



Praktyczna implementacja MiFID w firmie inwestycyjnej

Wojciech Maryński

Dyrektor Zarządzający Departamentem Sprzedaży, Biuro Maklerskie

Dyrektywa MiFID jest z nami od ponad 11 lat - z historycznym zastrzeżeniem, że do polskiego porządku prawnego została zaimplementowana z „zaplanowanym opóźnieniem”. Przez ten czas na jej temat napisano wiele; jedna z popularniejszych wyszukiwarek internetowych zwraca 909 tysięcy odpowiedzi na zapytanie o treści „MiFID”. Implementacje w różnych krajach Unii Europejskiej wyglądały różnie. Osobiście widziałem kwestionariusz informacji o kliencie, przygotowany przez jedną z instytucji finansowych z pewnego kraju członkowskiego, zawierający całe 4 pytania. Kwestionariusz ten, według jego autorów, miał wyczerpująco wypełniać przesłanki Dyrektywy dotyczące badania wiedzy i doświadczenia klienta. Z perspektywy czasu oceniam, iż było to osiągnięcie z kategorii tych zarezerwowanych dla Chucka Norrisa. Odkładając jednak żarty na bok - powyższa historia stanowi swego rodzaju dowód, że zarówno Dyrektywa, jak i jej implementacje lokalnych porządkach prawnych oraz następujące po nich wytyczne regulatorów lokalnych i europejskich, były i są tworamı mocno teoretycznymi. I kiedy podejmuje się próby przełożenia szlachetnych ze wszech miar przesłanek na praktykę, pojawia się szereg problemów. Czy też wyzwań, jeśli trzymać się nomenklatury korporacyjnej.

Postaram się omówić kilka takich kwestii na przykładzie zapisów „*Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych...*” oraz „*Wytycznych ESMA w sprawie pewnych aspektów wymogów dyrektywy MiFID dotyczących odpowiedzialności*”. Jako praktyk, będę starał się analizować dwa aspekty przedmiotowych przepisów. Przede wszystkim, spróbuję spojrzeć na nie oczami klienta, dla którego - z punktu widzenia poprawnej polszczyzny - nawet samo słowo „odpowiedniość produktu” stoi niebezpiecznie blisko „zajętości windy” czy „otwartości biblioteki”. Po drugie, wskażę na wyzwania związane z przełożeniem odpowiedzi klienta na informację zwrotną, czy dany produkt jest dla niego odpowiedni.

Par. 15 ust. 2 pkt 1) wspomnianego wyżej Rozporządzenia każe firmie inwestycyjnej uzyskać od klienta informacje dotyczące rodzajów usług maklerskich, transakcji i instrumentów finansowych, które są mu znane. Zapis ten, mimo iż wydaje się precyzyjny, w mojej opinii zawiera swego rodzaju pułapkę. Usługi doradztwa inwestycyjnego czy zarządzania portfelem są dość łatwe do zrozumienia przez klienta, gdyż z jego punktu widzenia otrzymuje on odpowiednio jasny komunikat, jaki instrument powinien nabyć lub po prostu ktoś za niego inwestuje jego środki. Z usługą wykonywania zleceń oraz przyjmowania i przekazywania zleceń tak łatwo nie jest. Pozwolę sobie zastosować tu pewną analogię. Gdybyśmy mieli samochód z kierowcą, który pojedzie za nas na zakupy - usługę łatwo zidentyfikujemy, bo będzie nią fakt, że ktoś pojechał i przywiózł nam potrzebne rzeczy. Gdybyśmy mieli samochód i musieli sami po te zakupy pojechać, ale ktoś powiedziałby nam, jak prowadzić i co kupić - usługę również łatwo byłoby zidentyfikować; byłoby nią doradztwo, co robić. Gdybyśmy jednak ów samochód posiadali, ale nikt nie powiedziałby nam, że w lodówce jest pusto, gdzie jest sklep i jak w ogóle to auto uruchomić - byłoby nam trudno wskazać, że sam fakt posiadania pojazdu jest już świadczeniem usługi.

