

# Pakiet MiFID a regulacje unijne dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania

## Streszczenie:

Przedmiotem opracowania jest ukazanie, w jaki sposób dyrektywa MiFID oddziałuje na zarządzanie aktywami, w tym w postaci zbiorowego inwestowania. Analizie poddano w tym celu zakres podmiotowy i przedmiotowy oraz outsourcing usług inwestycyjnych w MiFID oraz w dyrektywie UCITS. Szczególną uwagę zwrócono na spółki zarządzające funduszami typu UCITS, w sytuacji gdy świadczą usługi dodatkowe w stosunku do zarządzania tego typu funduszami, charakter prawny tytułów uczestnictwa w funduszach typu UCITS, jak również wynikające z MiFID: ocenę adekwatności i odpowiedzialności, zasadę najlepszego wykonania, ujawnianie informacji, unikanie konfliktu interesów oraz stosowanie tzw. zachęt.

## Słowa kluczowe:

MiFID, zarządzanie aktywami, fundusze inwestycyjne, UCITS, rynek kapitałowy, implementacja

## 1. Wstęp

Zarządzanie aktywami, w ramach rynków regulowanych Unii Europejskiej, od 1985 roku było regulowane przez Dyrektywę Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*undertakings for collective investment in transferable securities*; dyrektywa UCITS I)<sup>1</sup>, istotnie uaktualnioną w 2001 r. i nie kolidowało z innymi aktami unijnymi. Obecnie jest regulowane przez dwie podstawowe regulacje prawne: Dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dyrektywa MiFID)<sup>2</sup> oraz Dyrektywę 2009/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (dyrektywa UCITS)<sup>3</sup>. Przedmiotem niniejszego opracowania jest ukazanie, w jaki sposób dyrektywa MiFID oddziałuje na zarządzanie aktywami, w tym w postaci zbiorowego inwestowania.

<sup>1</sup> Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985, s. 3 ze zm. Dyrektywa 85/611 obowiązywała do dnia 1 lipca 2011 r.

<sup>2</sup> Dz. Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1.

<sup>3</sup> Dz. U. L 302 z 17.11.2009, s. 32; zwana także dyrektywą UCITS IV. Dyrektywę UCITS IV państwa członkowskie miały obowiązek implementować do dnia 1 lipca 2011 r..

## 2. Zakres podmiotowy i przedmiotowy dyrektywy MiFID

Dyrektywa MiFID została przyjęta w związku ze zwiększającą się ilością inwestorów na rynkach zorganizowanych, będących adresatami coraz bardziej kompleksowych usług i instrumentów finansowych, a także niewystarczającą regulacją prawną Dyrektywy Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych<sup>4</sup>. Dyrektywa MiFID znajduje zastosowanie do **przedsiębiorstw, które świadczą profesjonalne usługi inwestycyjne lub prowadzą działalność inwestycyjną** (ang. *investment services and activities*) w ramach rynku regulowanego oraz wielostronnych platform obrotu (ang. *multilateral trading facility* – MTF)<sup>5</sup>. Część z działalności i usług inwestycyjnych to przyjmowanie i przekazywanie zleceń w odniesieniu do jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, które częściowo pokrywa się z pojęciem zarządzania aktywami.

Dyrektywa MiFID znajduje zastosowanie także do przedsiębiorstw inwestycyjnych (ang. *investment firms*), w tym porozumień między dostawcami a dystrybutorami oraz usług zbliżonych m.in. doradztwa czy pośrednictwa<sup>6</sup>.

Na gruncie doktryny „zarządzanie aktywami” jest definiowane jako lokowanie środków w ramach funduszy inwestycyjnych oraz portfeli inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych<sup>7</sup>. Podmiot zarządzający – w oparciu o indywidualnie dopasowaną do potrzeb klienta strategię inwestycyjną – podejmuje decyzje inwestycyjne na rachunek klienta i w jego imieniu.

