasowe ograniczenie nałożone przez ESMA spełnia warunki określone w art. 40 rozporządzenia (UE) nr 600/2014 z niżej podanych względów.

## **2. OPIS RYNKU DETALICZNEGO KONTRAKTÓW CFD I WYSTĘPOWANIE ISTOTNYCH PROBLEMÓW W DZIEDZINIE OCHRONY INWESTORÓW (ART. 40 UST. 2 LIT. a) ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (8) Niniejsza decyzja dotyczy kontraktów CFD, które są kontraktami pochodnymi rozliczanymi w środkach pieniężnych, zapewniającymi posiadaczowi długą lub krótką ekspozycję na wahania ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego. Kontrakty CFD obejmują między innymi rolowane spoty walutowe (*rolling spot forex*) i produkty typu „financial spread bet”. Niniejsza decyzja nie dotyczy opcji, kontraktów terminowych futures, swapów ani kontraktów terminowych forward na stopę procentową.
- (9) Niektórzy respondenci prosili o dodatkowe wyjaśnienia dotyczące zakresu przedmiotowego środka. Niektórzy sugerowali, by definicja kontraktów CFD zawarta w zaproszeniu do zgłaszania uwag wyraźnie wyłączała sekurytyzowane instrumenty pochodne z zakresu przedmiotowego środka, a jeszcze inni zwrócili uwagę na podobieństwo między kontraktami CFD i innymi produktami inwestycyjnymi, postulując objęcie ich tymi samymi środkami co kontrakty CFD.

<sup>(1)</sup> Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA i EUNB w sprawie kontraktów na różnicę z dnia 28 lutego 2013 r. (dostępne na stronie: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>); Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA w sprawie ryzyka inwestowania w produkty złożone z dnia 7 lutego 2014 r. (dostępne na stronie: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor\\_warning\\_-\\_complex\\_products\\_20140207\\_-\\_en\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf)); Ostrzeżenie dla inwestorów wydane przez ESMA w sprawie kontraktów CFD, opcji binarnych i innych produktów spekulacyjnych z dnia 25 lipca 2016 r. (dostępne na stronie: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166\\_warning\\_on\\_cfds\\_binary\\_options\\_and\\_other\\_speculative\\_products\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf)).

<sup>(2)</sup> Na przykład dzięki pracom wspólnej grupy CY-CySEC podjęła szereg działań o charakterze postępowań nadzorczych mających na celu poprawę przestrzegania przepisów przez firmy inwestycyjne oferujące produkty spekulacyjne, takie jak kontrakty CFD.

<sup>(3)</sup> Zaproszenie do zgłaszania uwag dotyczące potencjalnych środków w zakresie interwencji produktowej związanych z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów na różnicę i opcji binarnych klientom detalicznym (ESMA 35-43-904).

<sup>(4)</sup> Liczba respondentów jest mniejsza od liczby odpowiedzi, ponieważ ESMA otrzymał również (i) wiele odpowiedzi od tych samych respondentów (na przykład odpowiedź na każde z proponowanych ograniczeń kontraktów CFD przyszła w osobnym e-mailu) oraz (ii) zdublowane odpowiedzi od tych samych respondentów.

<sup>(5)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. L 173 z 12.6.2014, s. 349).

- (10) ESMA potwierdza, że tylko kontrakty CFD wchodzą w zakres niniejszej decyzji. Warranty i certyfikaty turbo nie wchodzą w zakres decyzji. ESMA przyznaje, że istnieją podobieństwa między kontraktami CFD a warrantami oraz certyfikatami turbo, jednakże produkty te różnią się pod wieloma względami. ESMA będzie uważnie śledzić sytuację pod kątem wystąpienia podobnie szkodliwych skutków dla klientów detalicznych na poziomie ogólnoeuropejskim i podejmie działania w razie potrzeby. Sekurytyzowane instrumenty pochodne będące kontraktami CFD nie są wyraźnie wyłączone z definicji kontaktów CFD. Chociaż na tym etapie ESMA nie są znane przypadki sekurytyzowanych kontraktów CFD, produkt, w który został „opakowany” papier wartościowy i możliwość obrotu w systemie obrotu nie zmieniają zasadniczych cech kontraktów CFD. Takie produkty, gdyby pojawiły się na rynku, weszłyby w zakres niniejszej decyzji.
- (11) Kontrakty CFD oferujące lewarowaną ekspozycję na zmiany ceny, poziomu lub wartości klas aktywów bazowych funkcjonują od kilkunastu lat jako spekulacyjny krótkoterminowy produkt inwestycyjny dla niszowej bazy klientów w niektórych krajach. Jednak w ostatnich latach wiele właściwych organów krajowych komunikowało obawy dotyczące rozszerzenia dystrybucji kontraktów CFD na masowy rynek detaliczny, mimo że produkty te są złożone i nieodpowiednie dla znacznej większości klientów z tego sektora. Na podstawie informacji otrzymanych od właściwych organów krajowych ESMA stwierdził również wzrost poziomu dźwigni oferowanej w odniesieniu do produktów CFD klientom detalicznym, a także poziomu strat klientów wskutek inwestowania w te produkty<sup>(1)</sup>. Obawy te są potęgowane przez często agresywne techniki marketingowe i niewłaściwe praktyki dostawców wprowadzających do obrotu, dystrybuujących lub sprzedających kontrakty CFD, takie jak oferowanie płatności, korzyści pieniężnych lub niepieniężnych bądź nieodpowiednie informowanie o ryzyku.
- (12) Obawy te okazały się słuszne w przypadku kilku jurysdykcji, w których – wedle dowodów dostarczonych przez właściwe organy krajowe<sup>(2)</sup> – klienci detaliczni zazwyczaj ponoszą straty. Niektóre właściwe organy krajowe podjęły kroki, aby zaradzić tym problemom<sup>(3)</sup>. Jednakże z uwagi na, między innymi, transgraniczny charakter tych działań, tymczasowe ograniczenie nałożone przez ESMA jest najbardziej odpowiednim i skutecznym narzędziem reagowania na istotne problemy w dziedzinie ochrony inwestorów oraz zapewnienia wspólnego minimalnego poziomu ochrony inwestorów w całej Unii zgodnie z warunkami określonymi w art. 40 rozporządzenia (UE) nr 600/2014.
- (13) Warunkiem, o którym mowa w art. 40 ust. 2 lit. a) rozporządzenia (UE) nr 600/2014, jest zaistnienie m.in. istotnego problemu w zakresie ochrony inwestorów. Przy ustalaniu, czy istnieje istotny problem dotyczący ochrony inwestorów, ESMA ocenił istotność kryteriów i czynników wymienionych w art. 19 ust. 2 rozporządzenia delegowanego (UE) nr 2017/567. Po uwzględnieniu odpowiednich kryteriów i czynników ESMA stwierdził istnienie istotnego problemu dotyczącego ochrony inwestorów, wynikającego z omówionych poniżej uwarunkowań.

### 2.1. Stopień złożoności i przejrzystości kontraktów CFD

- (14) Kontrakty CFD są produktami złożonymi<sup>(4)</sup>, zazwyczaj niebędącymi przedmiotem obrotu w systemie obrotu. Wycena, warunki handlowe i zasady rozliczania nie mają ustandaryzowanego charakteru, co utrudnia klientom detalicznym zrozumienie warunków produktu. Ponadto dostawcy kontraktów CFD często wymagają od klientów przyjęcia do wiadomości, że ceny referencyjne stosowane do ustalenia wartości kontraktu CFD mogą różnić się od ceny dostępnej na rynku, na którym instrument bazowy jest przedmiotem obrotu, co utrudnia klientom detalicznym sprawdzenie i weryfikację dokładności cen podawanych przez dostawcę.
- (15) Koszty i opłaty mające zastosowanie do obrotu kontraktami CFD są złożone i nieprzejrzyste dla klientów detalicznych. W szczególności klienci detaliczni zazwyczaj mają trudności ze zrozumieniem i oceną oczekiwanych wyników kontraktu CFD, w tym ze względu na złożoność wynikającą z wpływu opłat transakcyjnych na te wyniki. Opłaty transakcyjne w kontraktach CFD zazwyczaj odnoszą się do pełnej wartości nominalnej transakcji, co oznacza, że inwestorzy ponoszą wyższe opłaty transakcyjne w stosunku do zainwestowanych środków przy wyższych poziomach dźwigni finansowej. Opłaty transakcyjne są zwykle odliczane od początkowego depozytu zabezpieczającego wniesionego przez klienta, a wysoka dźwignia może prowadzić do sytuacji, w której klient – wskutek wysokich opłat transakcyjnych – odnotowuje znaczną stratę na swoim

<sup>(1)</sup> Zob. motyw 35.

<sup>(2)</sup> Zob. motyw 35.

<sup>(3)</sup> Zob. motywy 73 i 75.

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

rachunku w chwili otwarcia pozycji CFD. Jako że opłaty transakcyjne przy wyższej dźwigni finansowej powodują zmniejszenie początkowego depozytu zabezpieczającego klienta w większym stopniu, klienci muszą zarobić więcej z samej transakcji, aby zrealizować zysk. Zmniejsza to szanse klienta na osiągnięcie zysku po potrąceniu opłat transakcyjnych, narażając tym samym na większe ryzyko straty.

- (16) Oprócz opłat transakcyjnych mogą mieć zastosowanie spready oraz różne inne koszty finansowania i opłaty <sup>(1)</sup>. Należą do nich prowizje (prowizja ogólna lub od każdej transakcji, otwarcia i zamknięcia kontraktu CFD) lub opłaty za zarządzanie rachunkiem. Zazwyczaj naliczane są również koszty finansowania z tytułu otwartych pozycji na kontraktach CFD, takie jak opłaty dzienne lub overnight, do których bywa doliczana marża. Liczba i złożoność kosztów i opłat oraz ich wpływ na wyniki transakcji klientów przyczyniają się do braku wystarczającej przejrzystości w odniesieniu do kontraktów CFD, co uniemożliwia klientowi detalicznemu podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej.
- (17) Kolejna złożoność wynika z zastosowania zleceń typu *stop loss*. Ta funkcja produktu może dawać klientom detalicznym mylne wrażenie, że zlecenie zostanie wykonane po ustalonej przez nich cenie (poziom limitu straty/poziom *stop loss*). Zlecenia typu *stop loss* nie gwarantują jednak poziomu ochrony, a jedynie uruchomienie „zlecenia rynkowego”, gdy cena kontraktu CFD osiągnie poziom ustalony przez klienta. W związku z tym cena otrzymana przez klienta (cena wykonania) może różnić się od ceny, według której został ustawiony limit *stop loss* <sup>(2)</sup>. Choć limity *stop loss* nie są cechą jedynie kontraktów CFD, dźwignia zwiększa wrażliwość depozytu zabezpieczającego inwestora na zmiany ceny instrumentu bazowego, zwiększając ryzyko nagłych strat. Oznacza to również, że tradycyjne mechanizmy kontroli, takie jak limity strat, nie wystarczają, aby zaradzić problemowi ochrony inwestorów.
- (18) Właściwy rynek bazowy to kolejny istotny czynnik złożoności związanej z kontraktami CFD. Przykładem mogą być transakcje walutowe, w ramach których klienci prowadzą spekulację na jednej walucie wobec drugiej waluty. Jeżeli żadna z tych walut nie jest walutą użytą przez klienta do otwarcia pozycji CFD, rentowność będzie zależała od działań podjętych przez klienta, aby ocenić zmiany tych trzech walut. Sugeruje to konieczność posiadania wysokiego poziomu wiedzy o wszystkich odnośnych walutach, aby skutecznie radzić sobie z meandrami transakcji walutowych. Klienci detaliczni zwykle nie mają takiej wiedzy.
- (19) Osobnym poważnym problemem są kontrakty CFD z kryptowalutami jako instrumentem bazowym. Kryptowaluty stanowią stosunkowo niedojrzałą klasę aktywów, niosąc poważne ryzyko dla inwestorów. ESMA i inne organy nadzoru wielokrotnie ostrzegają <sup>(3)</sup> przed ryzykiem związanym z inwestowaniem w kryptowaluty. Wiele z tych obaw pozostaje aktualnych w przypadku kontraktów CFD na kryptowaluty. Wynika to z tego, że klienci detaliczni zwykle nie rozumieją ryzyka związanego ze spekulacjami na bardzo zmiennej i względnie niedojrzalej klasie aktywów, które jest dodatkowo pogłębiane przez wykorzystanie depozytu zabezpieczającego w transakcji (ang. *margin trading*), ponieważ oznacza to dla klientów konieczność szybkiego reagowania. Ze względu na specyfikę kryptowalut jako kategorii aktywów, środki określone w niniejszej decyzji będą ściśle monitorowane i poddawane przeglądowi w razie potrzeby.
- (20) Wysoki poziom złożoności, niski stopień przejrzystości, charakter ryzyka i rodzaj instrumentu bazowego stanowią potwierdzenie występowania istotnego problemu ochrony inwestorów w odniesieniu do kontraktów CFD.

<sup>(1)</sup> Spread podawany przez dostawcę kontraktu CFD klientom detalicznym może obejmować narzut/marżę od cen rynkowych pochodzących ze źródła zewnętrznego, takiego jak dostawca płynności.

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

<sup>(3)</sup> Zob. np. wspólne ostrzeżenie ESMA, EUNB i EIOPA dotyczące wirtualnych walut. Dostępne na stronie: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284\\_joint\\_esas\\_warning\\_on\\_virtual\\_currencies.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies.pdf), ostrzeżenie EUNB z 2013 r. Dostępne na stronie: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>. Zob. też przegląd ostrzeżeń regulacyjnych w sprawie walut wirtualnych i sprządaży tzw. monet (ang. initial coin offerings). Dostępne na stronie: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>

## 2.2. Szczególne cechy lub elementy kontraktów CFD

- (21) Możliwość wykorzystania dźwigni finansowej jest główną cechą kontraktów CFD. Ogólnie rzecz biorąc, użycie dźwigni może spowodować zwiększenie możliwego zysku, ale i możliwych strat klientów. Właściwe organy krajowe zwróciły uwagę, że poziomy dźwigni stosowane na kontraktach CFD w całej Unii wynoszą od 3:1 do 500:1<sup>(1)</sup>. Jeśli chodzi o klientów detalicznych, zastosowanie dźwigni może zwiększyć prawdopodobieństwo większej straty w znacznie wyższym stopniu niż prawdopodobieństwo zysku. Powody ku temu są przedstawione poniżej.
- (22) Dźwignia wpływa na wyniki inwestycji poprzez zwiększenie wpływu opłat transakcyjnych ponoszonych przez klientów detalicznych<sup>(2)</sup>.
- (23) Kolejne ryzyko dotyczące obrotu produktami lewarowanymi wiąże się z interakcją pomiędzy wysoką dźwignią a praktyką automatycznego zamknięcia wskutek spadku wartości depozytu zabezpieczającego poniżej określonego poziomu (ang. *margin close-out*). Zgodnie z powszechnie stosowanymi warunkami umownymi dostawcy kontraktów CFD mają prawo do zamknięcia rachunku klienta, gdy kapitał własny klienta osiągnie określony procent początkowego depozytu zabezpieczającego, jaki klient jest zobowiązany wnieść, aby otworzyć pozycję CFD<sup>(3)</sup>.
- (24) Interakcja między wysoką dźwignią a automatycznym zamknięciem polega na zwiększeniu prawdopodobieństwa, że pozycja klienta zostanie automatycznie zamknięta przez dostawcę kontraktów CFD w krótkim czasie lub że klient będzie musiał uzupełnić depozyt zabezpieczający, licząc na odwrócenie losów transakcji. Wysoka dźwignia zwiększa prawdopodobieństwo, że depozyt zabezpieczający klienta nie wystarczy, aby obsłużyć otwarte kontrakty CFD, jako że naraża ona otwartą pozycję(e) klienta na niekorzystne skutki nawet niewielkich wahań ceny instrumentu bazowego.
- (25) ESMA zauważa, że praktyka automatycznego zamknięcia wydaje się być wprowadzona przez dostawców kontraktów CFD głównie po to, by ułatwić im zarządzanie ekspozycjami klientów i ryzykiem kredytowym dostawcy poprzez zamykanie pozycji klienta, zanim jego środki spadną poniżej poziomu umożliwiającego pokrycie aktualnej ekspozycji. Automatyczne zamknięcie zapewnia również klientom pewien stopień ochrony, ponieważ zmniejsza, choć nie eliminuje, ryzyko, że klient (szczególnie przy wysokich poziomach dźwigni) straci całość początkowego depozytu zabezpieczającego lub jego strata będzie jeszcze wyższa.
- (26) Niektóre właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA<sup>(4)</sup>, że stosowane przez dostawców kontraktów CFD poziomy automatycznego zamknięcia różnią się między sobą<sup>(5)</sup>. Dostawcy kontraktów CFD, których klienci składają zazwyczaj zlecenia o niższej wartości i którzy z reguły działają jako bezpośredni kontrahenci w transakcjach klientów, ustalili, że poziom automatycznego zamknięcia będzie wynosił między 0 % a 30 % początkowego depozytu zabezpieczającego. Erodując środki klienta do prawie zerowego poziomu, dostawca powoduje zwiększenie ryzyka, że klient straci więcej niż zainwestował. Niektóre właściwe organy krajowe zauważają również, że standardową praktyką rynkową jest stosowanie procedury automatycznego zamknięcia na poziomie całego rachunku (ang. *per account*)<sup>(6)</sup>. Oznacza to, że minimalne wymogi dotyczące depozytu zabezpieczającego są stosowane w oparciu o łączny depozyt zabezpieczający wymagany dla wszystkich otwartych pozycji klienta powiązanych z rachunkiem CFD, w tym dla różnych klas aktywów. Dzięki temu rentowne pozycje mogą rekompensować straty generowane przez inne pozycje na rachunku klienta.

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

(2) Zob. motyw 15.

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

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

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

(6) CY-CySEC i UK-FCA.