Na to wszystko, w naszym domu pojawiłby się producent auta i zapytał nas, jaką świadczy dla nas usługę. A gdybyśmy nie wiedzieli, on stwierdziłby, że auto nie jest dla nas odpowiednie.

Wracając do Rozporządzenia - w przypadku usług wykonywania zleceń oraz przyjmowania i przekazywania zleceń, klienci mają istotny problem z wycuciem niejednokrotnie subtelnej różnicy między tymi usługami. Jaskrawym przykładem jest sytuacja, w której klient składa zlecenie telefoniczne, które następnie jest wykonywane przez dom maklerski na giełdzie. Pracownik, który to zlecenie **przyjął**, informuje klienta, że zlecenie **przyjął** i że zostało ono **wysłane** na giełdę. Czyż nie wygląda to, z logicznego punktu widzenia (na tak zwany „chłopski rozum”), na usługę przyjęcia i przekazania zlecenia? W mojej opinii - wygląda. Sytuacji nie poprawia fakt, że definicji wspomnianych usług w zasadzie nie ma. Tak więc nawet bardzo doświadczony klient może błędnie odpowiedzieć na pytanie o charakter usługi, która jest mu świadczona. Czytając literalnie przytoczony przepis, firmie inwestycyjnej nie pozostaje wówczas nic innego jak stwierdzić, że klientowi usługa wykonywania zleceń nie jest znana. A skoro nie jest, to nie może być odpowiednia. Tym sposobem, day-traderowi z dwudziestoletnim stażem

giełdowym będziemy zmuszeni zakomunikować, że usługa jest dla niego nieodpowiednia. I choć ocena ta będzie dokonana *lege artis*, to jednak klient może być nieco zdziwiony werdyktem.

Punkt drugi wzmiankowanego powyżej przepisu wymaga, aby klient poinformował firmę inwestycyjną o charakterze, wielkości, częstotliwości i okresie, w których dokonywał transakcji instrumentami finansowymi. Zapis ten jest w mojej opinii dość nieprecyzyjny. Przyjmując, że przez „charakter transakcji” należy rozumieć jej przedmiot (czyli

charakterem transakcji jest to, że klient przykładowo kupił kiedyś akcje na rynku regulowanym), pojawia się pytanie o wielkość i częstotliwość. Samo zadanie pytania klientowi jest zupełnie bezbolesne, co jednak uczynimy z wiedzą, że klient inwestował kwotę, powiedzmy, 100 000 zł? Znamy wielkość. Ale jak ta wiedza ma się przełożyć na przyczynek do oceny, czy produkt, po który klient przyszedł, jest lub nie jest dla niego odpowiedni? Jeśli 100 000 zł to cały majątek klienta, wówczas sytuacja jest inna, niż gdyby miał on aktywa rzędu 1 miliona zł. Firmy inwestycyjne zwykle radzą sobie tak, że pytają o względną wielkość, czyli np. o procent inwestowanych oszczędności. Wydaje się to lepszą ścieżką, aczkolwiek wciąż niespecjalnie pozwala ona odpowiedzieć na ważne pytanie (pamiętajmy, że badamy wiedzę i doświadczenie klienta). A więc - jak fakt, że jeden klient inwestował 10%, a drugi 40% oszczędności, wpływa na ich wiedzę lub doświadczenie? Czy któryś z nich, biorąc pod uwagę wymienione wartości względne, powinien zostać oceniony jako mądrzejszy lub bardziej doświadczony? Nie wydaje mi się, a przecież pytanie o wielkość transakcji jest obowiązkiem wynikającym z prawa. Kiedy jednak zastanowić się, jak praktycznie wykorzystać tę wiedzę - odpowiedź nie jest zbyt klarowna.

Dość podobny problem dotyczy częstotliwości transakcji. Firma inwestycyjna pyta o okres, w którym klient inwestował oraz o częstotliwość tych inwestycji. Przyjmijmy zatem, że mamy dwóch klientów, którzy w okresie 2 lat dokonywali transakcji: jeden wykonał ich 100, przy czym były to transakcje przynoszące straty. Drugi z przykładowych inwestorów dokonał 10 transakcji i wypracował na nich określony zysk. Stosując wprost zapisy z rozporządzenia, to pierwszego klienta należałoby uznać za bardziej doświadczonego. Mogłoby się również zdarzyć tak, że to właśnie jemu firma inwestycyjna przedstawiłaby szerszy zakres instrumentów jako odpowiedni.