Dyrektywa MiFID nie obejmuje swym zakresem osób zarządzających aktywami własnymi i przedsiębiorstw, które nie świadczą usług inwestycyjnych lub nie prowadzą działalności inwestycyjnej, innej, niż na własny rachunek, chyba że osoby te są animatorami rynku lub realizują transakcje na własny rachunek poza rynkiem regulowanym lub MTF w sposób zorganizowany, częsty i systematyczny, zapewniając system dostępny dla stron trzecich w celu ich zaangażowania w transakcje<sup>8</sup>. Mimo iż dyrektywa MiFID w sposób wyraźny wyłącza spod jej zakresu podmiotowego przedsiębiorstwa wspólnego inwestowania, depozytariuszy oraz podmioty zarządzające takimi przedsiębiorstwami (art. 2 ust. 1 lit. h dyrektywy MiFID), w praktyce pojawił brak jednolitości w stosowaniu

<sup>4</sup> Dz. U. L 141 z 11.06.1993, s. 27.

<sup>5</sup> Dyrektywa MiFID nie reguluje systemów dwustronnych, jeżeli przedsiębiorstwo inwestycyjne wchodzi w transakcje na własny rachunek, a nie jako wolny od ryzyka kontrahent pośredniczący między kupującym a sprzedającym (pkt 6 preambuły MiFID).

<sup>6</sup> Zob. P. Zawadzka, *Zarządzanie aktywami w prawie Unii Europejskiej*, [w:] *Europeizacja publicznego prawa gospodarczego*, H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyński (red.), Warszawa 2011, s. 633 i n.

<sup>7</sup> S. Buczek (red.), *Asset management – zarządzanie aktywami w Polsce*, Warszawa 2006, s. 10. Przedsiębiorstwa zarządzające aktywami pojawiły się na rynku finansowym w I połowie XIX w. i do połowy lat siedemdziesiątych XX w. współpracowały z inwestorami instytucjonalnymi – głównie z funduszami inwestycyjnymi, a pod koniec lat osiemdziesiątych XX w. ofertę swą zaczęły kierować w stronę inwestorów indywidualnych. K. Gabryelczyk, M. Tomicki, *Asset management*, [w:] *Private asset & health management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, K. Gabryelczyk (red.), Warszawa 2009, s. 42.

<sup>8</sup> Punkt 8 preambuły dyrektywy MiFID.

przepisów dotyczących zarządzania aktywami oraz wzajemnych relacji między dyrektywą MiFID a dyrektywą UCITS. Przepisy dyrektywy MiFID znajdują zastosowanie do podmiotów świadczących usługi lub zajmujących się doradztwem w zakresie inwestycji.

Termin „przedsiębiorstwo inwestycyjne” został zdefiniowany jako „każda osoba prawna, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego, lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej” (art. 4 ust. 1 pkt 1 *in princ.* dyrektywy MiFID). Przy czym „usługi i działalność inwestycyjna” oznaczają usługi lub działalność wymienioną w sekcji A załącznika I, odnoszące się do wszelkiego rodzaju instrumentów wymienionych w sekcji C załącznika I (art. 4 ust. 1 pkt 2 dyrektywy MiFID). Na gruncie prawa krajowego państwa członkowskie mogą rozszerzyć definicję przedsiębiorstwa inwestycyjnego o podmioty, które nie są osobami prawnymi, pod warunkiem że ich status prawny zapewnia poziom ochrony interesów osób trzecich równorzędny do takiego, który zapewniany jest przez osoby prawne oraz podlegają równorzędnemu nadzorowi ostrożnościowemu, odpowiedniemu do ich formy prawnej.

### 3. Outsourcing usług inwestycyjnych w dyrektywie MiFID

Dyrektywa MiFID dopuszcza możliwość świadczenia usług przez przedsiębiorstwa inwestycyjne za pośrednictwem innego przedsiębiorstwa inwestycyjnego. Przedsiębiorstwo inwestycyjne świadczy usługi inwestycyjne i dodatkowe w imieniu klienta za pośrednictwem innego przedsiębiorstwa inwestycyjnego, w oparciu o informacje w sprawie klienta przekazane przez to przedsiębiorstwo (art. 20 zd. 1 dyrektywy MiFID). Państwa członkowskie mogą zezwolić przedsiębiorstwom inwestycyjnym na powoływanie **przedstawicieli** do celów promowania usług przedsiębiorstwa inwestycyjnego, prowadzenia doradztwa lub otrzymywania zleceń od klientów lub potencjalnych klientów, oraz ich przekazywania, wprowadzania do obrotu instrumentów finansowych i świadczenia usług doradztwa w odniesieniu do instrumentów finansowych oraz usług oferowanych przez to przedsiębiorstwo inwestycyjne (art. 23 ust. 1 dyrektywy MiFID)<sup>9</sup>. W sytuacji powołania przedstawiciela przedsiębiorstwo inwestycyjne zachowuje pełną i nieodwołalną odpowiedzialność za wszelkie działania lub zaniechania zawinione po stronie przedstawiciela działającego w imieniu przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo inwestycyjne ma obowiązek zapewnić wtedy, aby przedstawiciel kontaktując się przed realizacją transakcji z klientem lub potencjalnym klientem, ujawniał swe umocowanie prawne, w oparciu o które działa oraz przedsiębiorstwo, które reprezentuje (art. 23 ust. 2 dyrektywy MiFID).