- (27) Powiązane ryzyko dźwigni polega na tym, że klienci mogą stracić więcej niż zainwestowali. Jest to główne ryzyko, którego klienci detaliczni mogą nie rozumieć, niezależnie od pisemnych ostrzeżeń. Depozyt wniesiony przez klienta jest księgowany jako zabezpieczenie jego pozycji. Jeśli na przykład cena instrumentu bazowego zmieni się na niekorzyść pozycji klienta, powodując przekroczenie wniesionego depozytu zabezpieczającego <sup>(1)</sup>, klient może ponieść straty przewyższające saldo środków na jego rachunku CFD, nawet po zamknięciu wszystkich innych otwartych pozycji CFD. Niektóre właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA, że pewna liczba klientów detalicznych straciła znaczne sumy pieniędzy wskutek uwolnienia kursu franka szwajcarskiego w styczniu 2015 r. <sup>(2)</sup> Wielu klientów detalicznych nie zdawało sobie sprawy, że mogą stracić więcej niż zainwestowali <sup>(3)</sup>.
- (28) Transakcje z wysoką dźwignią potęgują również skutki „luk cenowych” w okresach znacznej zmienności na rynku (na przykład tąpnięcie funta szterlinga i uwolnienie kursu franka szwajcarskiego). Luka cenowa powstaje, gdy dochodzi do nagłego ruchu ceny instrumentu bazowego. Zjawisko to występuje nie tylko w przypadku kontraktów CFD, niemniej dźwignia dodatkowo zwiększa ryzyko związane z takimi zdarzeniami. W przypadku luki cenowej klient ponoszący straty wskutek jej wystąpienia może nie być w stanie zamknąć otwartej pozycji CFD po preferowanej cenie, co może oznaczać znaczne straty <sup>(4)</sup> dla klientów korzystających z wysokiej dźwigni. Na przykład klienci detaliczni odnotowali straty znacząco przekraczające początkowo zainwestowaną kwotę w przypadku szoku wywołanego uwolnieniem kursu franka szwajcarskiego w 2015 r. <sup>(5)</sup>
- (29) Często wysoki poziom dźwigni oferowanej klientom detalicznym, zmienność niektórych aktywów bazowych, a także stosowanie kosztów transakcyjnych, które mają wpływ na wyniki inwestycji, są czynnikami, które mogą powodować szybkie zmiany pozycji inwestycyjnej klienta. W efekcie klient musi podejmować szybkie działania w zakresie zarządzania ekspozycją na ryzyko, wnosząc dodatkowy depozyt zabezpieczający, aby uniknąć automatycznego zamknięcia. W takich przypadkach wysoka dźwignia może w bardzo krótkim czasie prowadzić do dużych strat po stronie klientów detalicznych, pogłębiając ryzyko, że klienci tracą więcej niż zainwestowali w kontrakt CFD.
- (30) Powyższe czynniki stanowią potwierdzenie występowania istotnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów.

### 2.3. Rozmiar potencjalnych negatywnych konsekwencji i stopień rozbieżności między spodziewaną rentownością lub spodziewanym zyskiem dla inwestorów a ryzykiem straty

- (31) Poniższe informacje dostarczone ESMA przez właściwe organy krajowe wskazują, że wzrosła zarówno liczba klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD, jak również liczba dostawców oferujących te produkty w całej Unii:
- (i) większość właściwych organów krajowych poinformowała ESMA o zaobserwowaniu oferowania kontraktów CFD klientom detalicznym przed dostawców posiadających zezwolenie w ich jurysdykcji <sup>(6)</sup>. Prawie wszystkie właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA, że dostawcy kontraktów CFD działający na podstawie paszportu z innego państwa członkowskiego oferują kontrakty CFD w ich jurysdykcji <sup>(7)</sup>. Niektóre właściwe organy krajowe wspomniały również o dostawcach kontraktów CFD korzystających z oddziałów lub agentów, aby uzyskać paszport do jurysdykcji przyjmujących <sup>(8)</sup>;
  - (ii) cypryjski właściwy organ krajowy (Cyprus Securities and Exchange Commission; CY-CySEC) i organ brytyjski (Financial Conduct Authority; UK-FCA) zgłosiły wzrost liczby dostawców kontraktów CFD specjalizujących się w transgranicznej sprzedaży tych produktów klientom detalicznym ze 103 do 138 dostawców na Cyprze i ze 117 do 143 dostawców w Zjednoczonym Królestwie w latach 2016–2017;

<sup>(1)</sup> Na przykład zmiana ceny powyżej 2 % przy dźwigni 50:1.

<sup>(2)</sup> Np. FR-AMF, DE-BaFin i UK-FCA.

<sup>(3)</sup> Według DE-BaFin, „takie produkty (CFD) zwróciły uwagę opinii publicznej przede wszystkim w wyniku szoku związanego z frankiem szwajcarskim na początku 2015 r., gdy szwajcarski bank centralny uwolnił kurs franka szwajcarskiego w stosunku do euro, a wielu inwestorów w kontrakty CFD poniosło duże straty w wyniku konieczności dokonania dodatkowych wpłat”. Dostępne na stronie: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm\\_161208\\_allgvfg\\_cfd\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd_en.html)

<sup>(4)</sup> Niektórzy respondenci zasignalizowali, że stracili ponad 100 000 euro na handlu kontraktami CFD.

<sup>(5)</sup> Zob. przykład, w którym inwestor stracił 280 000 euro, choć zainwestował tylko 2 800 euro. Dostępne na stronie: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm\\_161208\\_allgvfg\\_cfd\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvfg_cfd_en.html).

<sup>(6)</sup> Austria, Belgia, Cypr, Czechy, Dania, Estonia, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Włochy, Litwa, Malta, Holandia, Rumunia, Hiszpania, Słowenia i Zjednoczone Królestwo, a także Norwegia, Liechtenstein i Islandia.

<sup>(7)</sup> AT-FMA, BE-FSMA (wprowadzone zostały środki krajowe w celu ograniczenia tych produktów), CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK- Finanstilsynet, EE-FSA, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-FSA, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA, LT- Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, NO- Finanstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI, SI-ATVP, UK-FCA.

<sup>(8)</sup> IT-CONSOB, IE-CBI, FR-AFM and CZ-CNB.

- (iii) UK-FCA odnotował także wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD. Nowsze rynki, takie jak Grecja, Węgry, Portugalia i Słowacja, także odnotowały wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD <sup>(1)</sup>.
- (32) Liczba aktywnych klientów w odniesieniu do tych produktów jest płynna ze względu na stosunkowo krótki czas istnienia rachunków klientów CFD i transgraniczny charakter działań. Na podstawie danych otrzymanych od wielu właściwych organów krajowych <sup>(2)</sup> ESMA szacuje, że liczba rachunków transakcyjnych klientów detalicznych u dostawców kontraktów CFD i opcji binarnych z siedzibą na terytorium EOG wzrosła z 1,5 miliona w 2015 r. <sup>(3)</sup> do ok. 2,2 miliona w 2017 r. <sup>(4)</sup>;
- (33) Dane dotyczące reklamacji składanych przez klientów detalicznych również świadczą o bieżących problemach dotyczących konsumentów w tym obszarze <sup>(5)</sup>;
- (34) Właściwe organy krajowe <sup>(6)</sup> zgłosiły ESMA obawy, że wraz z nakładaniem ograniczeń na niektóre rynki wskutek wdrażania środków krajowych (na przykład w Belgii <sup>(7)</sup> i Francji <sup>(8)</sup>) dostawcy kontraktów CFD będą poszukiwać klientów w innych państwach członkowskich.
- (35) Szczegółowe badania przeprowadzone przez poniższe właściwe organy krajowe w zakresie wyników inwestycji dla klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD pokazują, że dla większości klientów detalicznych w tych państwach członkowskich taka inwestycja kończy się stratą:
- (i) CY-CySEC przeprowadził analizę próby klientów detalicznych (około 290 000 rachunków klientów) u 18 głównych dostawców kontraktów CFD w okresie od 1 stycznia 2017 r. do 31 sierpnia 2017 r. Okazało się, że średnio 76 % rachunków klientów generowało sumarycznie stratę w tym okresie, a około 24 % rachunków przyniosło zysk. Średnia strata na rachunek wynosiła około 1 600 euro;
- (ii) hiszpański właściwy organ krajowy (Comisión Nacional del Mercado de Valores; ES-CNMV) stwierdził, że około 82 % klientów detalicznych <sup>(9)</sup> poniosło sumaryczną stratę w okresie 21 miesięcy między początkiem 2015 r. a końcem 2016 r. Średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 4 700 euro <sup>(10)</sup>;
- (iii) francuski właściwy organ krajowy (Autorité des marchés financiers; FR-AMF) stwierdził, że ponad 89 % inwestorów detalicznych straciło ogółem środki w okresie czterech lat od 2009 r. do 2013 r., a średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 10 887 euro <sup>(11)</sup>. Ponadto dane dostarczone przez FR-AMF z biura rzecznika praw obywatelskich wskazują, że średnia ogólna strata poniesiona w ciągu roku przez osoby wnoszące skargę w sprawie kontraktów CFD wyniosła 15 207 euro w 2016 r. Rzecznik zauważył ponadto, że praktyki dostawców podlegających regulacji stały się zwłaszcza w latach 2016 i 2017 jeszcze bardziej agresywne i w większym stopniu ukierunkowane na inwestorów, w przypadku których można było oczekiwać, że dokonają znaczących wpłat. Kilka skarg dotyczących nękania i manipulacji pochodziło od osób posiadających duże oszczędności. Dane liczbowe na temat mediacji w 2016 r. przed francuskim rzecznikiem praw obywatelskich wydają się to potwierdzać: średnia odzyskana kwota wzrosła do 11 938 euro, a połowa wszystkich spraw dotyczyła kwoty powyżej 5 000 euro. Straty poniesione przez

<sup>(1)</sup> W 2017 r. grecki właściwy organ krajowy (Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς; EL-HCMC), organ węgierski (Magyar Nemzeti Bank; HU-MNB) i słowacki (Národná Banka Slovenska; SK-NBS) zgłosiły ESMA wzrost liczby wniosków o zezwolenie dla dostawców kontraktów CFD.

<sup>(2)</sup> Dane przekazane w 2015 r. przez: BG-FSMA, CY-CySEC, CZ-CNB, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, PT-CMVM, RO-ASF, UK-FCA. Dane przekazane w 2017 roku przez: CY-CySEC, CZ-CNB, ES-CNMV, FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, NO-Finanstilsynet, SK-NBS, UK-FCA.

<sup>(3)</sup> Biorąc pod uwagę często transgraniczny wymiar działalności tych firm, liczba ta może obejmować klientów spoza EOG. Liczba kont klientów związanych z kontraktami CFD wzrosła z 657 000 w 2011 r. do 1 051 000 pod koniec 2016 r.; największy wzrost odnotowano w Wielkiej Brytanii. Dane te obejmują jednak nieaktywne konta klientów i nie uwzględniają, że klienci często korzystają z wielu kont jednocześnie. Dane dostarczone przez CY-CySEC zostały opracowane na podstawie rachunków otwartych przez dostawców tych produktów posiadających zezwolenie CY-CySEC.

<sup>(4)</sup> Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, dane te nie obejmują zagranicznych klientów uprawnionych brytyjskich dostawców, których liczbę oszacowano na około 400 000 w 2016 r. W przypadku pozostałych państw członkowskich, które przekazały dane ESMA, liczba ta może obejmować klientów z państw nienależących do EOG.

<sup>(5)</sup> Reklamacje dotyczące kontraktów CFD wpłynęły do: AT-FMA, BE-FSMA, BG-FSC, HR-HANFA, CZ-CNB, CY-CySEC, DE-Bain, DK-Finanstilsynet, EE-Finantsinspeksioon, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-Finanssivalvonta, FR-AMF, IE-CBI, IT-CONSOB, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, PL-KNF, PT-CMVM, RO-ASF, SE-Finansinspektionen, SI-ATVP, UK-FCA i NO-Finanstilsynet.

<sup>(6)</sup> Np. Narodowy Bank Czeski, KNF i hiszpańska CNMV.

<sup>(7)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-regulation-establishes-framework-distribution-otc-derivatives-binary-options-cfds>.

<sup>(8)</sup> Dostępne na stronie: [http://www.amf-france.org/en\\_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2016.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fad42eccc-9720-49da-82a8-2ddcb72fbf1d](http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2016.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fad42eccc-9720-49da-82a8-2ddcb72fbf1d).

<sup>(9)</sup> Według badania 30 000 klientów reprezentujących około 100 % klientów detalicznych dostawców kontraktów CFD upoważnionych przez CNMV.

<sup>(10)</sup> Publikacja w języku hiszpańskim: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7d>.

<sup>(11)</sup> Dostępne na stronie: <http://www.amf-france.org/technique/multimedia%3FdocId%3Dworkspace%253A%252F%252FspacesStore%252F9bf2caa8-1ce4-4832-85f4-4dffcaec8644%26>.

niektórych inwestorów przekroczyły 90 000 euro, a skumulowane straty w sprawach rozpatrywanych co do istoty, tj. z udziałem uprawnionych firm, przekroczyły 1 mln euro. FR-AMF stwierdził również, że największe straty ponoszą inwestorzy detaliczni, którzy najczęściej handlują (pod względem liczby transakcji, średniej wielkości transakcji lub łącznego wolumenu). To samo dotyczy osób kontynuujących inwestowanie przez dłuższy okres czasu, co wskazuje na brak krzywej uczenia się;

- (iv) chorwacki właściwy organ krajowy (Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga; HR-HANFA) przeprowadził analizę strat w przeliczeniu na klienta dla jednej z chorwackich firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD. W badaniu oceniono straty lub zyski 267 klientów detalicznych za okres transakcyjny od stycznia do września 2016 r. HR-HANFA stwierdził, że całkowite straty klientów za ten okres wyniosły około 1 017 900 euro, a zyski około 420 000 euro;
- (v) irlandzki właściwy organ krajowy (Central Bank of Ireland; IE-CBI) przeprowadził w 2015 r. przegląd tematyczny, który wykazał, że 75 % klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD poniosło straty w latach 2013 i 2014, a średnia strata wśród tych klientów wyniosła 6 900 euro. Kolejny przegląd próby największych dostawców kontraktów CFD w Irlandii wykazał, że w okresie dwóch lat od 2015 do 2016 r. 74 % klientów detalicznych straciło pieniądze, a średnia strata wyniosła 2 700 euro <sup>(1)</sup>;
- (vi) prace przeprowadzone przez włoski właściwy organ krajowy (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; IT-CONSOB) w 2016 r. wskazują, że w latach 2014–2015 78 % włoskich klientów detalicznych konkretnego dostawcy kontraktów CFD poniosło straty na inwestycjach w kontrakty CFD, a 75 % – na inwestycjach w rolowane spoty walutowe, zaś średnia strata wyniosła 2 800 euro. Stwierdzono również, że istnieje dodatnia korelacja między liczbą transakcji wykonywanych przez klientów detalicznych a wielkością strat. Kolejne badanie przeprowadzone dla IT-CONSOB w marcu 2017 r. na pięciu włoskich oddziałach dostawców kontraktów CFD wykazało, że w 2016 r. straty klientów detalicznych sięgały 83 %, a średnia strata na jednego klienta wyniosła około 7 000 euro;
- (vii) polski właściwy organ krajowy (Komisja Nadzoru Finansowego; PL-KNF) przeprowadził w I kwartale 2017 r. badanie <sup>(2)</sup> oparte na danych dostarczonych przez dziesięć firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD (na podstawie 130 399 rachunków klientów, w tym 38 691 aktywnych rachunków) i stwierdził, że w 2016 r. 79,28 % klientów straciło pieniądze. Średnia strata na klienta wyniosła 10 060 zł. Ponadto podobne badanie przeprowadzone przez PL-KNF w I kwartale 2018 r. w oparciu o dane dostarczone przez siedem firm inwestycyjnych oferujących kontrakty CFD w Polsce w 2017 r. (177 883 rachunków klientów, w tym 40 209 aktywnych rachunków) wykazało, że 79,69 % klientów poniosło straty w 2017 r. Średnia strata na klienta w 2017 r. wyniosła 12 156 zł. Odsetek aktywnych klientów <sup>(3)</sup>, którzy stracili pieniądze, wyniósł 81 % (2012), 81 % (2013), 80 % (2014), 82 % (2015), 79 % (2016) i 80 % (2017);
- (viii) badanie przeprowadzone przez luksemburski właściwy organ krajowy (Commission de Surveillance du Secteur Financier; LU-CSSF) we wrześniu 2017 r. wskazało, że w przypadku dwóch dostawców kontraktów CFD posiadających zezwolenie LU-CSSF średnia strata na klienta detalicznego wyniosła 4 500 euro i około 1 700 euro;
- (ix) analiza przeprowadzona przez UK-FCA w 2014 r. na próbie rachunków klientów detalicznych niekorzystających z usług doradztwa u ośmiu dostawców kontraktów CFD, wskazuje, że 82 % klientów detalicznych poniosło stratę, która wyniosła średnio 2 200 funtów szterlingów rocznie. Informacje otrzymane podczas procesu konsultacji z UK-FCA w grudniu 2016 r. również wskazują na korelację pomiędzy wyższymi poziomami dźwigni a wzrostem prawdopodobieństwa i wielkości strat <sup>(4)</sup>. Kolejne badanie przeprowadzone przez UK-FCA w latach 2016/2017 w odniesieniu do usług doradczych i uznaniowych świadczonych w odniesieniu do kontraktów CFD w okresie 12 miesięcy dostarczyło dalszych dowodów na słabe wyniki osiągnięte przez klientów detalicznych. Przegląd wykazał, że w populacji firm oferujących kontrakty CFD na zasadzie doradczej i uznaniowej 76 % klientów detalicznych straciło pieniądze, a średnia strata wyniosła 9 000 funtów szterlingów. Nawet po uwzględnieniu klientów detalicznych odnotowujących zyski przeciętny klient detaliczny inwestujący w oparciu o usługi doradztwa i uznaniowego zarządzania stracił około 4 100 funtów szterlingów <sup>(5)</sup>;
- (x) portugalski właściwy organ krajowy (Comissão Mercado de Valores Mobiliários; PT-CMVM) stwierdził, że przy nominalnej wartości pozycji inwestorów w wysokości 44 700 mln euro w 2016 r. i 44 200 mln euro w 2017 r. powiązane straty inwestorów detalicznych wyniosły 66,8 mln euro w 2016 r. i 47,7 mln euro w 2017 r.

<sup>(1)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/Consultation-Papers/cp107/consultation-paper-107.pdf?sfvrsn=4>. Zob. str. 1 i 2.

<sup>(2)</sup> Dostępne na stronie: [https://www.knf.gov.pl/o\\_nas/komunikaty?articleId=50315&p\\_id=18](https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50315&p_id=18) (publikacja tylko w języku polskim).

<sup>(3)</sup> Klienci ci inwestowali głównie w kontrakty CFD. Dane te obejmują również osoby inwestujące w opcje binarne, które w 2017 r. stanowiły poniżej 4 % aktywnych klientów.

<sup>(4)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>. Zob. str. 23 i 35.

<sup>(5)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd-review-findings.pdf>.



- (36) Ponadto norweski właściwy organ krajowy (Finanstilsynet; NO-Finanstilsynet) przeprowadził badanie w sprawie wyników klientów sześciu dostawców kontraktów CFD w 2016 r. Badanie objęło około 1 000 klientów detalicznych <sup>(1)</sup> handlujących kontraktami CFD przez okres roku lub dwóch lat, poczynając od stycznia 2014 r., a na grudniu 2014 lub 2015 r. kończąc (średni okres inwestycji wyniósł 1,5 roku). Wykazało one, że 82 % klientów straciło pieniądze, a średnia strata na klienta wyniosła 29 000 euro. Średnie koszty transakcji w stosunku do kapitału własnego klienta wyniosły 37 % (ze względu na wysoką dźwignię i częstotliwość transakcji) <sup>(2)</sup>.
- (37) Uwagę zwraca stałość średnich strat klientów detalicznych na kontraktach CFD w różnych okresach czasu i w różnych krajach pomimo pozytywnych wyników inwestycji klientów detalicznych w inne produkty finansowe w wielu z omawianych lat. Odsetek klientów detalicznych, którzy ponieśli straty według badania AMF, o którym mowa w motywie 35 pkt iii, w każdym roku od 2009 do 2013, jest zadziwiająco stały pomimo przykładowo wahań rocznych stóp zwrotu z giełdowych towarowych indeksów w tym samym okresie <sup>(3)</sup>. Powtarzający się schemat strat klientów detalicznych na kontraktach CFD wskazuje na strukturalną cechę profilu rentowności inwestycji, która kontrastuje z pozytywnymi historycznymi zyskami z (długoterminowych) inwestycji w inne produkty finansowe, takie jak fundusze inwestycyjne.
- (38) Badania te dają niepokojący obraz poważnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów wskutek ofertowania kontraktów CFD klientom detalicznym.