Patrząc na powyższe dwa przykłady, należałoby dojść do wniosku, że firma inwestycyjna powinna oceniać odpowiedzi klienta również przez pryzmat powiązań między nimi. Przykładowo, jeśli wspomniany klient faktycznie zrealizował 100 transakcji, ale z pytań o wiedzę wynika, że tej wiedzy niestety nie posiada, to te dwie przesłanki powinny się wzajemnie kompensować - według określonego algorytmu...

„Wytyczne w sprawie pewnych aspektów wymogów dyrektywy MiFID dotyczących odpowiedzialności”, wydane przez ESME w czerwcu 2012 roku, rzuciły nowe światło na niektóre aspekty Dyrektywy. Część wytycznych poszerza wymogi zdefiniowane w polskim „Rozporządzeniu w sprawie trybu i warunków...”, ale nie wyjaśnia, jak w praktyce te szersze zalecenia wdrożyć. Dość dobrym przykładem jest wytyczna 23, która mówi, że ważną przesłanką do oceny odpowiedzialności jest wiek klienta. Tylko - jak ustalić wiek graniczny, od którego usługa doradztwa inwestycyjnego czy zarządzania portfelem powinna być nieodpowiednia?

Pojawiają się też inne pytania: czy jeśli usługa okaże się dla klienta odpowiednia na podstawie polskich przepisów, ale inwestor ten ma 70 lat, wówczas firma powinna ostatecznie ostrzec klienta o nieodpowiedności, a najlepiej powstrzymać się od świadczenia usługi? I co zrobić z klientem, który (sytuacja autentyczna) powoła się na art. 32 ust 2 konstytucji RP („*Nikt nie może być dyskryminowany w życiu politycznym, społecznym lub gospodarczym z jakiegokolwiek przyczyny*”). Pytanie jest o tyle istotne, że w kontekście doradztwa inwestycyjnego wytyczna 15 mówi, iż „*Każde zalecenie musi być odpowiednie, niezależnie od tego, czy dotyczy ono np. kupna, trzymywania czy sprzedaży*”. Jeśli więc firma inwestycyjna nałoży dodatkowy „filtr” wieku i w efekcie usługa stanie się nieodpowiednia, to o ile w ogóle zdecyduje się usługę świadczyć, będzie musiała ograniczyć zakres możliwych do przekazania klientowi rekomendacji do tych, które będą odpowiednie.

Konkludując - jestem zdania, że samo wypełnienie wymogów przepisów i wytycznych w zakresie badania wiedzy, doświadczenia, celów inwestycyjnych i sytuacji finansowej klienta jest stosunkowo proste. Firmy inwestycyjne w Polsce wybudowały w tym zakresie spore kompetencje. Niektóre ankiety, stosowane na rynku, imponują profesjonalizmem i częstokroć - objętością. Niezmiernie trudnym aspektem jest jednak to, aby odpowiedzi klienta przełożyć w sposób spójny, rzetelny i logiczny na wynik, który stanowiłby dla inwestora realną wskazówkę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.



A jeszcze trudniejszym staje się samo uzyskanie odpowiedzi klienta. Przez proces MiFID przeprowadziłem setki klientów. Pytaniem, które pojawiało się prawie zawsze, było: „Czy muszę to wypełniać?”. Paradoks polega na tym, że im rzetelniej firma inwestycyjna realizuje wymogi MiFID, wprowadzone przecież dla ochrony klienta, tym dłuższy staje się kwestionariusz i tym mniej klientów ma ochotę go wypełnić. W tej kwestii musimy być bardzo ostrożni, aby nasza ankieta nie stała się idealnym zobrazowaniem przysłowia „wylać dziecko z kąpielą”. Osobiście rekomenduję, aby we wszelkich pracach dotyczących MiFID, brali udział pracownicy obsługujący klientów oraz osoby „postronne” - które spojrzą na projektowaną materię okiem klienta. To naprawdę bezcenny punkt widzenia.