---

<sup>9</sup> Przedstawicieli rejestruje się w rejestrze publicznym państwa członkowskiego, w którym ich ustanowiono (art. 23 ust. 3 zd. 2 dyrektywy MiFID).

Zgodnie z dyrektywą UCITS spółka zarządzająca i tzw. *self-manager funds* (w tym SICAV<sup>10</sup>) mogą powierzyć zarządzanie administrowanie i dystrybucję zewnętrznemu dostawcy usług (art. 13 dyrektywy UCITS). W tej sytuacji nie ma jednoznaczności, która z dyrektyw znajduje zastosowanie – UCITS czy MiFID. Podstawy prawne zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa w ich własnym zakresie zostały uregulowane w dyrektywie UCITS.

#### 4. Dyrektywa MiFID a przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania

Przepis art. 2 ust. 1 lit. h dyrektywy MiFID I wyłącza z zakresu obowiązywania niniejszej dyrektywy przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (bez względu na to, czy ich działalność jest koordynowana na poziomie wspólnotowym), oraz depozytariuszy lub osoby zarządzające takimi przedsiębiorstwami<sup>11</sup>, gdyż podlegają one szczególnym zasadom bezpośrednio dostosowanym do prowadzonej przez nie działalności uregulowanym w dyrektywie UCITS.

Z zakresu dyrektywy MiFID zostały wyłączone „osoby świadczące usługi doradztwa inwestycyjnego w toku prowadzenia innego rodzaju działalności zawodowej nie objętej dyrektywą MiFID, pod warunkiem że świadczenie takiego doradztwa nie podlega specjalnemu wynagrodzeniu” (art. 2 ust. 1 lit. j dyrektywy MiFID). Dyrektywy MiFID nie stosuje się także do przedsiębiorstw, które świadczą usługi inwestycyjne i/lub prowadzą działalność inwestycyjną polegającą wyłącznie na zawieraniu na własny rachunek na rynkach transakcji typu *futures* lub premiovych, albo innego rodzaju pochodnych, i na rynkach środków pieniężnych, wyłącznie w celu zabezpieczenia rynków pochodnych instrumentów finansowych, lub które realizują transakcje na rachunek innych podmiotów gospodarczych tych rynków lub ustalają ich ceny, oraz zapewnianych przez podmioty rozliczeniowe tego rynku, jeżeli odpowiedzialność za zapewnienie wykonania kontraktów, do których przedsiębiorstwa te przystąpiły wzięły na siebie podmioty rozliczeniowe tych rynków (art. 2 ust. 1 lit. l dyrektywy MiFID).

Ponadto przepis art. 3 dyrektywy MiFID zawiera wyłączenia opcyjne, na podstawie których państwo członkowskie może podjąć decyzję, aby nie stosować dyrektywy MiFID do przedsiębiorstw wspólnego inwestowania uprawnionych na podstawie prawa krajowego do sprzedaży jednostek uczestnictwa obywatelom i personelowi kierowniczemu tych przedsiębiorstw.

<sup>10</sup> Termin „SICAV” (fr. *société d'investissement à capital variable*) oznacza spółkę inwestycyjną o zmiennym kapitale będącą instytucją zbiorowego inwestowania o charakterze otwartym, popularną w Belgii, Hiszpanii, Luksemburgu, Francji, Szwajcarii, Włoszech.

<sup>11</sup> Prawodawca unijny zaznaczył to także w pkt 15 preambuły dyrektywy MiFID.