#### 2.4. Typy klientów

- (39) Kontrakty CFD są wprowadzane do obrotu, podlegają dystrybucji i sprzedaży zarówno na rzecz klientów detalicznych, jak i profesjonalnych. Jednakże klienci detaliczni (w przeciwieństwie do profesjonalnych) zwykle nie posiadają doświadczenia ani wiedzy, aby podejmować decyzje inwestycyjne oparte na właściwej ocenie ryzyka, jakie niosą złożone kontrakty CFD, podlegające ograniczeniom przewidzianym w niniejszej decyzji.
- (40) Badanie przeprowadzone w jednym z państw członkowskich wręcz wskazuje, że najwyższy maksymalny poziom dźwigni jest często oferowany klientom detalicznym, podczas gdy klientom profesjonalnym i uprawnionym kontrahentom oferuje się niższą maksymalną dźwignię <sup>(4)</sup>. Biorąc pod uwagę dowody strat zaobserwowanych przez ESMA na rachunkach klientów detalicznych opisanych w niniejszej decyzji, oczywiste jest, że występują poważne problemy w dziedzinie ochrony inwestorów w odniesieniu do nieograniczonego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD w stosunku do tej kategorii klientów.

#### 2.5. Działania w zakresie wprowadzania do obrotu i dystrybucji kontraktów CFD

- (41) Pomimo złożonego charakteru kontrakty CFD są oferowane klientom detalicznym najczęściej za pośrednictwem elektronicznych platform transakcyjnych, bez świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem. W takich przypadkach wymagana jest ocena odpowiedniości zgodnie z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE <sup>(5)</sup>. Ocena ta nie uniemożliwia jednak dostawcom kontraktów CFD, ich klientom lub potencjalnym klientom realizacji transakcji pod warunkiem udzielenia klientowi prostego ostrzeżenia. Taka sytuacja może mieć

<sup>(1)</sup> Co stanowi od 33 % do 50 % wszystkich klientów detalicznych kontraktów CFD aktywnych w Norwegii.

<sup>(2)</sup> Publikacja w języku norweskim: <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2017/finansstilsynet-advarer-mot-handel-i-cfd/>.

<sup>(3)</sup> Na przykład na podstawie danych Thomson Reuters Lipper dotyczących detalicznych klas tytułów uczestnictwa w funduszach UCITS z siedzibą w UE, ESMA szacuje, że średni roczny zwrot z inwestycji, ważony aktywami, po odliczeniu opłat i obciążeń na wejściu i wyjściu, wyniósł około 3 % w latach 2008–2017, a średni zwrot z inwestycji w fundusze akcyjne ponad 5 %. Dalsze informacje na temat wyników i kosztów związanych z funduszami UCITS w UE można znaleźć w raporcie ESMA na temat tendencji, zagrożeń i słabości nr 2 z 2017 r., s. 36–44, dostępnym na stronie: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-416\\_trends\\_risks\\_and\\_vulnerabilities\\_no.2\\_2017.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-416_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2017.pdf).

<sup>(4)</sup> Badanie oferty kontraktów CFD i rolowanych spotów walutowych dla klientów detalicznych zostało przeprowadzone przez MT-MFSA.

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

miejsce, gdy klient nie przekaze informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji odpowiedniej do danego rodzaju produktu lub przekazane przez niego informacje są niewystarczające, a także gdy dostawca uzna, że produkt nie jest odpowiedni dla klienta. Umożliwia to klientom detalicznym dostęp do produktów takich jak kontrakty CFD, które ze względu na swoją konstrukcję nie powinny być do nich kierowane <sup>(1)</sup>.

- (42) UK-FCA zaobserwował powtarzające się braki w podejściu dostawców kontraktów CFD do oceny adekwatności, w tym niedostatek samej oceny, niewystarczające ostrzeżenia przed ryzykiem dla klientów detalicznych, którzy nie zaliczyli testu adekwatności, a także brak procesu oceny w przypadku klientów, którzy nie zaliczyli testu adekwatności, lecz wciąż są zainteresowani transakcjami CFD, w celu ustalenia, czy należy im pozwolić na prowadzenie takich transakcji <sup>(2)</sup>. Zajmując się tą kwestią ponownie pod koniec 2016 r., UK-FCA stwierdził, że znaczna liczba firm nie usunęła uchybień pomimo otrzymanych wcześniej uwag <sup>(3)</sup>.
- (43) Właściwe organy krajowe wyraziły ponadto obawy dotyczące przestrzegania przez dostawców kontraktów CFD obowiązku udzielania klientom jasnych i niewprowadzających w błąd informacji lub działania w najlepszym interesie klienta <sup>(4)</sup>. Właściwe organy krajowe wyraziły również obawy dotyczące niedostatecznego wykonywania testów adekwatności <sup>(5)</sup> w praktyce oraz niewystarczających ostrzeżeń dla klientów, którzy nie zaliczyli testu adekwatności <sup>(6)</sup>. Przykłady tych niewłaściwych praktyk były przyczynkiem do opracowania pytań i odpowiedzi ESMA dotyczących dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID <sup>(7)</sup> oraz są w nich opisane.
- (44) Właściwe organy krajowe zaobserwowały także agresywne praktyki marketingowe, a także wprowadzające w błąd informacje handlowe w tym sektorze rynku <sup>(8)</sup>. Obejmują one na przykład wykorzystanie umów sponsorskich lub związków z drużynami sportowymi, które dają mylne wrażenie, że złożone i spekulacyjne produkty, takie jak kontrakty CFD, są odpowiednie dla masowego rynku detalicznego poprzez promowanie ogólnej świadomości marki. Należą do nich także wprowadzające w błąd oświadczenia, takie jak „inwestowanie nigdy nie było tak proste”, „rozpocznij karierę tradera już teraz”, „zarób 13 000 funtów w ciągu 24 godzin! Zaczynaj już teraz” <sup>(9)</sup>.

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

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

<sup>(3)</sup> UK-FCA „CFD firms fail to meet our expectations on appropriateness assessments”, 29 czerwca 2017 r. Zob. <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/cfd-firms-fail-expectations-appropriateness-assessments>.

<sup>(4)</sup> Np. DE-BaFin, DK- Finanstilsynet, ES-CNMV, IE-CBI, FR-AMF, LU-CSSF NL-AFM.

<sup>(5)</sup> Np. IE-CBI.

<sup>(6)</sup> Np. UK-FCA.

<sup>(7)</sup> Pytania i odpowiedzi dotyczące dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), uaktualnione 31 marca 2017 r.

<sup>(8)</sup> Np. BE-FSMA, ES-CNMV, FR-AMF i IT-CONSOB.

<sup>(9)</sup> Część 3 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), uaktualnione 31 marca 2017 r. Jeden z przykładów dostarczył UK-FCA.

- (45) W kontekście opracowywania pytań i odpowiedzi dotyczących kontraktów CFD niektóre właściwe organy krajowe zgłosiły ESMA, że dostawcy kontraktów CFD często nie ujawniają w wystarczającym stopniu ryzyka związanego z tymi produktami <sup>(1)</sup>. W szczególności niektóre z nich <sup>(2)</sup> stwierdziły, że dostawcy kontraktów CFD nie przedstawiają w odpowiedni sposób ryzyka szybkich strat, które mogą przewyższyć zainwestowane środki.
- (46) Również w tym kontekście niektóre właściwe organy krajowe wyraziły także obawy dotyczące oparcia przez niektórych dostawców kontraktów CFD swojego modelu biznesowego zakładającego szybką rotację klientów (ang. *churning*) <sup>(3)</sup>. W związku z tym, że średnia długość życia konta klienta może być stosunkowo krótka, dostawcy mogą odczuwać potrzebę zapewnienia ciągłego przyływu nowych klientów, co z kolei zachęca dostawców do stosowania agresywnych technik marketingowych i sprzedażowych, które nie są w najlepszym interesie klientów detalicznych.
- (47) Wspólną cechą technik marketingowych i sprzedażowych przyjętych przez branżę kontraktów CFD jest oferowanie korzyści handlowych (pieniężnych i niepieniężnych), takich jak bonusy mające na celu przyciągnięcie i zachęcenie klientów detalicznych do inwestowania w kontrakty CFD, prezenty (np. wycieczki, samochody, towary elektroniczne), szkolenia w zakresie inwestora lub obniżone koszty (na przykład spread lub opłaty) <sup>(4)</sup>.
- (48) Premie i inne korzyści mogą odciągać uwagę od wysokiego ryzyka związanego z produktem. Zazwyczaj służą przyciągnięciu klientów detalicznych i zachęcaniu ich do obrotu instrumentami. Klienci detaliczni mogą uznać te promocje za najważniejszą cechę produktu, nie będąc w stanie właściwie ocenić poziomu ryzyka związanego z produktem.
- (49) Co więcej, korzyści oferowane w zamian za otwarcie rachunku CFD często wiążą się z wymaganiami, aby klienci wpłacili dostawcy środki i przeprowadzili określoną liczbę transakcji w wyznaczonym czasie. Biorąc pod uwagę dowody wskazujące, że większość klientów detalicznych ponosi straty z transakcji CFD, często oznacza to, że klienci tracą więcej pieniędzy, bo inwestują w kontrakty CFD częściej niż robiliby to bez oferty premii.
- (50) W wyniku prowadzonych działań nadzorczych kilkanaście właściwych organów krajowych stwierdziło, że warunki ofert promocyjnych często wprowadzają w błąd, a wielu klientów nie zna warunków, na jakich korzyści/premie są oferowane. Wielu klientów zgłosiło wreszcie trudności z wychodzeniem z inwestycji w przypadku próby skorzystania z premii <sup>(5)</sup>.
- (51) Oprócz czynników wymienionych powyżej wiele właściwych organów krajowych <sup>(6)</sup> zauważa, że modele dystrybucji obserwowane w tym sektorze rynku są obciążone pewnym konfliktem interesów <sup>(7)</sup>. Nacisk na utrzymanie dopływu nowych klientów zwiększa ryzyko wystąpienia konfliktu interesów. Konflikt interesów może wynikać z tego, że niektórzy dostawcy kontraktów CFD są kontrahentami transakcji klientów bez zabezpieczenia swojej ekspozycji, w związku z czym ich interesy są bezpośrednio sprzeczne z interesami klientów. W przypadku tych dostawców istnieje większe ryzyko i zachęta do manipulowania cenami referencyjnymi, stosowania mniej przejrzystych cen referencyjnych lub prowadzenia innych wątpliwych praktyk, takich jak anulowanie rentownych transakcji pod błahym pretekstem. Występuje również ryzyko, że dostawcy mogą próbować stosować asymetryczny poślizg cenowy (np. przenosić na klienta stratę wynikłą z poślizgu cenowego, a dla siebie zachowywać zysk). Dostawcy mogą celowo opóźniać czas między kwotowaniem a realizacją transakcji CFD, aby jeszcze skuteczniej wykorzystywać ten proceder. Właściwe organy krajowe wskazały również praktyki, w ramach których dostawcy kontraktów CFD stosują asymetryczne lub niespójne marże w stosunku do spreadów podstawowych.
- (52) Opisane powyżej praktyki marketingowe i dystrybucyjne związane z kontraktami CFD potwierdzają istnienie poważnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów w odniesieniu do kontraktów CFD.

<sup>(1)</sup> Np. ES-CNMV, UK-FCA, CY-CySEC i DE-BaFin.

<sup>(2)</sup> W szczególności UK-FCA. W Niemczech wprowadzono przepisy chroniące klientów przed stratami (generalny akt administracyjny DE-BaFin opublikowany 8 maja 2017 r., który zakazuje wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży klientom detalicznym kontraktów CFD, jeśli nie wykluczają one dodatkowych zobowiązań płatniczych).

<sup>(3)</sup> Na przykład ES-CNMV stwierdził, że klienci zwykle działają przez krótki czas ze względu na negatywne wyniki.

<sup>(4)</sup> Część 6 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), w wersji z 31 marca 2017 r., zawiera mało prawdopodobne, aby firma oferująca bonus mający na celu zachęcenie klientów detalicznych do inwestowania w handel złożonymi produktami spekulacyjnymi, takimi jak kontrakty CFD czy rolowane spoty walutowe, była w stanie wykazać, że działa uczciwie i profesjonalnie oraz w najlepszym interesie swoich klientów detalicznych.

<sup>(5)</sup> Np. FR-AMF, UK-FCA i ES-CNMV.

<sup>(6)</sup> Np. CZ-CNB, FR-AMF, HU-MNB, LU-CSSF i UK-FCA.

<sup>(7)</sup> Część 2 pytań i odpowiedzi dotyczących dostarczania kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych klientom detalicznym w świetle MiFID (ESMA-35-36-794), w wersji z 31 marca 2017 r., zawiera szczegółowe omówienie niektórych tego rodzaju konfliktów interesów.

**3. WYMOGI REGULACYJNE OBOWIĄZUJĄCE OBECNIE NA MOCY PRZEPISÓW PRAWA UNII NIE UWZGLĘDNIĄ ISTOTNYCH PROBLEMÓW W DZIEDZINIE Z OCHRONĄ INWESTORÓW (ART. 40 UST. 2 LIT. b) ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (53) Zgodnie z wymogami art. 40 ust. 2 lit. b) rozporządzenia (UE) nr 600/2014 ESMA rozważył, czy wymogi regulacyjne w ramach prawa Unii, które mają zastosowanie do danego instrumentu finansowego lub działalności zapewniają odpowiednią ochronę inwestorów przed zidentyfikowanymi zagrożeniami. Obowiązujące wymogi regulacyjne określone są w dyrektywie 2014/65/UE, rozporządzeniu (UE) nr 600/2014 i rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 <sup>(1)</sup>. Obejmują one w szczególności: (i) wymóg dostarczania klientom odpowiednich informacji w art. 24 ust. 3 i 4 dyrektywy 2014/65/UE <sup>(2)</sup>; (ii) wymogi odpowiedniości i adekwatności w art. 25 ust. 2 i 3 dyrektywy 2014/65/UE <sup>(3)</sup>; (iii) wymogi najlepszego wykonywania zleceń w art. 27 dyrektywy 2014/65/UE <sup>(4)</sup>; (iv) wymogi w zakresie zarządzania produktem w art. 16 ust. 3 i art. 24 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE oraz (v) wymogi informacyjne w art. 5–14 rozporządzenia (UE) nr 1286/2014.
- (54) Niektórzy dostawcy, brokerzy i organizacje handlowe wyraźnie wskazywali w swoich odpowiedziach na zaproszenie do zgłaszania uwag, że ESMA musi rozważyć skutki nowego prawodawstwa przed zastosowaniem jakichkolwiek środków interwencji produktowej, w szczególności niedawne przyjęcie dyrektywy MiFID II (w szczególności zasad dotyczących zarządzania produktami) i PRIIP.
- (55) Należy zauważyć, że pod względem zakresu i treści szereg wymogów regulacyjnych obowiązujących na mocy dyrektywy 2014/65/UE i rozporządzenia (UE) nr 600/2014 jest podobnych do wymogów wynikających z dyrektywy 2004/39/WE <sup>(5)</sup>. Pomimo, iż dyrektywę 2014/65/UE i rozporządzenie (UE) nr 600/2014 przyjęto w celu poprawy kilku istotnych aspektów świadczenia usług inwestycyjnych i działań mających na celu wzmocnienie ochrony inwestorów (w tym poprzez uprawnienia w zakresie interwencji produktowej), zmiany szeregu właściwych przepisów nie obejmują konkretnych problemów opisanych w niniejszej decyzji. Ze względu na ryzyka i możliwość wystąpienia szkód dla inwestorów, o których mowa w niniejszej decyzji, kilka przepisów pozostało zasadniczo niezmienionych.
- (56) Wymogi dotyczące dostarczania klientom odpowiednich informacji zostały doprecyzowane w dyrektywie 2014/65/UE w szczególności wprowadzono poprawki w zakresie ujawniania kosztów i opłat oraz obowiązków dla firm inwestycyjnych do dostarczania klientom zbiorczych informacji o wszystkich kosztach i opłatach związanych z usługami inwestycyjnymi i instrumentami finansowymi. Jednakże powyższe wymogi są wyraźnie niewystarczające, aby przeciwdziałać złożonemu ryzyku wynikającemu z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym.
- (57) W szczególności art. 24 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE nakłada na firmy inwestycyjne między innymi obowiązek zapewnienia, aby wszystkie informacje, w tym informacje marketingowe, kierowane do klientów lub potencjalnych klientów, były rzetelne, jasne i nie wprowadzały w błąd. Zgodnie z treścią art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE, firmy inwestycyjne mają obowiązek dostarczać klientom i potencjalnym klientom we właściwym czasie odpowiednich informacji dotyczących firmy i jej usług, instrumentów finansowych oraz proponowanych strategii inwestycyjnych, miejsc realizacji zlecenia oraz wszystkich kosztów i opłat z nimi związanych, jak również wytycznych i ostrzeżeń o ryzyku związanym z inwestowaniem w te instrumenty finansowe i tego, czy dany instrument finansowy jest przeznaczony dla klientów detalicznych czy profesjonalnych.
- (58) ESMA wziął również pod uwagę znaczenie zasad ujawniania informacji obowiązujących na mocy rozporządzenia (UE) nr 1286/2014. W rozporządzeniu (UE) nr 1286/2014 wprowadzono jednolite przepisy dotyczące formatu i treści dokumentu zawierającego informacje, jaki ma być dostarczony inwestorom detalicznym przez twórców detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) w celu umożliwienia im zrozumienia i porównania kluczowych cech PRIIP i kluczowych ryzyk z nimi

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

<sup>(2)</sup> Wcześniej art. 19 ust. 2 i 3 dyrektywy 2004/39/WE.

<sup>(3)</sup> Poprzednio art. 19 ust. 4 i 5 dyrektywy 2004/39/WE.

<sup>(4)</sup> Wcześniej art. 21 dyrektywy 2004/39/WE.

<sup>(5)</sup> W załączniku IV do dyrektywy 2014/65/UE przedstawiono tabelę korelacji między wymogami dyrektywy 2004/39/WE a wymogami dyrektywy 2014/65/UE i rozporządzenia (UE) nr 600/2014.

związanych. W szczególności art. 5 rozporządzenia (UE) nr 1286/2014, wprowadzony następnie w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2017/653 <sup>(1)</sup>, określa między innymi metodologię prezentacji wskaźnika łącznego ryzyka wraz z wyjaśnieniami, w tym informacji na temat możliwości utraty całego zainwestowanego kapitału lub poniesienia dodatkowych zobowiązań finansowych. Tego rodzaju informacje nie uświadamiają jednak w dostatecznym stopniu klientom detalicznym konsekwencji inwestowania w kontrakty CFD. Na przykład wskaźnik wyników odnosi się tylko do indywidualnego produktu CFD, co nie daje klientowi pojęcia o ogólnym odsetku rachunków klientów detalicznych, którzy ponoszą straty na transakcjach CFD. Co więcej wskaźnik łącznego ryzyka nie obejmuje bezpośrednich informacji o wcześniejszych wynikach produktu, a informacje te niekoniecznie są zawarte w wyjaśnieniach, jako że twórca PRIIPS ma pewien margines uznania, jeśli chodzi o zakres treści w nich przedstawianych.

- (59) ESMA przeanalizował, czy wymogi te mogłyby stanowić odpowiedź na niektóre lub wszystkie obawy związane z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów CFD klientom detalicznym bądź przynajmniej eliminować konieczność wprowadzenia ostrzeżeń o ryzyku do niniejszej decyzji. Wymogi te nie gwarantują jednak, że klienci detaliczni w całej Unii będą jednolicie i skutecznie informowani o ryzyku związanym z obrotem kontraktami CFD. W szczególności wydaje się, że wskazówki i ostrzeżenia, o których mowa w art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE, nie rozwiązują tych problemów, zważywszy na rozbieżności w informacjach dostarczanych klientom, które mogą niewystarczająco zwrócić ich uwagę na konkretne konsekwencje wynikające z transakcji CFD. Ostrzeżenia o ryzyku wprowadzone w niniejszej decyzji dostarczą klientom detalicznym ważnych informacji, a mianowicie na temat odsetka rachunków detalicznych odnoszących straty na transakcjach CFD w poszczególnych firmach. Ponadto nastąpiłaby harmonizacja praktyk w działalności transgranicznej, zapewniając w ten sposób inwestorom w całej Unii równy poziom informacji.
- (60) Wymagania dotyczące odpowiedniości zostały również wzmocnione w dyrektywie 2014/65/UE poprzez wprowadzenie wymogu dostarczenia klientowi sprawozdania na temat odpowiedniości oraz udoskonalenie oceny odpowiedniości. W szczególności art. 25 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE zobowiązuje dostawców kontraktów CFD do uzyskania niezbędnych informacji dotyczących wiedzy lub doświadczenia klienta bądź potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej między innymi do określonego rodzaju produktu, jego sytuacji finansowej, w tym jego zdolności ponoszenia strat, oraz jego celów inwestycyjnych, w tym jego tolerancji ryzyka, tak aby dostawca kontraktów CFD mógł rekomendować klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego i odpowiadające jego tolerancji ryzyka i zdolności ponoszenia strat instrumenty finansowe. Wymagania dotyczące odpowiedniości mają jednak zastosowanie wyłącznie do świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, a zatem zazwyczaj nie mają znaczenia w odniesieniu do transakcji CFD, które w większości odbywają się za pośrednictwem platform elektronicznych, bez świadczenia doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem.
- (61) Ponadto cele oceny odpowiedniości (ocena produktów pod kątem wiedzy i doświadczenia klientów, sytuacji finansowej i celów inwestycyjnych) pozostały zasadniczo niezmienione w porównaniu z systemem wprowadzonym na mocy dyrektywy 2004/39/WE i, jak wykazano w niniejszej decyzji, nie okazały się wystarczające, by ochronić inwestorów przez zidentyfikowanymi stratami.
- (62) Również wymogi dotyczące adekwatności zostały wzmocnione w dyrektywie 2014/65/UE, głównie poprzez zawężenie listy produktów niezłożonych, a tym samym ograniczenie zakresu produktów związanych jedynie z usługą wykonania zlecenia. Artykuł 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE zobowiązuje dostawców kontraktów CFD do uzyskania niezbędnych informacji dotyczących wiedzy lub doświadczenia klienta bądź potencjalnego klienta w dziedzinie inwestycji odpowiedniej między innymi do oferowanego lub żadanego danego rodzaju produktu, tak aby dostawca mógł ustalić, czy produkt jest odpowiedni dla danego klienta lub potencjalnego klienta. Dostawca zobowiązany jest ostrzec klienta lub potencjalnego klienta, jeśli uzna, że produkt jest dla niego nieodpowiedni. Kontrakty CFD zaliczają się do złożonych produktów finansowych i dlatego podlegają testowi adekwatności zgodnie z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE.

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

- (63) Tak już jednak było w przypadku dyrektywy 2004/39/WE, która przewidywała zasadniczo taki sam test adekwatności co dyrektywa 2014/65/UE. Jak wykazano w niniejszej decyzji i jak dowodzi doświadczenie krajowych organów nadzorczych, test adekwatności nie był wystarczający, aby rozwiązać opisany w niniejszej decyzji problem dotyczący ochrony inwestorów <sup>(1)</sup>.
- (64) Jest zatem mało prawdopodobne, aby testy zarówno odpowiedności, jak i adekwatności zgodnie z obowiązującymi wymogami regulacyjnymi mogły zapobiec zawieraniu transakcji CFD przez klientów detalicznych, rozwiązując w ten sposób istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów.
- (65) Większość zasad dotyczących najlepszego wykonania (ang. *best execution*) zlecenia obowiązywała już na mocy dyrektywy 2004/39/WE. Zasady te zaostrzono jednak na mocy dyrektywy 2014/65/UE. W szczególności artykuł 27 dyrektywy 2014/65/UE stanowi, że firmy inwestycyjne muszą podjąć „wszelkie wystarczające działania” (już nie „wszystkie uzasadnione działania”) w celu uzyskania dla swoich klientów możliwie najlepszych wyników podczas realizacji zleceń. Ponadto uczestnicy rynku muszą publikować dodatkowe informacje, a w szczególności firmy inwestycyjne mają obowiązek ujawnić pięć najważniejszych systemów, w których realizowały zlecenia klientów, oraz wyniki osiągnięte podczas realizacji tych zleceń.
- (66) ESMA przeanalizował, czy zmienione zasady najlepszego wykonywania zleceń mogłyby rozwiązać przynajmniej niektóre z problemów związanych z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów CFD klientom detalicznym. Zwiększona przejrzystość realizacji zleceń pomaga klientom lepiej zrozumieć i ocenić jakość praktyk firmy w tym zakresie, a tym samym lepiej ocenić jakość ogółu świadczonych usług. Ponadto lepsze informacje na temat sposobu realizacji zleceń pomagają klientom w sprawdzaniu, czy firma podjęła wszystkie kroki wystarczające do uzyskania najlepszych możliwych wyników dla klienta. Wymagania dotyczące najlepszego wykonywania zleceń wzmacniają również standard wykonywania zleceń w przypadku produktów będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, nakładając na firmy obowiązek sprawdzenia uczciwości (*fairness*) ceny zaproponowanej klientowi przy wykonywaniu zleceń lub podejmowaniu decyzji o zawarciu transakcji na produkty będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, w tym produkty na zamówienie. Wymogi określone w dyrektywie 2014/65/UE oznaczają obowiązek gromadzenia danych rynkowych wykorzystanych do oszacowania ceny takiego produktu oraz, o ile jest to możliwe, w drodze porównania ich z podobnymi lub porównywalnymi produktami. Jednak reguły dotyczące najlepszego wykonania nie dotyczą bezpośrednio ryzyka związanego z usługami innymi niż wykonanie, ani szeroko pojętego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży tych produktów klientom detalicznym.
- (67) W odniesieniu do tych zasadniczo podobnych wymogów regulacyjnych ESMA wielokrotnie wskazywał opisane powyżej zagrożenia w ostrzeżeniach dla inwestorów, pytaniach i odpowiedziach <sup>(2)</sup> oraz w opinii w sprawie „praktyk MiFID w odniesieniu do firm sprzedających produkty złożone”. ESMA przeprowadził również prace w zakresie konwergencji nadzoru, między innymi za pośrednictwem wspólnej grupy (*Joint Group*) i grupy zadaniowej ds. CFD (*CFD task force*). Pomimo szerokiego zastosowania przez ESMA niewiążących instrumentów w celu zapewnienia spójnego i skutecznego stosowania obowiązujących wymogów regulacyjnych, obawy dotyczące ochrony inwestorów wciąż pozostają aktualne. Oznacza to, że z przyczyn wskazanych w niniejszej sekcji, wymogi te nie rozwiązują zidentyfikowanego problemu.
- (68) ESMA wziął pod uwagę potencjalny wpływ zasad dotyczących zarządzania produktami w art. 16 ust. 3 i art. 24 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE. Zasady te wymagają od firm tworzących instrumenty finansowe (a zatem również CFD) w celu sprzedaży klientom zapewnienia, aby instrumenty te były konstruowane w sposób odpowiadający na potrzeby określonego rynku docelowego klientów końcowych w ramach danej kategorii klientów, aby strategia dystrybucji instrumentów finansowych była zgodna z określonym rynkiem docelowym oraz aby firma podejmowała uzasadnione działania w celu zapewnienia dystrybucji produktu finansowego na określonym rynku docelowym i okresowo dokonywała przeglądu danych identyfikacyjnych rynku docelowego oraz wyników oferowanych produktów. Dostawcy kontraktów CFD muszą rozumieć oferowane lub rekomendowane przez siebie instrumenty finansowe, oceniać ich zgodność z potrzebami klientów, którym świadczą usługi inwestycyjne, przy uwzględnieniu również określonego rynku docelowego klientów końcowych, a także muszą zapewnić, aby instrumenty finansowe oferowano lub rekomendowano tylko wówczas, gdy jest to w interesie klienta. Ponadto dostawcy kontraktów CFD oferujący lub rekomendujący klientom instrumenty finansowe innego dostawcy

<sup>(1)</sup> Na przykład IE-CBI wyraził obawy dotyczące kryteriów oceny wiedzy i doświadczenia wskutek przeprowadzonej kontroli tematycznej (<https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Co więcej, dane otrzymane przez UK-FCA w pierwszym kwartale 2017 r. od dostawców kontraktów CFD pokazują, że u jednych z największych dostawców detalicznych kontraktów CFD w Zjednoczonym Królestwie (reprezentujących około 70 % właściwego rynku w Zjednoczonym Królestwie) około 50 % klientów nie zaliczyło badania odpowiedności, ale kontynuowało inwestycję po otrzymaniu ostrzeżenia o podwyższonym ryzyku. Ponadto UK-FCA zaobserwował powtarzające się nieprawidłowości w odniesieniu do adekwatności ocen odpowiedności oraz związanych z nimi polityk i procedur (zob. powyżej).

<sup>(2)</sup> Pytania i odpowiedzi ESMA (Q&A) dotyczące sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794), zaktualizowane w dniu 31 marca 2017 r.

kontraktów CFD powinni również dysponować odpowiednimi rozwiązaniami w celu uzyskiwania i zrozumienia odpowiednich informacji dotyczących procesu zatwierdzania produktu, w tym określonego rynku docelowego oraz cech produktu. Dostawcy kontraktów CFD dystrybuujący produkty finansowe wytwarzane przez firmy niepodlegające wymogom w zakresie zarządzania produktami określonym w dyrektywie 2014/65/UE lub wytwarzanymi przez firmy z państw trzecich powinni również dysponować odpowiednimi rozwiązaniami w celu uzyskania wystarczających informacji o instrumentach finansowych.

- (69) ESMA zauważa, że wymogi w zakresie zarządzania produktami zostały wprowadzone po raz pierwszy w prawie Unii na mocy dyrektywy 2014/65/UE. W dniu 2 czerwca 2017 r. ESMA opublikował „Wytyczne dotyczące wymogów w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II”, w których udzielił wytwórcom i dystrybutorom wytycznych dotyczących oceny rynku docelowego <sup>(1)</sup>.
- (70) Choć wymogi te mogłyby zawęzić rodzaj klientów (rynek docelowy), dla których kontrakty CFD byłyby odpowiednie i którzy mogliby być zatem odbiorcami takich produktów, nie obejmują one kluczowych rodzajów ryzyka opisanych w niniejszej decyzji, a związanych z cechami produktu (np. wysoka dźwignia finansowa) lub powiązanych praktyk (np. dopuszczenie możliwości ponoszenia dodatkowych zobowiązań finansowych lub oferowanie premii). W szczególności nie ograniczają one dystrybucji produktów o powyższych cechach na rynek masowy. Szkody wyrządzone klientom wskazują natomiast, że praktyki w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD nie są odpowiednie dla masowego rynku detalicznego, jeśli nie towarzyszą im pewne ograniczenia, które nie są szczegółowo określone w wymaganiach dotyczących zarządzania produktami. Choć respondenci, w odpowiedzi na zaproszenie do zgłaszania uwag, słusznie stwierdzili, że wymogi w zakresie zarządzania produktami są ważnymi aspektami dla określania rynku docelowego i dostosowania strategii dystrybucji do tego rynku, to niektórzy dostawcy uważają kontrakty CFD z wysoką dźwignią finansową (np. 100:1) <sup>(2)</sup> za odpowiedni produkt dla klientów detalicznych nawet w przypadkach, w których zastosowanie mają wymagania w zakresie zarządzania produktami (stwierdzają oni, że rynek docelowy kontraktów CFD z taką dźwignią jest rynkiem masowym). Po wdrożeniu dyrektywy 2014/65/UE i przewidzianych w niej wymogów w zakresie zarządzania produktami niektóre firmy wciąż prowadzą obrót kontraktami CFD o tak wysokim poziomie dźwigni na rynku masowym (firmy te przeprowadzają jedynie ocenę adekwatności). ESMA i właściwe organy krajowe nie zgadzają się z takim podejściem. Pokazuje to, że wymagania w zakresie zarządzania produktami wciąż dają pewien margines swobody poszczególnym dostawcom w zakresie identyfikacji cech produktów, które zamierzają zaoferować swoim klientom. Nadal brakuje zatem wspólnego minimalnego poziomu ochrony inwestorów w całej Unii.
- (71) Pomimo istnienia tych wymogów regulacyjnych, dowody wskazują, że klienci detaliczni wciąż tracą – i będą tracić – pieniądze na inwestycjach w kontrakty CFD. Dlatego środek ten jest konieczny, aby zaradzić temu zagrożeniu.

#### **4. WŁAŚCIWE ORGANY NIE PODJĘŁY DZIAŁAŃ W CELU OGRANICZENIA ZAGROŻENIA LUB PODJĘTE DZIAŁANIA NIE STANOWIĄ ODPOWIEDNIEJ OCHRONY PRZED ZAGROŻENIEM (ART. 40 UST. 2 LIT. c) ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (72) Jednym z warunków przyjęcia przez ESMA ograniczenia w niniejszej decyzji jest to, że właściwy organ lub właściwe organy nie rozpoczęły działań w celu ograniczenia zagrożenia, a podjęte działania nie uwzględniają w odpowiedni sposób zagrożenia.
- (73) Problem ochrony inwestorów opisany w niniejszej decyzji skłonił niektóre właściwe organy krajowe do zasięgnięcia opinii na temat krajowych działań mających na celu ograniczenie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym lub do podjęcia takich działań:
- (i) w sierpniu 2016 r. belgijski właściwy organ krajowy („BE-FSMA”) wprowadził zakaz sprzedaży niektórych kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (w tym kontraktów CFD) w stosunku do klientów detalicznych. Ponadto zakazano stosowania szeregu agresywnych lub niewłaściwych technik dystrybucji, takich jak akwizycja telefoniczna za pośrednictwem zewnętrznych centrów obsługi, nieodpowiednie formy wynagrodzenia oraz fikcyjne prezenty lub bonusy <sup>(3)</sup>;
  - (ii) od listopada 2016 r. CY-CySEC wymaga od dostawców kontraktów CFD posiadania polityki w zakresie dźwigni finansowej i stosowania limitów dźwigni nieprzekraczających 50:1 w odniesieniu do klientów detalicznych, chyba że klient wymaga wyższej dźwigni, a posiada odpowiednią wiedzę i doświadczenie <sup>(4)</sup>. CY-CySEC wymaga również, aby dostawcy zapewniali ochronę przed ujemnym saldem dla rachunków CFD. Ponadto od połowy marca 2017 r. obowiązuje zakaz promocji w formie bonusów <sup>(5)</sup>;

<sup>(1)</sup> „Wytyczne dotyczące wymogów w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II” z 2 czerwca 2017 r. (ESMA35-43-620).

<sup>(2)</sup> O dźwigni na poziomie 100:1 jest wyraźnie mowa w odpowiedziach np. London Capital Group Ltd, Domu Maklerskiego TMS Brokers S. A., GKFX Financial Services Limited, AxiCorp Financial Services Pty Ltd, Swissquote i w kilku odpowiedziach poufnych.

<sup>(3)</sup> Zarządzenie BE-FSMA regulujące dystrybucję niektórych pochodnych instrumentów finansowych na rzecz klientów.

<sup>(4)</sup> Okólnik CY-CySEC nr C168 z 30 listopada 2016 r.

<sup>(5)</sup> Okólnik CY-CySEC nr C168 z 30 listopada 2016 r.