## 5. Zakres podmiotowy i przedmiotowy dyrektywy UCITS

Dyrektywa UCITS znajduje zastosowanie do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. *undertakings for collective investment in transferable securities* – UCITS), mających swe siedziby na terytorium państw członkowskich. Reguluje ona kwestie tworzenia UCITS, obowiązki UCITS i spółek zarządzających, depozytariusza i spółek inwestycyjnych, dystrybucję jednostek uczestnictwa. Dyrektywa UCITS wprowadza podstawowe zasady, w oparciu o które funkcjonuje jednolity paszport dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania oraz spółek zarządzających, w tym procedury transgranicznego zarządzania aktywami. Dyrektywa UCITS nie znajduje zastosowania do tworzenia oraz działalności funduszy inwestycyjnych zamkniętych, funduszy typu *hedge*, funduszy *private equity*, czy *venture capital*<sup>12</sup>.

Do celów dyrektywy UCITS wyrażenia „przedsiębiorstwo inwestycyjne” i „przedsiębiorstwa inwestycyjne”, o których mowa w art. 10 dyrektywy MiFID, oznaczają odpowiednio „spółkę zarządzającą” i „spółki zarządzające”, a wyrażenie „świadczenie usług inwestycyjnych”, o których mowa w art. 15 ust. 1 dyrektywy 2004/39/WE, należy rozumieć jako „świadczenie usług” (art. 9 ust. 1 zd. 2 i 11 ust. 2 dyrektywy UCITS). „Spółka zarządzająca” została zdefiniowana w art. 2 ust. 1 lit. b) dyrektywy UCITS jako spółka, której zasadniczy rodzaj działalności to zarządzanie UCITS w formie funduszy wspólnych lub spółek inwestycyjnych (zarządzanie zbiorowym portfelem UCITS). Przy czym czynności zbiorowego zarządzania portfelem obejmują zarówno: zarządzanie inwestycjami, administrowanie<sup>13</sup>, jak i wprowadzanie do obrotu<sup>14</sup>. Dyrektywa UCITS wyraża zasadę, iż stosunki z państwami trzecimi są regulowane zgodnie z odpowiednimi przepisami ustanowionymi w art. 15 dyrektywy MiFID (art. 9 ust. 1 zd. 1 dyrektywy UCITS).

Zgodnie z dyrektywą UCITS towarzystwa funduszy inwestycyjnych mogą rozszerzyć zakres prowadzonej działalności o zarządzanie portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz doradztwo inwestycyjne. Dyrektywa ta nakazuje jednak objęcie przedmiotowych usług świadczonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych przepisami art. 2 ust. 2, art. 12, 13 i 19 dyrektywy MiFID, które określają m.in. wymogi organizacyjne stawiane wobec firm inwestycyjnych oraz zobowiązania dotyczące prowadzenia działalności w przypadku świadczenia usług inwestycyjnych na rzecz klientów. Większość z przepisów dyrektywy 2006/73 ma

<sup>12</sup> W tym zakresie podstawową regulacją prawną jest Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) Nr 1060/2009 i (UE) 1095/2010 – dyrektywa AIFMD (ang. *Alternative Investment Funds Managers Directive*; Dz.Urz. UE L Nr 174, z 1.07.2011, s. 1).

<sup>13</sup> Kategoria „administrowanie” polega na: obsłudze prawnej i obsłudze rachunkowo-księgowej w zakresie zarządzania funduszem; odpowiedzi na zapytania klientów; wycenie i wyznaczaniu ceny (w tym zwroty podatkowe); monitorowaniu przestrzegania uregulowań; prowadzeniu rejestru posiadaczy jednostek uczestnictwa; wypłacie zysków; wydawaniu i umarzaniu jednostek uczestnictwa; rozliczaniu umów (w tym wysyłanie potwierdzeń); prowadzeniu ksiąg.

<sup>14</sup> Załącznik II do dyrektywy UCITS.

również zastosowanie do towarzystw funduszy inwestycyjnych świadczących usługi z zakresu zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz doradztwa inwestycyjnego.

Działalność związana z zarządzaniem indywidualnymi portfelami inwestycyjnymi jest usługą inwestycyjną, objętą dyrektywą MiFID (pkt 14 preambuły UCITS).