- (iii) od grudnia 2016 r. przepisy we Francji zakazują przekazywania osobom fizycznym materiałów marketingowych dostawców usług inwestycyjnych w odniesieniu do kontraktów CFD, w przypadku których straty klienta nie podlegają ograniczeniu <sup>(1)</sup>;
- (iv) od lipca 2015 r. PL-KNF wymaga stosowania limitów dźwigni w odniesieniu do kontraktów CFD dla klientów detalicznych nie wyższych niż 100:1. <sup>(2)</sup> W lipcu 2017 r. polskie Ministerstwo Finansów opublikowało projekt zmiany w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi w celu ustalenia maksymalnej dźwigni finansowej w wysokości 25:1 dla wszystkich klas aktywów i instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu detalicznego, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego <sup>(3)</sup>. Po szeroko zakrojonych konsultacjach społecznych w okresie od lipca do listopada 2017 r., 13 grudnia 2017 r. polskie ministerstwo finansów ogłosiło aktualizację projektu. Zaktualizowany projekt ma być przedmiotem konsultacji społecznych w okresie 13–22 grudnia 2017 r. Nowy projekt wprowadza dwa różne maksymalne limity dźwigni: 100:1 dla doświadczonych klientów detalicznych (tych, którzy zawarli co najmniej 40 transakcji w ciągu 24 miesięcy przed zawarciem nowej transakcji, dla której ustalany jest limit dźwigni) i 50:1 dla niedoświadczonych klientów detalicznych <sup>(4)</sup>.
- (v) od października 2017 r. maltański właściwy organ krajowy ds. usług finansowych („MT-MFSA”) stosuje politykę rynku walutowego, która wymaga od dostawców kontraktów CFD, *rolling spot forex* i innych złożonych produktów spekulacyjnych ustalania następujących limitów dźwigni finansowej: 50:1 dla klientów detalicznych i 100:1 dla klientów detalicznych, którzy chcą być traktowani jako klienci profesjonalni <sup>(5)</sup>;
- (vi) w maju 2017 r. niemiecki właściwy organ krajowy (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; DE-BaFin) zakazał wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży klientom detalicznym kontraktów CFD, które nie wykluczają dodatkowych zobowiązań finansowych <sup>(6)</sup>;
- (vii) w marcu 2017 r. ES-CNMV zwróciła się do podmiotów z siedzibą w Hiszpanii, które sprzedają klientom detalicznym produkty CFD lub forex o ponad dziesięciokrotnej dźwigni lub opcje binarne, aby wyraźnie poinformowały klientów, że w opinii ES-CNMV takie produkty nie są odpowiednie dla klientów detalicznych ze względu na ich złożoność i poziom ryzyka. Podmioty te zostały również zobowiązane do poinformowania klientów o kosztach, jakie musieliby ponieść w razie decyzji o zamknięciu pozycji po zakupie takich produktów, a w przypadku kontraktów CFD i produktów walutowych – ostrzeżenia ich, że z powodu dźwigni straty mogą przewyższyć kwotę wpłaconą za zakup danego produktu. Dodatkowo mają one obowiązek uzyskać od klienta oświadczenie (spisane odręcznie lub zaprotokołowane), które pozwoli im udowodnić, że klient jest świadomy, iż produkt, który zamierza nabyć, jest szczególnie złożony i w opinii ES-CNMV nie jest odpowiedni dla klienta detalicznego. Ponadto materiały reklamowe wykorzystywane przez podmioty objęte działaniami ES-CNMV w celu promowania przedmiotowych produktów muszą zawsze zawierać ostrzeżenie, że zrozumienie produktów może być trudne, a ES-CNMV uważa, że produkty te nie są odpowiednie dla klientów detalicznych ze względu na ich złożoność i poziom ryzyka. ES-CNMV zwrócił się również do CY-CySEC i UK-FCA o poinformowanie dostawców kontraktów CFD o tych wymogach, zachęcając dostawców świadczących usługi w Hiszpanii do zamieszczania ostrzeżeń o tej treści <sup>(7)</sup>;
- (viii) 6 marca 2017 r. IE-CBI przedstawił dokument konsultacyjny, który miał na celu pozyskanie opinii na temat dwóch głównych opcji: (i) zakazu dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym lub (ii) wdrożenia ulepszonych środków ochrony inwestorów, w tym ograniczenia dźwigni finansowej i wymogu, aby straty klientów detalicznych nie przekraczały kwoty wpłaconej dla każdej pozycji <sup>(8)</sup>;

<sup>(1)</sup> Artykuł 72 de Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

<sup>(2)</sup> Dostępne na stronie: <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000073>

<sup>(3)</sup> Dostępne na stronie: <http://legislacja.gov.pl/docs//2/12300403/12445426/12445427/dokument298571.pdf>

<sup>(4)</sup> Dostępne na stronie: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12300403/12445438/12445439/dokument321489.pdf>.

<sup>(5)</sup> MT-MFSA: Wymogi dla firm świadczących usługi inwestycyjne kategorii 2 lub kategorii 3, które zamierzają dystrybuować kontrakty CFD lub rolowane spoty walutowe w świetle systemu MiFID z 3 kwietnia 2017 r., dostępne na stronie: [https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403\\_Revised%20online%20forex%20policy\\_clean.pdf](https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403_Revised%20online%20forex%20policy_clean.pdf)

<sup>(6)</sup> Generalny akt administracyjny DE-BaFin został opublikowany 8 maja 2017 r., a dostawcy kontraktów CFD musieli wdrożyć odpowiednie środki w terminie do 10 sierpnia 2017 r. Akt jest dostępny na stronie: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_170508\\_allgvfg\\_cfd\\_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025.2\\_cid290?nn=7846960](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025.2_cid290?nn=7846960).

<sup>(7)</sup> Planowane działania zostały ogłoszone w komunikacie ES-CNMV z dnia 21 marca 2017 r. dotyczącym wprowadzania do obrotu kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych skierowanych do inwestorów detalicznych.

<sup>(8)</sup> Dokument konsultacyjny 107 w sprawie ochrony inwestorów detalicznych w związku z dystrybucją kontraktów CFD.



- (ix) 10 maja 2017 r. grecki właściwy organ krajowy (Νλληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς; EL-HCMC) wydał okólnik dotyczący świadczenia usług inwestycyjnych w zakresie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (w tym produktów walutowych, kontraktów CFD i opcji binarnych) za pośrednictwem elektronicznych platform obrotu <sup>(1)</sup>;
- (x) w lutym 2018 r. PT-CMVM wydał okólnik, w którym firmy inwestycyjne zostały zobowiązane do powstrzymania się od świadczenia usług w zakresie instrumentów pochodnych powiązanych z kryptowalutami, jeżeli nie są w stanie zapewnić przestrzegania wszystkich obowiązków w zakresie informowania klientów o cechach produktów.
- (74) Ponadto norweski właściwy organ krajowy (Finanstilsynet; NO-Finanstilsynet) opublikował w dniu 26 lutego 2018 r. dokument konsultacyjny, w którym proponuje między innymi w odniesieniu do kontraktów CFD środki podobne do tych wskazanych przez ESMA w zaproszeniu do zgłaszania uwag. Konsultacje trwają od 26 lutego do 26 marca 2018 r. <sup>(2)</sup>.
- (75) Inne właściwe organy krajowe wydały ostrzeżenia dla klientów detalicznych w związku z kontraktami CFD. W szczególności:
- (i) w grudniu 2016 r. AT-FMA wydał ostrzeżenie dotyczące ryzyka związanego z kontraktami CFD, rolling spot forex i opcjami binarnymi;
- (ii) w lutym 2017 r. IT-CONSOB wydał specjalny komunikat ostrzegający włoskich klientów detalicznych przed ryzykiem związanym z kontraktami CFD <sup>(3)</sup>;
- (iii) w listopadzie 2017 r. UK-FCA wydał ostrzeżenie dotyczące ryzyka związanego z kontraktami CFD na kryptowaluty <sup>(4)</sup>.
- (76) Ponadto NO-Finanstilsynet cofnął zezwolenie dla dostawcy kontraktów CFD po przeprowadzeniu kontroli na miejscu.
- (77) Jak wykazano powyżej, niektóre z działań mających na celu rozwiązanie problemu ochrony inwestorów wynikającego z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym zostały podjęte lub były rozważane przez właściwe organy krajowe w 13 z 28 państw członkowskich. Środki te są bardzo zróżnicowane, obejmując między innymi zakaz komercjalizacji kontraktów CFD w stosunku do klientów detalicznych, wprowadzenie pewnych limitów dźwigni, ograniczenia marketingowe oraz wymóg zapewnienia ochrony przed ujemnym saldem. Jednakże choć działania te przyniosły pewne efekty, istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów wciąż utrzymuje się.
- (78) Na przykład we Francji, gdzie przyjęto jedno z najbardziej rygorystycznych środków w Unii, FR-AMF potwierdza, że nadal ma obawy związane z cechami omawianych produktów oraz ich ciągłym oferowaniem klientom detalicznym. Liczba skarg wpływających do FR-AMF w związku z tymi produktami, choć spadła w 2017 r., jest wciąż znacząca (33 %) <sup>(5)</sup> w stosunku do ogólnej liczby skarg wnoszonych w związku z innymi produktami i usługami inwestycyjnymi. Przyjęcie środków w Polsce w lipcu 2015 r. nie wystarczyło, aby rozwiązać problem ochrony inwestorów. Jak wcześniej wspomniano, badanie przeprowadzone przez PL-KNF w pierwszym kwartale 2018 r. wykazało, że 79,69 % klientów straciło pieniądze w 2017 r., a średnia strata na klienta wzrosła.
- (79) Organ belgijski jest natomiast zadowolony z efektów swoich działań, jednak wprowadził on zakaz komercjalizacji kontraktów CFD w stosunku do klientów detalicznych, a zatem produkty te nie mogą już być legalnie oferowane klientom detalicznym w Belgii.
- (80) ESMA nie dysponuje na tym etapie dowodami wskazującymi na konieczność zakazu – w przeciwieństwie do ograniczeń dotyczących wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym na poziomie ogólnounijnym. Jednak biorąc pod uwagę, że poszczególne ograniczenia w ramach podjętych dotychczas środków krajowych, które zawierały tylko niektóre elementy ujęte w niniejszym środku (np. określone limity dźwigni lub ograniczenia marketingowe) okazały się niewystarczające, aby rozwiązać stwierdzony problem ochrony inwestorów, ESMA uważa za konieczne wprowadzenie każdego z wymogów zawartych w niniejszej decyzji na zasadzie pakietu, aby zapewnić minimalny poziom ochrony klientów detalicznych w całej Unii.

<sup>(1)</sup> Pismo okólnikowe HCMC nr 56/10.5.2017.

<sup>(2)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/455795d40fe4445f88a3b71b35079c94/horingsnotat-produktintervensjon.pdf>

<sup>(3)</sup> Komunikat CONSOB został opublikowany 13 lutego 2017 r. w biuletynie CONSOB, dostępnym pod adresem: (wersja włoska) <http://www.consob.it/web/area-pubblica/avvisi-ai-risparmiatori/documenti/tutela/cns/2017/ct20170207.html>; (wersja angielska) [http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en\\_newsletter/2017/year\\_23\\_n-05\\_13\\_february\\_2017.html#news2](http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en_newsletter/2017/year_23_n-05_13_february_2017.html#news2).

<sup>(4)</sup> Dostępne na stronie: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>

<sup>(5)</sup> 33 % wszystkich skarg otrzymanych przez AMF w 2017 r. dotyczy kontraktów CFD i opcji binarnych.

- (81) Co więcej, kontrakty CFD są zwykle wprowadzane do obrotu, dystrybuowane lub sprzedawane za pośrednictwem internetowych rachunków transakcyjnych. W związku z tym zakaz lub ograniczenie na poziomie krajowym nie wystarcza, aby chronić klientów detalicznych w państwach członkowskich innych niż kraj, w którym środek został wprowadzony, w sytuacji, gdy dostawcy kontraktów CFD działają w innych państwach członkowskich. Jak pokazują dane zgromadzone przez UK-FCA i CY-CySEC<sup>(1)</sup>, dostawcy kontraktów CFD są w stanie łatwo i szybko dotrzeć do nowych klientów w całej Unii, prowadząc działalność za pośrednictwem Internetu. Kolejnym przykładem świadczącym o utrzymującym się europejskim wymiarze działalności w tym obszarze jest informacja otrzymana przez ESMA od IT-CONSOB, że skargi złożone w sprawie kontraktów CFD i opcji binarnych w okresie od września 2017 r. do lutego 2018 r. dotyczyły w całości dostawców kontraktów CFD z pięciu różnych państw członkowskich, którzy działali we Włoszech, ze względu na swobodę świadczenia usług lub działalności inwestycyjnej bądź prawo do tworzenia oddziałów w innych państwach członkowskich<sup>(2)</sup>.
- (82) W związku z powyższym, aby działania krajowe były skuteczne z punktu widzenia klientów detalicznych w całej Unii, właściwe organy krajowe we wszystkich państwach członkowskich muszą w najbliższym czasie podjąć działania mające na celu wprowadzenie wspólnego, minimalnego poziomu ochrony inwestorów, wskazanego w niniejszej decyzji. Ponieważ nie miało to miejsca, a także ze względu na pilną potrzebę rozwiązania problemu ochrony inwestorów, ESMA uważa za konieczne skorzystanie z przysługujących jej uprawnień do tymczasowej interwencji produktowej. Fragmentaryczność ram prawnych sprawia, że klienci detaliczni albo nie są chronieni, albo mają zapewniony niejednakowy poziom ochrony w całej Unii, chociaż inwestują w te same złożone produkty, czasami oferowane przez tych samych dostawców.
- (83) Wreszcie wykorzystanie uprawnień nadzorczych przez właściwe organy krajowe na mocy art. 69 dyrektywy 2014/65/UE, na przykład jej ust. 2 lit. f) (tymczasowy zakaz działalności zawodowej) i lit. t) (zawieszenie obrotu lub sprzedaży w przypadku nieprzestrzegania wymogów procesu zatwierdzenia produktu), również nie rozwiązałoby istotnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów. Środek interwencji produktowej dotyczy produktu lub działalności związanej z tym produktem, a zatem wszystkich firm oferujących dany produkt lub prowadzących określony typ działalności, a nie jednego konkretnego przypadku niezgodności stwierdzonego w konkretnej firmie inwestycyjnej. Odpowiadając na ryzyko wynikające z oferty kontraktów CFD dla klientów detalicznych na poziomie ogólnounijnym, środek interwencyjny jest skuteczniejszy od działań, jakie właściwe organy krajowe próbują podejmować przeciwko każdej firmie z osobna. Jak zauważono powyżej, dowody wskazują, że jest to problem rynkowy, jako że nie ogranicza się do specyfiki poszczególnych dostawców, i że główne ryzyka są nierozdzielnie związane z produktem i modelem biznesowym usługodawców. W związku z tym zróżnicowane, indywidualne działania nadzorcze nie zapobiegałyby automatycznie dalszym szkodom dla klientów detalicznych i nie zapewniłyby odpowiedniej alternatywy wobec skorzystania przez ESMA z przysługujących mu uprawnień interwencyjnych. Transgraniczny charakter dystrybucji kontraktów CFD, ich wpływ na więcej niż jedno państwo członkowskie, rozprzestrzenianie się dystrybucji kontraktów CFD w nowych jurysdykcjach oraz mnogość różnych środków krajowych w celu rozwiązania podobnych problemów z zakresu ochrony inwestorów (które z kolei mogą przyczynić się do ryzyka arbitrażu regulacyjnego) prowadzą do wniosku, że konieczne są środki o charakterze ogólnounijnym, aby zapewnić wspólny poziom ochrony.

**5. DZIAŁANIE ESMA ODNOSI SIĘ DO ZIDENTYFIKOWANEGO, ISTOTNEGO PROBLEMU W DZIEDZINIE OCHRONY INWESTORÓW I NIE MA ONO SZKODLIWEGO WPŁYWU NA EFEKTYWNOŚĆ RYNKÓW FINANSOWYCH ANI NA INWESTORÓW, KTÓRY BYŁBY NIEWSPÓLMIERNY W STOSUNKU DO KORZYŚCI PŁYNĄCYCH Z TEGO DZIAŁANIA (ART. 40 UST. 2 LIT. a) I UST. 3 LIT. a) ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (84) Biorąc pod uwagę rozmiar i charakter stwierdzonego istotnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów, ESMA uznaje za konieczne i proporcjonalne czasowe ograniczenie obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym w sytuacji, w których spełnione zostaną określone warunki.
- (85) Ograniczenie ESMA rozwiązuje istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów poprzez zapewnienie odpowiedniego i jednolitego poziomu minimalnej ochrony klientom detalicznym inwestującym w kontrakty CFD w Unii. Co więcej, nie ma ono niekorzystnego wpływu na efektywność rynków finansowych ani na inwestorów, który to wpływ byłby niewspółmierny do płynących z niego korzyści.
- (86) Główne korzyści związane z tymczasowymi środkami interwencyjnymi ESMA są następujące:
- (i) ograniczenie ryzyka nieodpowiedniej sprzedaży (ang. *mis-selling*) kontraktów CFD i związanych z tym konsekwencji finansowych. Jest to duża korzyść dla klientów detalicznych i dla rynków finansowych ogółem;

<sup>(1)</sup> W Zjednoczonym Królestwie i na Cyprze, gdzie większość dostawców kontraktów CFD ma siedzibę, CY-CySEC i UK-FCA zgłosili wzrost liczby dostawców kontraktów CFD specjalizujących się w transgranicznej sprzedaży tych produktów klientom detalicznym ze 103 do 138 dostawców na Cyprze i ze 117 do 143 w Zjednoczonym Królestwie w latach 2016–2017.

<sup>(2)</sup> Artykuły 34 i 35 dyrektywy 2014/65/UE.

- (ii) ograniczenie ryzyka związanego z arbitrażem regulacyjnym lub nadzorczym pomiędzy różnymi podmiotami i jurysdykcjami;
  - (iii) przywrócenie zaufania inwestorów do rynków finansowych, w tym zaufania do dostawców działających w tym sektorze, których reputacja mogła uciec przez skutek problemów doświadczanych przez inwestorów.
- (87) ESMA uważa, że potencjalne konsekwencje finansowe i koszty dla dostawców przy wdrażaniu środków interwencyjnych przewidzianych w niniejszej decyzji będą miały charakter zarówno jednorazowy, jak i stały. Będą one związane między innymi z:
- (i) początkowymi i bieżącymi kosztami IT;
  - (ii) aktualizacją/przeglądem obowiązujących rozwiązań proceduralnych i organizacyjnych;
  - (iii) odpowiednimi kosztami personalnymi związanymi z wdrażaniem środków interwencyjnych ESMA (w tym dotyczącymi personelu działu zgodności i personelu dostarczającego odpowiednie usługi inwestycyjne lub informacje na temat produktów);
  - (iv) potencjalnym przeglądem i aktualizacją obowiązujących umów (przeformułowywaniem umów); oraz
  - (v) spadkiem sprzedaży produktów objętych działaniami interwencyjnymi ESMA.
- (88) Istnieje możliwość, że część tych kosztów zostanie przeniesiona na inwestorów.
- (89) Dalsze omówienie oczekiwanego wpływu środków interwencyjnych przedstawiono poniżej.

#### 5.1. Ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego

- (90) ESMA uważa za konieczne ograniczenie obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym poprzez zastosowanie określonych limitów dźwigni finansowej w zależności od charakteru instrumentu bazowego.
- (91) Wprowadzenie limitów dźwigni zapewni klientom ochronę poprzez wymóg wpłaty początkowego depozytu zabezpieczającego. Wymóg ten określa się jako „ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego”. Ograniczy to nominalną ekspozycję inwestycyjną klienta w stosunku do zainwestowanej kwoty. Ponieważ koszty, jakie musi ponieść klient, rosną w ramach nominalnej ekspozycji inwestycyjnej, ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego zmniejszy prawdopodobieństwo strat klienta w porównaniu do tych, jakie mogłyby powstać, gdyby klient dokonywał transakcji przy wyższej dźwigni finansowej<sup>(1)</sup>. Jak wyjaśniono poniżej, empiryczne badania naukowe potwierdzają tę analizę, dowodząc, że limity dźwigni poprawiają średnie wyniki dla inwestorów<sup>(2)</sup>.
- (92) Formułując wnioski, ESMA wziął pod uwagę odpowiedzi z zaproszenia do zgłaszania uwag. Odpowiedzi dostawców, organizacji handlowych i innych zainteresowanych podmiotów na zaproszenie do zgłaszania uwag były, z pewnymi wyjątkami, zasadniczo negatywne w stosunku do proponowanych limitów dźwigni finansowej. Główny wpływ na dostawców kontraktów CFD wynikający z wprowadzenia proponowanych wartości limitów dźwigni to oczekiwany przez nich spadek dochodów. Wielu respondentów jednak wskazało, że – ogólnie rzecz biorąc – nie sprzeciwia się wprowadzeniu limitów dźwigni jako środkowi interwencyjnemu, natomiast nie zgadza się z konkretnymi proponowanymi wartościami limitów.
- (93) Przedstawiciele konsumentów byli ogólnie pozytywnie nastawieni do proponowanych środków dotyczących kontraktów CFD, w tym limitów dźwigni zaproponowanych przez ESMA. W prawie połowie odpowiedzi przedstawiciele konsumentów postulowano jednak wyjście poza propozycje ESMA poprzez przyjęcie surowszych środków, takich jak bardziej rygorystyczne limity dźwigni lub całkowity zakaz wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD klientom detalicznym.
- (94) Znaczna część odpowiedzi osób fizycznych polegała na ogólnikowym, często bardzo krótkim, wyrażeniu aprobaty lub dezaprobaty dla proponowanych środków i tylko w niewielkiej liczbie przypadków odpowiedź była uzasadniona w sposób szczegółowy. Przeważająca większość tych respondentów była negatywnie nastawiona do proponowanych limitów dźwigni. Wśród nielicznej grupy osób prywatnych popierających proponowane przez ESMA środki dotyczące kontraktów CFD, niektórzy respondenci wyrażali opinię, że klienci detaliczni wymagają dodatkowej ochrony w przypadku inwestowania w te instrumenty. Niektórzy wskazywali na wysokość strat z handlu kontraktami CFD lub skarżyli się na agresywne zachowania niektórych firm. W niektórych przypadkach inwestorzy twierdzili, że padli ofiarą oszustwa.

<sup>(1)</sup> Im wyższa dźwignia, tym większe straty klientów, ponieważ spready i opłaty pochłaniają większą część początkowego depozytu zabezpieczającego. Wyższa dźwignia oznacza również większe prawdopodobieństwo, że klient straci określony procent depozytu zabezpieczającego, zwiększając ryzyko istotnej szkody dla inwestora.

<sup>(2)</sup> *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* Rawley Z. Heimer i Alp Simsek. NBER Working Paper nr 24176, wydany w grudniu 2017 i dostępny pod adresem: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

- (95) Niektórzy respondenci wskazywali, że warto byłoby uszczegółowić kategorie używane do celów ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego. Jeden z respondentów wskazał kilka konkretnych instrumentów bazowych, które należałoby przeklasyfikować ze względu na ich zmienność. Po dalszej analizie ilościowej ESMA przeklasyfikował EuroSTOXX50 do klasy aktywów głównych indeksów. Ponadto NASDAQ-100 został dodany do klasy aktywów głównych indeksów.
- (96) Dotychczasowe badania wskazują, że niższa dźwignia wiąże się z lepszymi wynikami klientów, w tym niższymi stratami na transakcję i niższymi łącznymi opłatami transakcyjnymi, co wynika z niższych obrotów <sup>(1)</sup>.
- (97) W szczególności badania przeprowadzone przez Rawleya Z. Heimera i Alpa Simseka porównujące wyniki klientów przed wprowadzeniem limitów dźwigni na rynku amerykańskim i po ich wprowadzeniu wskazują, że wprowadzenie limitów dźwigni przełożyło się na poprawę wyników dla najwyżej lewarowanych klientów o 18 punktów procentowych miesięcznie i zmniejszyło ich straty o 40 % <sup>(2)</sup>. To dogłębne badanie akademickie pokazuje pozytywną zależność między niższą dźwignią i niższymi obrotami, która przyczyniła się do poprawy wyników dla konsumentów.
- (98) ESMA nie otrzymał w odpowiedzi na zaproszenie do zgłaszania uwag żadnych danych ilościowych, które wskazywałyby, że wprowadzenie ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego skutkuje niższymi zwrotami z inwestycji dla klientów detalicznych.
- (99) Ponadto wymóg minimalnego początkowego depozytu zabezpieczającego pozwoli zarządzić niektórym rodzajom ryzyka związanego z dystrybucją kontraktów CFD, zapewniając możliwość handlu takimi produktami tylko tym klientom detalicznym, którzy są w stanie wnieść odpowiednio wysoki depozyt zabezpieczający <sup>(3)</sup>.
- (100) Na podobnej zasadzie oczekuje się, że ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego zmniejszy również prawdopodobieństwo, że dostawcy kontraktów CFD będą starali się pozyskać klienta detalicznego poprzez oferowanie rachunków o mniejszych rozmiarach wspieranych przez wyższą dźwignię. Prawdopodobnie rozwiązanie to zachęci firmy do skupienia się na zaawansowanych klientach detalicznych i klientach profesjonalnych, nie zaś na mnożeniu drobnych zleceń od mniej zaawansowanych klientów detalicznych. Zapropnowana ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego pomoże zatem zagwarantować, że dostawcy kontraktów CFD będą działali na warunkach, które leżą w najlepszym interesie klientów, a nie dążyli do przyciągnięcia nowych klientów lub zwiększenia udziału w rynku poprzez wyższe poziomy dźwigni.
- (101) Ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego przyczyni się również do wyeliminowania ryzyka potencjalnych konfliktów interesów, szczególnie w sytuacji, gdy dostawcy kontraktów CFD nie zabezpieczają transakcji klientów, a zatem czerpią bezpośrednie korzyści ze strat klientów. Odzwierciedla to powszechne podejście do ochrony inwestorów, które można zaobserwować w wielu innych jurysdykcjach międzynarodowych <sup>(4)</sup>.
- (102) Ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego została ustalona dla każdego instrumentu odpowiednio do jego zmienności przy użyciu modelu symulacyjnego w celu oszacowania prawdopodobieństwa utraty przez klienta 50 % wartości początkowej inwestycji przez dany okres jej utrzymywania <sup>(5)</sup>. W szczególności ESMA przeprowadził ilościową symulację rozkładu stóp zwrotu, jakie inwestor mógłby uzyskać z jednego kontraktu CFD przy różnych poziomach dźwigni. Za punkt wyjścia symulacji posłużyły dane o dziennych cenach z okresu około 10 lat (w większości przypadków) dla różnych typów instrumentów bazowych powszechnie stosowanych w kontraktach CFD sprzedawanych klientom detalicznym <sup>(6)</sup>. Do celów analizy ESMA użył kontraktu CFD, który podlega automatycznemu zamknięciu, gdy depozyt zabezpieczający spadnie do poziomu 50 % wartości początkowej. Symulowane prawdopodobieństwo, z jakim nastąpi zamknięcie, zależy od danej dźwigni (i zwiększa się wraz z jej wzrostem). Badanie dotyczyło prawdopodobieństwa (automatycznego) zamknięcia w zależności od wartości dźwigni finansowej. Wskaźnik ten pozwala na ustalenie limitów dźwigni zgodnie z modelem, co do którego oczekuje się, że rozwiąże problem ryzyka wystąpienia szkód dla inwestorów spójnie dla różnych rodzajów instrumentów bazowych.

<sup>(1)</sup> Zob. Heimer, Rawley, i Simsek, Alp, *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* NBER Working Paper nr 24176, wydany w grudniu 2017 i dostępny pod adresem: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

<sup>(2)</sup> *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* Rawley Z. Heimer i Alp Simsek. NBER Working Paper nr 24176, wydany w grudniu 2017 i dostępny pod adresem: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2150980](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980).

<sup>(3)</sup> W związku z tym ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego powinna również zmniejszyć zakres, w jakim dystrybucja tych produktów kierowana jest do szczególnie wrażliwych inwestorów, takich jak grupy klientów o niskich dochodach.

<sup>(4)</sup> Limity dźwigni obowiązują na przykład w USA, Japonii, Hongkongu i Singapurze. Limity dźwigni i wymogi dotyczące minimalnych depozytów zabezpieczających są również zawarte w dokumencie konsultacyjnym IOSCO z lutego 2018 r., dostępnym pod adresem: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD592.pdf>.

<sup>(5)</sup> Podobny model analityczny wykorzystał FCA w swoich konsultacjach opublikowanych w grudniu 2016 r. Dostępne na stronie: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>.

<sup>(6)</sup> W większości przypadków wykorzystano dane za okres około 10 lat. Wyjątkiem były niektóre akcje, dla których dane dotyczące cen były dostępne tylko dla okresu rozpoczynającego się od daty pierwszej oferty publicznej, a także kryptowaluty.

- (103) Biorąc pod uwagę detaliczny charakter inwestorów i statystyki dotyczące rozkładów czasu trwania kontraktów CFD (z wykorzystaniem danych zebranych przez właściwe organy krajowe), ESMA uznał, że można zasadnie przyjąć, że do celów ustalenia ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego, iż klienci detaliczni utrzymują inwestycję przez co najmniej jeden dzień. Aby zapewnić spójny punkt odniesienia, ESMA przeprowadził następnie symulację w celu sprawdzenia, jaka dźwignia prowadziłaby do automatycznego zamknięcia z prawdopodobieństwem 5 % dla różnych aktywów bazowych. Zakres wyników w każdej kategorii aktywów posłużył następnie do wyboru limitów dźwigni. W większości przypadków limity ustalono ostrożnie w dolnym końcu zakresu. Uwzględniono skalę obrotu poszczególnymi aktywami. Na przykład w przypadku towarowych kontraktów CFD ropa i złoto są często przedmiotem obrotu wśród klientów detalicznych, ale symulacje wskazują, że dźwignia, przy której występuje 5-procentowe prawdopodobieństwo automatycznego zamknięcia kontraktów CFD na złoto, jest około dwukrotnie wyższa niż w przypadku kontraktów CFD na ropę. Limit dźwigni dla kontraktów CFD na złoto jest zatem odmienny od limitu dla kontraktów CFD na ropę naftową i inne towary. Ustalenie w ten sposób ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego, w szczególności poprzez symulację pozycji utrzymywanych co najmniej przez jeden dzień, zapewnia stały i konieczny poziom ochrony klientom detalicznym, którzy niekoniecznie aktywnie monitorują swoją pozycję w ciągu dnia lub nie są w stanie ocenić potrzeby szybkiej reakcji w świetle zmienności rynku instrumentu bazowego. W przypadku kontraktów CFD na akcje dane sugerują, że kontrakty te są zwykle utrzymywane dłużej niż w przypadku innych aktywów, a założony okres utrzymywania inwestycji wyniósł do 5 dni.
- (104) ESMA przeanalizował alternatywne podejścia do kalibracji ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego. Jedną z alternatywnych możliwości mogłoby być na przykład ustalenie jednego limitu dźwigni dla wszystkich kontraktów CFD niezależnie od instrumentu bazowego. ESMA uznał za stosowne rozróżnienie między rodzajami instrumentów bazowych ze względu na różnice w historycznej zmienności cen między poszczególnymi klasami instrumentów bazowych, poza różnicami w typowych strukturach opłat w ramach obecnej populacji firm CFD <sup>(1)</sup> i typowych zachowaniach klientów.
- (105) Choć realizacja ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego oznaczać będzie pewne koszty dla dostawców kontraktów CFD, którzy będą zmuszeni zmienić limity dźwigni obecnie udostępniane klientom detalicznym, ESMA oczekuje, że koszty te nie będą nieproporcjonalne w stosunku do korzyści wynikających z wprowadzenia takiej ochrony. ESMA zauważa również, że modyfikowanie dźwigni oferowanej klientom w oparciu o zmieniający się profil ryzyka niektórych aktywów jest standardową praktyką dostawców kontraktów CFD.

## 5.2. Ochrona w formie poziomu depozytu uzasadniającego zamknięcie pozycji (ochrona przez zamknięcie pozycji)

- (106) Ochrona przez zamknięcie pozycji to kolejne działanie mające na celu ochronę klientów detalicznych. Środek ten uzupełnia wprowadzenie ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego i zmniejsza ryzyko poniesienia znaczących strat dla klientów detalicznych, wykraczających poza kwotę zainwestowaną w kontrakt CFD w normalnych warunkach rynkowych.
- (107) Zapewnienie ochrony przez zamknięcie pozycji oraz standaryzacja poziomu, przy którym dostawcy kontraktów CFD są zobowiązani do zamknięcia otwartej pozycji CFD klienta (na poziomie 50 % początkowego wymaganego depozytu zabezpieczającego), mają również na celu rozwiązanie problemu niespójnych praktyk dostawców kontraktów CFD w odniesieniu do automatycznego zamknięcia. Niektóre właściwe organy krajowe zauważyły, że dostawcy kontraktów CFD pozwalają, aby środki klientów spadły do poziomu 0–30 % początkowego depozytu zabezpieczającego, wymaganego do otwarcia pozycji CFD <sup>(2)</sup>. Pozwalając na erozję depozytu zabezpieczającego do poziomu bliskiego zeru, dostawcy narażają klientów na ryzyko, że stracą więcej niż zainwestowali, zwłaszcza w przypadku wystąpienia zjawiska „luki cenowej”. I odwrotnie, zbyt wysoki poziom automatycznego zamknięcia narażałby klientów na częste zamykanie pozycji, co mogłoby nie być w ich interesie. Próg 50 % określony w środku ESMA zmniejsza ryzyko poniesienia znacznej straty przez klientów detalicznych, a zatem jest proporcjonalny.

<sup>(1)</sup> Zastosowane założenia dotyczące kosztów oparto na danych o kosztach od dostawców kontraktów CFD. Te założenia były poddawane zmianom w ramach testów odporności, co nie przełożyło się na żadne istotne zmiany w wynikach. Nie oznacza to, że spready, opłaty i obciążenia nie powodują istotnej szkody w sensie ogólnym, zwłaszcza przy dużej dźwigni. W istocie rzeczy koszty te stanowią główną przyczynę, dla której większość klientów detalicznych traci pieniądze, i są źródłem znaczących strat dla klientów, którzy prowadzą częste transakcje na wielu pozycjach. Testy odporności wskazują jedynie, że typowe spready, opłaty i koszty nie przyczyniają się do podniesienia poziomu prawdopodobieństwa zamknięcia pozycji, uwzględniając przyjęte założenia. We wszystkich przypadkach do celów modelowania przeprowadzono symulację jednej pozycji CFD.

<sup>(2)</sup> Zob. motyw 26.

- (108) W zaproszeniu do zgłaszania uwag ESMA przedstawił ochronę przez zamknięcie pozycji osobno dla każdej pozycji (ang. *per position*). Takie podejście miało rozwiązać problemy związane ze stosowaniem obecnie na rynku tego środka wobec całego rachunku transakcyjnego CFD. W szczególności, jako że ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego jest stosowana w oparciu o instrument bazowy CFD, zastosowanie automatycznego zamknięcia osobno dla każdej pozycji zapewniłoby skuteczną ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego dla każdej klasy instrumentów bazowych, a także twardy limit dźwigni dla poszczególnych klas instrumentów bazowych. Kolejnym powodem przyjęcia takiego podejścia była chęć zapewnienia, aby klienci detaliczni byli świadomi swojej ekspozycji na każdy poszczególny instrument bazowy. ESMA pierwotnie zaproponował zastosowanie zasady automatycznego zamknięcia na poziomie 50 % początkowego depozytu zabezpieczającego osobno dla każdej pozycji, aby zapewnić skuteczną ochronę klientów detalicznych przy jednoczesnym zmniejszeniu złożoności produktu i poprawie świadomości ryzyka ekspozycji wśród klientów detalicznych.
- (109) ESMA wziął pod uwagę odpowiedzi z zaproszenia do zgłaszania uwag. Zdecydowana większość dostawców, brokerów i organizacji handlowych, którzy odpowiedzieli na zaproszenie, wyraziła obawy dotyczące automatycznego zamknięcia osobno dla każdej pozycji. Jeśli chodzi o wpływ na firmy, głównymi podnoszonymi kwestiami były znaczące koszty wdrożenia IT i bieżące koszty monitorowania. Firmy w wielu odpowiedziach wyrażały również obawy dotyczące dotychczasowych klientów, którzy są przyzwyczajeni do automatycznego zamknięcia na zasadzie całego rachunku (ang. *per account*). Ponadto respondenci podkreślali, że inwestorzy, którzy stosują określone strategie transakcyjne, nie będą już mogli skutecznie stosować tych strategii, ponieważ poszczególne pozycje będą mogły być zamknięte w określonym momencie, jeśli klienci nie uzupełnią depozytu zabezpieczającego dla konkretnej pozycji, co narazi pozostałe pozycje na nieprzewidzianą ekspozycję rynkową. Wśród potencjalnie negatywnych skutków automatycznego zamknięcia poszczególnych pozycji wskazywano również konieczność ponownego otwierania pozycji przez klientów, co może prowadzić do wyższych kosztów transakcyjnych.
- (110) Podobne obawy dotyczące negatywnych konsekwencji automatycznego zamykania każdej pozycji z osobna zostały wyrażone w znacznej liczbie odpowiedzi inwestorów indywidualnych. Najczęściej argumentowano, że taka zasada zamknięcia blokowałaby stosowanie niektórych strategii transakcyjnych i wymagałaby od inwestorów ciągłego monitorowania pozycji, ponieważ nie mogliby oni już polegać na niektórych stosowanych przez nich zabezpieczeniach.
- (111) Większość przedstawicieli konsumentów popierała proponowane środki lub wręcz postulowała znacznie bardziej restrykcyjne działania w odniesieniu do kontraktów CFD (np. całkowity zakaz wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży tych instrumentów finansowych klientom detalicznym).
- (112) Pojawiły się również odpowiedzi firm, które poparły zaproponowaną w zaproszeniu do zgłaszania uwag zasadę automatycznego zamknięcia osobno dla każdej pozycji. Firmy te wskazały, że już stosują takie podejście i są zadowolone z jego efektów.
- (113) ESMA przeprowadził analizę oczekiwanych wyników dla inwestorów w zależności od tego, czy automatyczne zamknięcie odbywa się osobno dla każdej pozycji (pozycja CFD jest zamykana, gdy jej wartość spadnie poniżej 50 % wartości początkowego depozytu zabezpieczającego) lub dla całego rachunku CFD (pozycja CFD jest zamykana, gdy wartość wszystkich otwartych pozycji CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym, wraz ze wszystkimi środkami na tym rachunku, spadnie poniżej 50 % łącznej wartości całkowitego początkowego depozytu zabezpieczającego dla wszystkich otwartych pozycji CFD). W szczególności dokonano oceny częstotliwości automatycznego zamknięcia i skutków realizacji strat klientów dla symulowanego portfela pozycji CFD w ramach każdego scenariusza. W analizie nie oszacowano dokładnych wyników liczbowych, jako że istnieje ogromny zakres różnych potencjalnych portfeli, które inwestor mógłby posiadać. Zamiast tego w analizie rozważono, czy któraś z dwóch przedmiotowych zasad mogłaby generalnie zapewniać inwestorom lepsze wyniki. Ogólny wniosek był taki, że lepszy wynik inwestora w przypadku automatycznego zamknięcia osobnych pozycji (*per position*) lub całego rachunku (*per account*) zależy od zmian ceny instrumentów bazowych kontraktów CFD w portfelach inwestycyjnych. Wynika to z faktu, że po zamknięciu, które nastąpiłoby w oparciu o jedną zasadę, a nie drugą, cena instrumentu bazowego może ulec poprawie lub pogorszeniu.
- (114) Zasadniczo należałoby oczekiwać, że automatyczne zamknięcie będzie następowało częściej w przypadku zastosowania zasady *per position*, przy założeniu, że portfel inwestora jest w każdym przypadku taki sam. Jednak przewiduje się, że automatyczne zamknięcie będzie rzadkie w obu przypadkach ze względu na ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego. W przypadku klientów posiadających jedną pozycję na rachunku transakcyjnym CFD nie będzie różnicy między zasadą *per position* a zasadą *per account*. Z zaproszenia do zgłaszania uwag jasno wynika, że istnieje wiele detalicznych rachunków CFD, które obejmują tylko jedną pozycję.