## 6. Dyrektywa UCITS a wejście w życie dyrektywy MiFID

Wejście w życie dyrektywy MiFID wprowadziło istotną zmianę w zakresie prowadzenia przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych działalności polegającej na zarządzaniu cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie oraz doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi<sup>15</sup>. Przedsiębiorstwa inwestycyjne, określone w art. 4 ust. 1 lit. l) dyrektywy 2004/39/WE, posiadające zezwolenie wyłącznie na świadczenie usług przewidzianych w załączniku do tej dyrektywy, sekcja A pkt 4 i 5, mogą uzyskać zezwolenie na mocy niniejszej dyrektywy w celu zarządzania UCITS i klasyfikowania siebie jako „spółki zarządzające”. W takim przypadku tego rodzaju przedsiębiorstwa inwestycyjne zrzekają się zezwolenia uzyskanego na mocy dyrektywy 2004/39/WE (art. 114 ust. 1 dyrektywy UCITS).

Przepis art. 66 dyrektywy MiFID poddaje pod zakres podmiotowy obowiązywania niektóre spółki zarządzające. Dyrektywa MiFID znajduje zastosowanie w sytuacji, jeżeli spółki zarządzające świadczą **usługi dodatkowe** w stosunku do zarządzania UCITS, wskazane w art. 6 ust. 3 dyrektywy UCITS. Jako „usługi dodatkowe” prawodawca unijny w dyrektywie UCITS klasyfikuje **zarządzanie portfelami inwestycyjnymi** (w tym portfelami należącymi do funduszy emerytalnych, na podstawie zleceń przyznanych przez inwestorów w sposób dyskrecjonalny i zindywidualizowany ze względu na klienta, w przypadku gdy portfele te obejmują jeden lub kilka instrumentów wymienionych w załączniku I sekcja C do dyrektywy MiFID) oraz **usługi uboczne**: doradztwo inwestycyjne (dotyczące jednego lub kilku instrumentów finansowych wymienionych w załączniku I sekcja C do dyrektywy MiFID) oraz przechowywanie i administrowanie w odniesieniu do jednostek uczestnictwa przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania<sup>16</sup>.

Rozpatrując zakres podmiotowy dyrektyw MiFID i UCITS, nie sposób przeprowadzić wyraźnej cezurę, która pozwoliłaby jednoznacznie przypisać wszystkie czynności

<sup>15</sup> Na gruncie obowiązującej ówczesnie dyrektywy Rady Wspólnot Europejskich 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (Dz. Urz. WE L 375 z 31.12.1985, s. 3 z późn. zm.).

<sup>16</sup> Usługi te zostały dodane do Dyrektywy 85/611/WE przepisem art. 1 Dyrektywy 2001/107/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r. zmieniającym dyrektywę Rady 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), w celu uregulowania działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów emisyjnych (Dz. Urz. L 41, z 13.02.2002, s. 20).

zarządzania aktywami do zakresu przedmiotowej określonej dyrektywy. Wyrazistość ram prawnych wyznaczonych przez zakres przedmiotowy dyrektywy UCITS i MiFID zakłóca możliwość wyłączenia przez państwa członkowskie zastosowania przepisów MiFID do podmiotów krajowych, które przekazują zlecenia do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania. Prawodawca unijny nie precyzuje, o jakie przedsiębiorstwa chodzi. W praktyce mogą się na tym tle pojawiać wątpliwości, dotyczące zwłaszcza rozbieżności w zakresie świadczenia usług transgranicznych.

## 7. Niekompleksowe instrumenty finansowe

Bez dokonywania testu adekwatności dyrektywa MiFID umożliwia przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczenie usług dotyczących wyłącznie realizacji lub otrzymywania i przekazywania zleceń klientów (ang. „*execution-only*” services), które jednocześnie mogą świadczyć usługi dodatkowe (art. 19 ust. 6 dyrektywy MiFID). Wykonywanie tych czynności jest możliwe, jeżeli zostaną spełnione przesłanki wskazane w art. 19 ust. 6 dyrektywy MiFID, kiedy odnoszą się do tzw. niekompleksowych instrumentów finansowych (ang. *non-complex financial instruments*).

Zgodnie z art. 38 dyrektywy 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającą środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (tzw. dyrektywa MiFID II)<sup>17</sup> instrument finansowy, który nie jest określony w 19 ust. 6 tiret pierwsze dyrektywy MiFID, uważa się za instrument niekompleksowy, jeśli spełnia następujące kryteria:

a) nie wchodzi w zakres art. 4 ust. 1 pkt 18 lit. c) dyrektywy MiFID lub sekcji C pkt 4–10 załącznika I do tejże dyrektywy;

b) pojawiają się częste możliwości zbycia, wykupu lub zrealizowania w inny sposób wartości instrumentu po cenach, które są powszechnie znane uczestnikom rynku, a które nie są ani cenami rynkowymi, ani cenami udostępnianymi lub zatwierdzanymi za pomocą systemów wyceny niezależnych od emitenta;

c) instrument nie wiąże się z żadnymi rzeczywistymi lub potencjalnymi zobowiązaniami klienta, które przekraczałyby koszt jego nabycia;

d) odpowiednio wyczerpujące informacje na temat charakterystyki instrumentu są powszechnie dostępne i prawdopodobnie łatwo zrozumiałe dla przeciętnego klienta detalicznego, przez co może on podjąć świadomą decyzję dotyczącą zawarcia transakcji na takim instrumencie.

---

<sup>17</sup> Dz. Urz. UE L 241 z 02.09.2006, s. 26.

W praktyce pojawiają się niejasności w przedmiocie, co może być kwalifikowane jako niekompleksowa usługa i w zakresie jakich usług obowiązuje ten reżim<sup>18</sup>. Czy wszystkie, czy tylko niektóre UCITS powinny być wyłączone z listy niekompleksowych instrumentów finansowych. W sytuacji częściowego wyłączenia niektórych UCITS, jakie kryteria powinny zostać przyjęte, żeby określić kompleksowe usługi świadczone UCITS na tle pozostałych usług? Czy w świetle wewnętrznej złożoności usług inwestycyjnych przepisy dotyczące usług dotyczących wyłącznie realizacji lub otrzymywania i przekazywania zleceń klientów (ang. „*execution-only*” services) powinny zostać zniesione?

## 8. Jednostki uczestnictwa w UCITS

Jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (UCITS) zostały zaklasyfikowane jako instrumenty finansowe podlegające dyrektywie MiFID<sup>19</sup>. Ze względu na tę klasyfikację, w swoich relacjach z klientami obejmującymi sprzedaż jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych typu UCITS, wszystkie przedsiębiorstwa podlegające dyrektywie MiFID muszą stosować zasadę najlepszego wykonania (ang. *best execution*) oraz zasadę adekwatności (ang. *suitability*). Wielokrotnie więc, w sytuacji zlecenia czynności agentowi lub przekazania części czynności podmiotowi zewnętrznemu, zastosowanie znajduje dyrektywa MiFID – przede wszystkim w zakresie dystrybucji funduszy (sprzedaży i przekazywania zleceń) dokonywanej przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, a także w zakresie doradztwa:

- a) inwestycyjnego w przedmiocie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania świadczonego przez przedsiębiorstwo inwestycyjne;
- b) w przedmiocie zbiorowego inwestowania połączonego z innymi instrumentami świadczonego przez spółkę zarządzającą funduszem.

Przepisy dyrektywy MiFID znajdują zastosowanie także w zakresie doradztwa w przedmiocie zbiorowego inwestowania będącego częścią produktu inwestycyjnego.

Warto zauważyć, iż prawodawca unijny w kilku przypadkach pozostawił jednak państwom członkowskim władzę dyskrecjonalną w zakresie stosowania MiFID w odniesieniu do:

- 1) przekazywania zleceń w zakresie zbiorowego inwestowania;
- 2) dystrybucji jednostek funduszu dokonywanej przez:
  - a) spółkę zarządzającą funduszem;
  - b) podmiot niebędący spółką zarządzającą funduszem ani przedsiębiorstwem inwestycyjnym w rozumieniu MiFID;
- 3) doradztwa wyłącznie w przedmiocie zbiorowego inwestowania świadczonego przez spółkę zarządzającą funduszem.

<sup>18</sup> CESR proposal for modifying Article 19(6) in CESR/10-859, p. 25–31; Komisja Europejska proponuje dwa warianty zmian. Zob. *Public Consultation. Review Of The Markets In Financial Instruments Directive (MiFID)*, European Commission, 8 December 2010, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf).

<sup>19</sup> Aneks I Sekcja C pkt 3 do dyrektywy MiFID oraz pkt 7 preambuły dyrektywy UCITS.