- (115) Choć przewiduje się, że różnice między wynikami w przypadku zastosowania zasady zamknięcia osobnych pozycji i zasady zamknięcia całego rachunku będą niewielkie dla wielu inwestorów (ale nie można ich dokładnie określić ilościowo z racji braku reprezentatywnego portfela), odpowiedzi respondentów zaproszenia do zgłaszania uwag uwidoczniły dodatkowe powody, dla których zasada zamknięcia całego rachunku może być lepsza dla niektórych inwestorów. Po pierwsze, umożliwiając pokrywanie strat z jednej pozycji zyskami z innej pozycji, zasada zamknięcia całego rachunku przyczynia się do zróżnicowania portfela inwestycji. Po drugie, w zakresie, w jakim automatyczne zamknięcie występuje rzadziej, gdy odbywa się ono na zasadzie całego rachunku, inwestorzy są w mniejszym stopniu narażeni na koszty ponownego otwierania pozycji.
- (116) Uwzględniając powyższą analizę i odpowiedzi respondentów, ESMA uważa, że ustandaryzowana zasada automatycznego zamknięcia dla całego rachunku (*per account*) po osiągnięciu poziomu 50 % całkowitej wartości początkowego depozytu zabezpieczającego, jako osobne narzędzie zastosowane w uzupełnieniu do innych środków opisanych w niniejszej decyzji, stanowi bardziej proporcjonalną formę minimalnej ochrony, jaką należy zastosować. W szczególności zasada ta powinna zapewniać zamykanie jednej lub większej liczby pozycji CFD na warunkach najkorzystniejszych dla klienta detalicznego w celu zapewnienia, aby wartość rachunku nie spadła poniżej 50 % całkowitej wartości początkowego depozytu zabezpieczającego, jaki został wniesiony w dowolnym czasie w celu założenia wszystkich aktualnie otwartych pozycji CFD. Wartość rachunku do tych celów powinna być ustalana na podstawie środków na rachunku wraz z niezrealizowanymi zyskami netto z otwartych pozycji CFD powiązanych z rachunkiem.
- (117) Zaproponowana przez ESMA ochrona przez zamknięcie pozycji nie uniemożliwia dostawcy kontraktów CFD dokonania automatycznego zamknięcia w oparciu o zasadę osobnych pozycji, a nie zasadę całego rachunku, po osiągnięciu poziomu 50 % początkowego depozytu zabezpieczającego dla danej pozycji; w istocie mogłoby to uprościć złożoność w przypadku klientów detalicznych. Ponadto, dokonując zamknięcia na zasadzie osobnych pozycji po osiągnięciu poziomu 50 %, dostawca automatycznie spełnia wymóg zamknięcia na zasadzie całego rachunku, jako że wszystkie pojedyncze pozycje zostaną zamknięte zgodnie z zasadą zamknięcia po osiągnięciu poziomu 50 %.

### 5.3. Ochrona przed ujemnym saldem

- (118) Ochrona przed ujemnym saldem ma na celu ochronę klientów detalicznych w wyjątkowych okolicznościach, gdy zmiana ceny instrumentu bazowego jest wystarczająco duża i nagła, aby uniemożliwić dostawcy kontraktów CFD zamknięcie pozycji zgodnie z wymogami ochrony przez zamknięcie pozycji, co skutkuje ujemnym saldem rachunku klienta. Innymi słowy duże wydarzenia rynkowe mogą powodować powstanie luk cenowych, uniemożliwiając skuteczną ochronę przez zamknięcie pozycji. Wiele właściwych organów krajowych<sup>(1)</sup> zauważyło, że w wyniku wystąpienia takich zdarzeń zobowiązania klientów znacząco przerosły wartość zainwestowanych środków, powodując ujemne saldo rachunku CFD.
- (119) Celem ochrony przed ujemnym saldem jest zapewnienie, aby maksymalne straty inwestora z transakcji CFD, w tym wszystkie powiązane koszty, były ograniczone do sumy środków związanych z obrotem kontraktami CFD, jakie znajdują się na rachunku transakcyjnym inwestora. Powinno to obejmować wszelkie środki, jakie mają zostać wpłacone na rachunek z tytułu zysków netto z zamknięcia otwartych pozycji CFD powiązanych z tym rachunkiem. Inwestor nie powinien ponosić żadnych dodatkowych zobowiązań z tytułu transakcji CFD. Pozostałe rachunki nie powinny stanowić części kapitału inwestora obciążonego ryzykiem. W przypadku gdy rachunek transakcyjny obejmuje również inne instrumenty finansowe (np. UCITS lub akcje), ryzykiem obciążone są tylko środki wyraźnie przeznaczone na transakcje CFD, nie zaś te przypisane innym instrumentom finansowym.
- (120) Kolejnym celem ochrony przed ujemnym saldem jest zapewnienie ochrony w przypadku skrajnych warunków rynkowych. ESMA przeprowadził analizę sytuacji dotyczącej franka szwajcarskiego ze stycznia 2015 r., aby ustalić jej bezpośredni wpływ na inwestorów w oparciu o różne scenariusze<sup>(2)</sup>. Te scenariusze były następujące:
- (i) ochrona przed ujemnym saldem na rachunku transakcyjnym CFD posiadanym przez klienta detalicznego;
  - (ii) ochrona przed ujemnym saldem w odniesieniu do każdej pozycji CFD posiadanej przez klienta detalicznego; oraz
  - (iii) brak ochrony przed ujemnym saldem.

<sup>(1)</sup> Na przykład DE-BaFin stwierdził, że niektórzy inwestorzy stracili więcej pieniędzy niż zainwestowali wskutek decyzji Narodowego Banku Szwajcarii o uwolnieniu kursu franka szwajcarskiego wobec euro. Dostępne na stronie: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf\\_170508\\_allgvfg\\_cfd\\_wa\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa_en.html)

<sup>(2)</sup> „Sytuacja dotycząca franka szwajcarskiego” odnosi się do nagłej aprecjacji franka szwajcarskiego względem euro, rzędu 15 %, w czwartek 15 stycznia 2015 r.

- (121) Oceniając poszczególne opcje, ESMA zauważył, że bezpośredni wpływ na inwestorów w ramach różnych scenariuszy w przypadku ekstremalnych wydarzeń na rynku należy rozważyć, biorąc pod uwagę bieżące koszty zapewnienia takiej ochrony. W szczególności dostawcy kontraktów CFD musieliby ponosić bieżące koszty związane z dodatkowym kapitałem lub zabezpieczeniami w ramach zarządzania ryzykiem. Część tych kosztów mogłaby z kolei zostać przeniesiona na samych inwestorów w postaci wyższych spreadów lub innych opłat.
- (122) Z drugiej strony, w przypadku braku ochrony przed ujemnym saldem powstaje ryzyko poważnej szkody dla konsumentów, które polega na możliwości powstania zobowiązań inwestora wobec firmy wskutek ekstremalnych warunków rynkowych. Taka sytuacja jest szczególnie niekorzystna dla inwestorów, którzy nie posiadają znaczącego płynnego majątku<sup>(1)</sup>. ESMA postanowił przyjąć ochronę przed ujemnym saldem w odniesieniu do całego rachunku transakcyjnego CFD jako sposób na wyeliminowanie źródła tej potencjalnie poważnej szkody przy jednoczesnym zminimalizowaniu związanych z tym kosztów dla firm i inwestorów. W szczególności ESMA uznał, że objęcie ochroną przed ujemnym saldem każdej poszczególnej pozycji CFD groziłoby obciążeniem inwestorów i firm nieproporcjonalnymi kosztami. Gdyby wprowadzono ochronę przed ujemnym saldem w odniesieniu do każdej pozycji, firmy byłyby zobowiązane do umarzania strat klienta wykraczających poza wartość środków dedykowanych danej pozycji, w tym początkowego depozytu zabezpieczającego wraz z jego późniejszymi uzupełnieniami. Jako że ochrona przed ujemnym saldem nie pozwoliłaby na skompensowanie znacznych strat innymi pozycjami w portfelu klienta, zasada ochrony każdej pozycji zwiększałaby ryzyko rynkowe ponoszone przez firmy. Prawdopodobnym jest, że doprowadziłoby to do zwiększenia wymogów kapitałowych dla firm, których koszty zostałyby z kolei przeniesione na klientów detalicznych.
- (123) Jeżeli chodzi o propozycję ochrony przed ujemnym saldem, większość dostawców, brokerów i organizacji handlowych wyraziła pozytywną opinię. Niektórzy dostawcy zwrócili się o uszczegółowienie tej zasady. Zgłoszone obawy dotyczyły wpływu proponowanych środków na wymogi kapitałowe firm oraz możliwości ich wykorzystania przez klientów do spekulacji przeciwko dostawcom poprzez zajęcie dwóch przeciwstawnych pozycji na różnych rachunkach u tego samego brokera. Przedstawiciele konsumentów byli pozytywnie nastawieni do proponowanych środków, w tym ochrony przed ujemnym saldem. Ogólnie rzecz biorąc, osoby fizyczne, które odpowiedziały na zaproszenie do zgłaszania uwag i wyrażnie odniosły się do propozycji ochrony przed ujemnym saldem, wyrażały się pozytywnie o zaproponowanych rozwiązaniach.
- (124) ESMA przeanalizował wpływ zapewnienia ochrony przed ujemnym saldem na dostawców kontraktów CFD, a także istotną szkodę, jaką mogą ponieść klienci detaliczni bez tej ochrony. Uogólniając, ESMA uważa, że ochrona przed ujemnym saldem na zasadzie całego rachunku stanowi odpowiedź na stwierdzony problem ochrony inwestorów i jest proporcjonalna.

#### 5.4. Ostrzeżenia o ryzyku

- (125) Innym środkiem służącym ograniczeniu ryzyka dla klientów detalicznych w odniesieniu do kontraktów CFD jest wymóg zapewnienia standardowych i skutecznych ostrzeżeń o ryzyku specyficznym dla danej firmy, w tym informacji o odsetku rachunków klientów detalicznych ponoszących straty. Jak zauważono wcześniej, niektóre właściwe organy krajowe zwróciły uwagę na niską jakość ostrzeżeń o ryzyku przekazywanym klientom i zgłosiły, że dostawcy kontraktów CFD opisują w niejasny sposób wysoce ryzykowny i złożony charakter swoich produktów. W szczególności ostrzeżenia o ryzyku często nie wyjaśniają na czym polega możliwość poniesienia szybkich strat, które mogą przekroczyć kwoty zainwestowane przez klientów, lub przekaz jest osłabiany przez sposób przedstawienia ostrzeżenia bądź przez dodawanie stwierdzenia o potencjalnych zyskach.
- (126) Jedynie mniejszość dostawców i brokerów, którzy odpowiedzieli na zaproszenie do zgłaszania uwag, sprzeciwiała się wprowadzeniu ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku. Niektóre firmy stwierdziły, że wolą podawać informację o odsetku strat specyficznym dla danej firmy zamiast ustandaryzowanego ostrzeżenia. Opinie przedstawicieli konsumentów były podzielone: w prawie połowie odpowiedzi respondenci wskazali, że opowiadają się za bardziej rygorystycznymi środkami w zakresie kontraktów CFD (na przykład za zakazem). Przedstawiciele konsumentów, którzy wyrażnie odnieśli się do ostrzeżenia o ryzyku w swojej odpowiedzi, byli pozytywnie nastawieni do przedstawionej propozycji, o ile byłaby ona rozważana w połączeniu z innymi proponowanymi środkami.

<sup>(1)</sup> Szkoda wyrządzona w takiej sytuacji była widoczna w przypadku krachu franka szwajcarskiego, gdy niektórzy inwestorzy mimowolnie zaciągnęli dług rzędu dziesiątków tysięcy euro i nie byli go w stanie spłacić.



- (127) Wprowadzone w niniejszej decyzji ostrzeżenia o ryzyku specyficznym dla danej firmy dostarczałyby klientom detalicznym ważnych informacji o tych konkretnych produktach, a mianowicie informacji o odsetku rachunków detalicznych odnotowujących straty na transakcjach CFD u poszczególnych firm. Jedno z badań wskazuje, że ustandaryzowane ostrzeżenie o ryzyku znacznie poprawiło zrozumienie produktu przez klienta detalicznego, w tym zrozumienie możliwości poniesienia strat przewyższających zainwestowane środki i prawdopodobieństwa osiągnięcia zysku <sup>(1)</sup>.
- (128) Wymóg, aby dostawcy kontraktów CFD podawali informację o odsetku rachunków klientów detalicznych, które ponoszą straty, ma być przeciwwagą dla skłonności dostawców kontraktów CFD do podkreślania potencjalnych zysków, nie zaś strat.
- (129) Ponadto ostrzeżenia powinny pomóc klientom detalicznym w podjęciu świadomej decyzji, czy nadal interesuje ich inwestycja w produkt wysokiego ryzyka, który z większym prawdopodobieństwem przyniesie stratę niż zysk.
- (130) Aby ostrzec inwestorów przed ryzykiem strat związanych z inwestowaniem w kontrakty CFD, ESMA uważa, że każdy dostawca kontraktów CFD powinien informować swoich klientów o odsetku rachunków klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD, którzy stracili pieniądze w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Wyliczenia te powinny być aktualizowane co kwartał. Odsetek powinien być przedstawiony w prosty i jasny sposób w ramach ostrzeżenia o ryzyku we wszystkich materiałach dostawcy.
- (131) W celu ustalenia, czy rachunek odnotował straty, należy uwzględnić zarówno zrealizowane, jak i niezrealizowane zyski lub straty. Zrealizowane zyski i straty odnoszą się do pozycji CFD, które zostały zamknięte w trakcie okresu obliczeniowego. Niezrealizowane zyski i straty odnoszą się do wartości pozycji CFD, które pozostają otwarte na koniec okresu obliczeniowego. Aby uzyskać pełen obraz odsetka rachunków, które przyniosły zysk lub stratę, w obliczeniach należy uwzględnić wszystkie koszty związane z transakcjami CFD.
- (132) W przypadku nowych dostawców kontraktów CFD oraz tych, którzy nie mieli żadnych otwartych pozycji CFD w ciągu ostatnich 12 miesięcy, nie jest możliwe obliczenie takiego odsetka za okres ostatnich 12 miesięcy. W przypadku takich firm niniejsza decyzja przewiduje stosowanie ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku, które odwołuje się do wartości procentowych ustalonych w wyniku badań prowadzonych przez właściwe organy krajowe.
- (133) Jak wspomniano powyżej, prawie wszyscy dostawcy, którzy odpowiedzieli na zaproszenie do zgłaszania uwag, poparli propozycję wprowadzenia ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku lub byli wobec niej neutralni. Respondenci, którzy wyrazili negatywną opinię, zakwestionowali skuteczność ostrzeżenia o ryzyku lub nie zgadzali się z wartościami procentowymi ustalonymi przez właściwe organy krajowe. Często zgłaszano uwagę, że firmom zależałoby na bardziej skróconej wersji ostrzeżenia o ryzyku, która mogłaby zostać wykorzystana w marketingu internetowym.
- (134) ESMA rozważyła możliwość stosowania ogólnego ostrzeżenia o ryzyku, które zawierałoby jedynie stwierdzenie, że klienci detaliczni mogą szybko stracić pieniądze ze względu na lewarowanie kontraktów CFD, lub bardziej szczegółowego ostrzeżenia o ryzyku, które informowałoby o średnich stratach klientów detalicznych w oparciu o badania właściwych organów krajowych. Ta pierwsza opcja została odrzucona ze względu na niską skuteczność w zwracaniu uwagi klientów detalicznych na rzeczywiste ryzyko cechujące transakcje CFD. Druga opcja została z kolei odrzucona, ponieważ badania nie obrazują specyficznych uwarunkowań (na przykład firma może oferować tylko niektóre rodzaje kontraktów CFD). Mimo że wyliczenia dotyczące konkretnej firmy mogą być bardziej uciążliwe dla dostawców niż ogólne ostrzeżenie o ryzyku, ESMA uważa je – na podstawie odpowiedzi na zaproszenie do zgłaszania uwag – za konieczne, aby odpowiednio ostrzec inwestorów o ryzyku strat.
- (135) Zagrożeniem dotyczącym danych procentowych o stratach specyficznych dla konkretnej firmy, jakie dostrzegają ESMA i właściwe organy krajowe, jest możliwość ich wykorzystania do celów marketingowych, nie zaś do pierwotnie przewidzianego celu, jakim jest ostrzeżenie o ryzyku. Z tych powodów właściwe organy krajowe powinny monitorować, czy firmy inwestycyjne nie wykorzystują wartości procentowych specyficznych dla firmy w niewłaściwy sposób. Dokonają one też przeglądu stosowania tego środka.

<sup>(1)</sup> Przed przedstawieniem ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku 66 % uczestników badania trafnie stwierdziło, że kontrakty CFD są bardziej ryzykowne niż rachunki oszczędnościowe, obligacje i fundusze indeksowe, 50 % – że na transakcjach CFD można stracić więcej niż się zainwestowało, a 54 % – że większość klientów traci na inwestycji w te produkty. Po przedstawieniu ustandaryzowanego ostrzeżenia o ryzyku na stronie internetowej firmy, badanie wykazało, że 90 % uczestników trafnie opisało profil ryzyka kontraktów CFD (tj. że są bardziej ryzykowne niż wyżej opisane aktywa). W przypadku klientów, którzy nietrafnie stwierdzili, że wszyscy inwestorzy zarabiają, prawdopodobieństwo, że klient odpowie trafnie (stwierdzając, że większość inwestorów traci pieniądze) wyniosło 91,5 %. Oznacza to, że ustandaryzowane ostrzeżenia o ryzyku, w tym ujawnienie wyników klientów, mogą znacznie poprawić zrozumienie produktu przez klienta. Za Mullett, T.L. & Stewart, N. (2017), The effect of risk warning content for contract for difference products. *Working Paper*. Opracowanie zostało sfinansowane z publicznych grantów badawczych, ale powstało przy udziale UK-FCA.

- (136) Zgodnie z odpowiedziami na zaproszenie do zgłaszania uwag ESMA uważa, że bardziej proporcjonalne podejście wiązałoby się również z dostosowaniem ostrzeżenia o ryzyku do rodzaju używanych kanałów komunikacyjnych. Z tego względu w niniejszej decyzji przewidziano skrócone ostrzeżenie o ryzyku w przypadku komunikacji za pośrednictwem nośnika innego niż trwałe, takiego jak aplikacje mobilne lub posty w mediach społecznościowych.

#### 5.5. Zakaz oferowania korzyści pieniężnych i niepieniężnych

- (137) Ostatnim środkiem w zakresie ryzyka związanego z dystrybucją kontraktów CFD w stosunku do klientów detalicznych jest zakaz oferowania korzyści pieniężnych (np. tzw. „bonusów”) i niektórych niepieniężnych. Promocje finansowe oferujące bonusy lub inne zachęty do handlu kontraktami CFD często odwracają uwagę klientów detalicznych od ryzykowności tych produktów. Służą one do przyciągania klientów detalicznych, którzy w przeciwnym razie mogliby nie zdecydować się na inwestycję w te produkty. Otrzymanie tego typu korzyści często jest uwarunkowane wpłatą środków na rachunek lub realizacją określonej liczby transakcji.
- (138) Przewidziany przez ESMA zakaz oferowania korzyści nie obejmuje jednak narzędzi informacyjnych i badawczych dostarczanych klientom detalicznym, o ile dotyczą one kontraktów CFD (wykluczone korzyści niepieniężne), jako że są one pomocne dla klientów w podejmowaniu decyzji.
- (139) Większość dostawców, organizacji handlowych i brokerów opowiedziało się za wprowadzeniem środków dotyczących motywowania klientów. Również przedstawiciele konsumentów, którzy wyraźnie odnieśli się do tych środków, byli pozytywni nastawieni. Biorąc pod uwagę zagrożenia dla klientów detalicznych wynikające z oferowania takich korzyści, ESMA uważa ich ograniczanie za konieczne i proporcjonalne.

#### 5.6. Ogólna proporcjonalność

- (140) ESMA osiągnął granicę skuteczności swoich niewiążących narzędzi w tym obszarze. W tym kontekście, szczególnie w odniesieniu do zarządzania produktami, ESMA uznaje również, że zasady zarządzania produktami stanowią już część kultury nadzoru nad usługami finansowymi w Unii. W listopadzie 2013 r. europejskie organy nadzoru wydały wspólne stanowisko w sprawie „Procesów nadzoru produktów i zarządzania nimi przez twórców”, w którym określono zasady wysokiego szczebla dotyczące procesów nadzoru nad instrumentami finansowymi i zarządzania nimi<sup>(1)</sup>. W lutym 2014 r. ESMA wydała opinię w sprawie „Praktyk MiFID w odniesieniu do firm sprzedających produkty złożone”<sup>(2)</sup>, a w marcu 2014 r. opinię na temat „Strukturyzowanych produktów detalicznych – dobre praktyki w zakresie zasad zarządzania produktami”<sup>(3)</sup>. Ponadto od marca 2007 r. w Zjednoczonym Królestwie obowiązują wytyczne określające zasady zarządzania produktami<sup>(4)</sup>.
- (141) Pomimo zasad nadzoru i wymogów regulacyjnych opisanych w niniejszej decyzji, klienci detaliczni nadal ponosili w ostatnich latach szkodę w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów CFD.
- (142) Środek ESMA jest ogólnie konieczny i proporcjonalny w zakresie rozwiązania stwierdzonego problemu dotyczącego ochrony inwestorów. Ogólnie oczekuje się, że zmniejszy on anormalne i znaczące straty klientów detalicznych inwestujących w kontrakty CFD, a także zwiększy świadomość klientów detalicznych w zakresie ryzyka związanego z tymi produktami. Korzyści wynikające z proponowanego rozwiązania stwierdzonego problemu ochrony inwestorów przewyższają potencjalne konsekwencje dla dostawców CFD, w tym w postaci kosztów wdrożenia związanych z przestrzeganiem tych wymogów i ewentualnego spadku przychodów dostawców kontraktów CFD (ze względu na obniżenie się wolumenów transakcji, łącznych opłat transakcyjnych wnoszonych przez klientów i strat klientów).
- (143) Ponadto środek ESMA będzie obowiązywał po upływie dwóch miesięcy od opublikowania niniejszej decyzji w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej. Oznacza to dwumiesięczny okres *vacatio legis*, co ma na celu zrównoważenie interesu klientów detalicznych, aby jak najszybciej ograniczyć szkody wynikające z obecnego obrotu kontraktami CFD oraz konieczności zapewnienia odpowiednim uczestnikom rynku wystarczającej ilości czasu na przeorganizowanie modelu działalności w uporządkowany sposób.

<sup>(1)</sup> Wspólne stanowisko „Manufacturers’ Product Oversight and Governance Processes” („Wytyczne dotyczące nadzoru nad produktami i zarządzania nimi przez producenta”) (JC-2013-77).

<sup>(2)</sup> Opinia nt.: „Praktyki MiFID w odniesieniu do firm sprzedających produkty złożone” (ESMA/2014/146). Opinia ta w szczególności zawiera odniesienia do kontraktów CFD i opcji binarnych.

<sup>(3)</sup> Opinia nt.: „Strukturyzowane produkty detaliczne – Dobre praktyki w celu ustalenia zasad zarządzania produktami” (ESMA/2014/332).

<sup>(4)</sup> „The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers” [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD\\_FCA\\_20130401.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD_FCA_20130401.pdf). Wytyczne powiązane są z obowiązującymi w Zjednoczonym Królestwie zasadami Principles for Businesses (PRIN) [https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD\\_Full\\_20180103.pdf](https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD_Full_20180103.pdf).

- (144) Niniejsza decyzja ustanawia wspólne wymogi, które – w uzupełnieniu do dotychczasowych wymogów – mają na celu zapewnienie niezbędnego minimalnego poziomu ochrony klientom detalicznym w całej Unii. Nie uniemożliwia to właściwym organom krajowym wprowadzenia wyższego poziomu ochrony inwestorów, na przykład poprzez stosowanie wyższych wymogów w zakresie początkowego depozytu zabezpieczającego.

**6. DZIAŁANIA NIE STWARZAJĄ RYZYKA ARBITRAŻU REGULACYJNEGO (ART. 40 UST. 3 LIT. b) ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (145) W świetle charakteru stwierdzonego ryzyka oraz liczby i rodzaju inwestorów, których ono dotyczy, a także środków krajowych proponowanych przez szereg państw członkowskich, środek ESMA zapewni wspólne minimalne ramy działania w obrębie całej Unii. ESMA wziął również pod uwagę ryzyko, że dostawcy obecnie oferujący kontrakty CFD mogą próbować oferować produkty o porównywalnych funkcjach, takie jak opcje, kontrakty futures, swapy czy kontrakty terminowe. Respondenci, którzy odpowiedzieli na zaproszenie do zgłaszania uwag, potwierdzili, że występują podobieństwa między kontraktami CFD i tymi produktami. Dlatego też, choć dowody, jakimi dysponuje ESMA dotyczą przede wszystkim handlu kontraktami CFD, ESMA i właściwe organy krajowe będą również ściśle monitorować, czy nie rozwijają się tego typu nowe trendy w zakresie dystrybucji, wywołując podobnie szkodliwe skutki dla klientów detalicznych, i czy dostawcy kontraktów CFD nie podejmują prób obejścia środków interwencyjnych. W razie potrzeby podejmowane będą stosowne działania.
- (146) Ponadto tymczasowe środki interwencyjne ESMA mają zastosowanie do wszystkich dostawców kontraktów CFD i wszelkich innych osób, które świadomie i celowo przyczyniają się do naruszenia środków wchodzących w zakres rozporządzenia (UE) nr 600/2014. Chociaż kwestia podmiotowego zakresu art. 40 rozporządzenia w odniesieniu do spółek zarządzających funduszami musi zostać ostatecznie rozwiązana na poziomie legislacyjnym w celu zwiększenia pewności prawnej<sup>(1)</sup>, ESMA wziął pod uwagę możliwość arbitrażu regulacyjnego. ESMA uznał, że w świetle wykazanej powyżej szkody dla inwestorów zaproponowane środki mają wystarczająco szeroki zakres stosowania, a zatem są w stanie rozwiązać poważny problem w dziedzinie ochrony inwestorów wynikający z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD.

**7. KONSULTACJE I POWIADAMIANIE (ART. 40 UST. 3 LIT. c) I UST. 4 ROZPORZĄDZENIA (UE) NR 600/2014)**

- (147) Jako że proponowane środki mogą w ograniczonym zakresie odnosić się do instrumentów pochodnych opartych na towarach rolnych, ESMA skonsultował się z organami publicznymi właściwymi dla nadzoru, administracji i regulacji rynków fizycznych produktów rolnych na mocy rozporządzenia Rady (WE) nr 1234/2007<sup>(2)</sup>. ESMA otrzymał odpowiedzi od Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft (Niemcy), Ministerstwa Rolnictwa (Łotwa) oraz Ministerstwa Rolnictwa i Leśnictwa (Finlandia). Nie zgłosili oni sprzeciwu wobec przyjęcia proponowanych środków.
- (148) ESMA powiadomił właściwe organy krajowe o niniejszej decyzji.

PODJĄŁ NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

**Definicje**

Do celów niniejszej decyzji:

- a) „kontrakt na różnicę” lub „CFD” oznacza instrument pochodny inny niż opcja, kontrakt terminowy futures, swap lub kontrakt terminowy forward na stopę procentową, którego celem jest zapewnienie posiadaczowi długiej lub krótkiej ekspozycji na wahania ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego, niezależnie od tego, czy jest przedmiotem obrotu w systemie obrotu, i który musi być rozliczany w środkach pieniężnych lub który można rozliczać w środkach pieniężnych na żądanie jednej ze stron w przypadku innym niż niedotrzymanie warunków lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem kontraktu;

<sup>(1)</sup> ESMA podkreślił ryzyko arbitrażu regulacyjnego w swojej opinii na temat skutków wyłączenia spółek zarządzających funduszami z zakresu uprawnień interwencyjnych MiFIR z dnia 12 stycznia 2017 r. (ESMA50-1215332076-23), w której wyraziła obawy dotyczące ryzyka arbitrażu regulacyjnego i potencjalnego obniżenia skuteczności przyszłych środków interwencyjnych wskutek wyłączenia niektórych podmiotów (spółek zarządzających UCITS i zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi) z zakresu odpowiednich środków. Komisja zaproponowała zmiany mające na celu zwiększenie pewności prawnej w tym zakresie poprzez zmianę rozporządzenia (UE) nr 600/2014 (COM (2017) 536/948972).

<sup>(2)</sup> Rozporządzenie Rady (WE) nr 1234/2007 z dnia 22 października 2007 r. ustanawiające wspólną organizację rynków rolnych oraz przepisy szczegółowe dotyczące niektórych produktów rolnych („rozporządzenie o jednolitej wspólnej organizacji rynku”) (Dz.U. L 299 z 16.11.2007, s. 1).

- b) „wykluczona korzyść niepieniężna” oznacza każdą korzyść niepieniężną poza narzędziami informacyjno-badawczymi w zakresie, w jakim dotyczą kontraktów CFD;
- c) „początkowy depozyt zabezpieczający” oznacza każdą wpłatę w celu zawarcia kontraktu CFD, z wyłączeniem prowizji, opłat transakcyjnych i wszelkich innych powiązanych kosztów;
- d) „ochrona początkowego depozytu zabezpieczającego” oznacza początkowy depozyt zabezpieczający określony w załączniku I;
- e) „ochrona przez zamknięcie pozycji” oznacza zamknięcie jednej lub większej liczby otwartych pozycji CFD klienta detalicznego na warunkach najkorzystniejszych dla klienta zgodnie z art. 24 i 27 dyrektywy 2014/65/UE, gdy suma środków na rachunku transakcyjnym CFD i niezrealizowanych zysków netto z tytułu wszystkich otwartych pozycji CFD związanych z tym rachunkiem spadła poniżej połowy łącznej wartości ochrony początkowego depozytu zabezpieczającego dla tych wszystkich otwartych pozycji CFD;
- f) „ochrona przed ujemnym saldem” oznacza ograniczenie łącznych zobowiązań klienta detalicznego w odniesieniu do wszystkich pozycji CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD u dostawcy kontraktu CFD do wysokości środków na tym rachunku.

#### Artykuł 2

##### **Tymczasowe ograniczenie dotyczące kontraktów CFD w odniesieniu do klientów detalicznych**

Wprowadzanie do obrotu, dystrybucja lub sprzedaż kontraktów CFD klientom detalicznym są możliwe jedynie w przypadku, gdy łącznie spełnione są poniższe warunki:

- a) dostawca kontraktu CFD wymaga, aby klient detaliczny wniósł ochronę początkowego depozytu zabezpieczającego;
- b) dostawca kontraktu CFD zapewnia klientowi detalicznemu ochronę przez zamknięcie pozycji;
- c) dostawca kontraktu CFD zapewnia klientowi detalicznemu ochronę przed ujemnym saldem;
- d) dostawca kontraktu CFD nie przekazuje bezpośrednio lub pośrednio klientowi detalicznemu żadnej płatności, korzyści pieniężnej lub wykluczonej korzyści niepieniężnej w odniesieniu do wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży kontraktów CFD poza zrealizowanymi zyskami z dostarczonych kontraktów CFD; oraz
- e) dostawca kontraktu CFD nie przesyła bezpośrednio lub pośrednio korespondencji ani nie publikuje informacji dostępnych dla klienta detalicznego w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą kontraktów CFD, chyba że taka korespondencja lub informacje zawierają odpowiednie ostrzeżenie o ryzyku wskazane w załączniku II, zgodnie z określonymi w nim warunkami.

#### Artykuł 3

##### **Zakaz uczestnictwa w działaniach służących obchodzeniu przepisów**

Zabrania się świadomego i celowego udziału w działaniach, których celem lub skutkiem jest obejście wymagań określonych w art. 2, w tym poprzez działanie w charakterze substytutu wobec dostawcy kontraktu CFD.

#### Artykuł 4

##### **Wejście w życie i stosowanie**

Niniejsza decyzja wchodzi w życie następnego dnia po jego opublikowaniu w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*.

Niniejszą decyzję stosuje się od dnia 1 sierpnia 2018 r. przez okres trzech miesięcy.

Sporządzono w Paryżu, 22 maja 2018 r.

W imieniu Rady Organów Nadzoru  
Steven MAIJOOR  
Przewodniczący

## ZAŁĄCZNIK I

**PROCENTOWE WARTOŚCI POCZĄTKOWEGO DEPOZYTU ZABEZPIECZAJĄCEGO WEDŁUG RODZAJU INSTRUMENTU BAZOWEGO**

- a) 3,33 % wartości nominalnej kontraktu CFD, gdy bazowa para walutowa składa się z dowolnych dwóch z następujących walut: dolar amerykański, euro, jen japoński, funt szterling, dolar kanadyjski lub frank szwajcarski,
- b) 5 % wartości nominalnej kontraktu CFD, gdy bazowym indeksem, parą walutową lub towarem jest:
- (i) jeden z następujących indeksów akcyjnych: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40); Deutsche Bourse AG German Stock Index 30 (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); NASDAQ Composite Index (NASDAQ), NASDAQ 100 Index (NASDAQ 100); Nikkei Index (Nikkei 225); Standard & Poors / Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); EURO STOXX 50 Index (EURO STOXX 50);
  - (ii) para walutowa, w której co najmniej jedna waluta, jest inna niż wymienione w lit. a) powyżej; lub
  - (iii) złoto.
- c) 10 % wartości nominalnej kontraktu CFD, jeżeli bazowym towarem lub indeksem akcyjnym jest towar lub indeks akcyjny inny niż wymienione w lit. b) powyżej,
- d) 50 % wartości nominalnej kontraktu CFD, gdy instrumentem bazowym jest kryptowaluta lub
- e) 20 % wartości nominalnej kontraktu CFD, gdy instrumentem bazowym jest:
- (i) akcja; lub
  - (ii) instrument bazowy niewymieniony w niniejszym załączniku.
-

## ZAŁĄCZNIK II

## OSTRZEŻENIA O RYZYKU

## CZĘŚĆ A

## Warunki ostrzeżenia o ryzyku

1. Ostrzeżenie o ryzyku musi mieć formę zapewniającą jego widoczność; rozmiar czcionki takiego ostrzeżenia musi być co najmniej równy dominującemu w komunikacie lub opublikowanych informacjach rozmiarowi czcionki i być w tym samym języku co komunikat lub opublikowane informacje.
2. Jeżeli komunikat lub opublikowane informacje znajdują się na trwałym nośniku lub na stronie internetowej, ostrzeżenie o ryzyku musi mieć format określony w części B.
3. Jeżeli komunikat lub opublikowane informacje znajdują się na nośniku innym niż trwały nośnik lub strona internetowa, ostrzeżenie o ryzyku musi mieć format określony w części C.
4. Ostrzeżenie o ryzyku musi zawierać informację o aktualnym procencie stratnych rachunków CFD należących do klientów detalicznych, który jest specyficzny dla danego dostawcy. Wyczenie jest przeprowadzane co trzy miesiące i obejmuje 12-miesięczny okres poprzedzający dzień, w którym jest przeprowadzane („dwunastomiesięczny okres obliczeniowy”). Do celów wyczenia:
  - a) uznaje się, że rachunek transakcyjny CFD klienta detalicznego przyniósł stratę, jeżeli suma wszystkich zrealizowanych i niezrealizowanych zysków netto z kontraktów CFD związanych z rachunkiem CFD jest ujemna w dwunastomiesięcznym okresie obliczeniowym;
  - b) wszelkie koszty dotyczące kontraktów CFD związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD, w tym wszystkie opłaty i prowizje, są uwzględniane w wyczeniach;
  - c) z wyczeń wyłącza się następujące elementy:
    - (i) każdy rachunek transakcyjny CFD, na którym nie było otwartej pozycji CFD w okresie obliczeniowym;
    - (ii) wszelkie zyski lub straty z produktów innych niż kontrakty CFD, związanych z rachunkiem transakcyjnym CFD;
    - (iii) wszelkie wpłaty lub wypłaty środków z rachunku transakcyjnego CFD.
5. W drodze odstępstwa od ust. 2–4, jeżeli w ciągu ostatniego dwunastomiesięcznego okresu obliczeniowego dostawca kontraktu CFD nie obsługiwał żadnej otwartej pozycji CFD związanej z rachunkiem transakcyjnym CFD klienta detalicznego, taki dostawca zobowiązany jest stosować standardowe ostrzeżenie o ryzyku wskazane odpowiednio w części D i E.

## CZĘŚĆ B

## Zindywidualizowane ostrzeżenie o ryzyku na trwałym nośniku i stronie internetowej

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej.

**[wpisać procent odpowiedni dla danego dostawcy]% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy.**

Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD, i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty pieniędzy.

## CZĘŚĆ C

## Skrócone zindywidualizowane ostrzeżenie o ryzyku

**[wpisać procent odpowiedni dla danego dostawcy]% rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD u niniejszego dostawcy.**

Zastanów się, czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.

## CZĘŚĆ D

**Standardowe ostrzeżenie o ryzyku na trwałym nośniku i stronie internetowej**

Kontrakty CFD są złożonymi instrumentami i wiążą się z dużym ryzykiem szybkiej utraty środków pieniężnych z powodu dźwigni finansowej.

**Od 74 % do 89 % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD.**

Zastanów się, czy rozumiesz, jak działają kontrakty CFD, i czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.

## CZĘŚĆ E

**Skrócone standardowe ostrzeżenie o ryzyku**

**Od 74 % do 89 % rachunków inwestorów detalicznych odnotowuje straty pieniężne w wyniku handlu kontraktami CFD.**

Zastanów się, czy możesz pozwolić sobie na wysokie ryzyko utraty twoich pieniędzy.