Ponadto państwa członkowskie mogą zdecydować, czy regulacje MiFID będą stosowane do krajowych spółek zarządzających i zagranicznych, w zakresie świadczenia usług w sposób transgraniczny. Stanowi to kolejny element braku spójności standardów zarządzania aktywami w ramach UE.

## 9. Ocena adekwatności i odpowiedniości

Zgodnie z art. 19 ust. 5 dyrektywy MiFID przedsiębiorstwa inwestycyjne świadczące usługi inwestycyjne, **inne niż usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania pakietem akcji** (art. 19 ust. 4 MiFID) mają obowiązek uzyskania od klienta lub potencjalnego klienta informacji i przeprowadzenia oceny adekwatności w zakresie jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji, odpowiedniej do określonego rodzaju oferowanego lub wymaganego produktu lub usługi, tak aby przedsiębiorstwo inwestycyjne mogło dokonać oceny, czy przewidziana usługa inwestycyjna lub produkt są odpowiednie dla klienta. W praktyce realizacja zasady **adekwatności** w odniesieniu do klienta detalicznego polega na wypełnieniu ankiety zawierającej pytania dotyczące: znanych klientowi rodzajów usług inwestycyjnych, transakcji i instrumentów finansowych; charakteru, wielkości i częstotliwości dokonywanych transakcji; poziomu wykształcenia, wykonywanego obecnie lub w przeszłości zawodu. Celem oceny adekwatności jest dobór instrumentów finansowych, które są adekwatne dla klienta przy uwzględnieniu jego wiedzy i doświadczenia w zakresie zawierania transakcji na instrumentach finansowych<sup>20</sup>. W przypadku, gdy w oparciu o otrzymane informacje produkt lub usługa nie są odpowiednie dla klienta lub potencjalnego klienta, przedsiębiorstwo inwestycyjne ma obowiązek ostrzec o powyższym klienta lub potencjalnego klienta. Ostrzeżenie to należy przekazywać w ujednoliconym formacie. Tak samo w przypadku braku informacji. Usługa może być świadczona, jednak wskazane jest potwierdzenie woli klienta.

W odniesieniu do klienta zakwalifikowanego do kategorii klientów detalicznych albo profesjonalnych, którzy korzystają z usługi zarządzania portfelem, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, lub usługi doradztwa inwestycyjnego obligatoryjnie jest przeprowadzana ocena **odpowiedniości**. Polega ona na wypełnieniu przez klienta (potencjalnego klienta) ankiety, zawierającej pytania odnośnie jego wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestycji w instrumenty finansowe, ale także celów inwestycyjnych klienta, poziomu akceptowalnego ryzyka inwestycji i jego sytuacji finansowej. Określenie indywidualnego profilu inwestycyjnego pozwala na zaproponowanie odpowiedniej strategii inwestycyjnej. Brak udzielenia odpowiedzi przez klienta na pytania zawarte w ankiecie uniemożliwia świadczenie usługi na rzecz klienta.

---

<sup>20</sup> Ocena adekwatności nie jest obowiązkowa i Klient może z niej zrezygnować. Wiąże się to jednak z brakiem możliwości zidentyfikowania przez Bank instrumentów finansowych adekwatnych dla Klienta zgodnie z zadeklarowaną przez Klienta wiedzą oraz doświadczeniem. Klient, który zrezygnuje z oceny adekwatności podpisuje w Banku stosowne oświadczenie, że podejmuje decyzję na podstawie własnej oceny instrumentu finansowego i na własną odpowiedzialność.

Przedsiębiorstwo może wtedy zaproponować inną transakcję lub inną usługę, która będzie spełniała podobny cel<sup>21</sup>.

Zasady z art. 19 dyrektywy MiFID, w tym obowiązek dokonywania oceny adekwatności i odpowiedniości, nie znajdują zastosowania do tzw. uprawnionych kontrahentów (ang. *eligible counterparties*) będących szeroko rozumianymi instytucjami finansowymi<sup>22</sup>.

Prawo krajowe może przewidywać możliwość świadczenia usług inwestycyjnych **bez potrzeby uzyskania informacji lub dokonywania oceny adekwatności** (przewidzianej w art. 19 ust. 5 MiFID) przez przedsiębiorstwa inwestycyjne świadczące usługi wyłącznie w zakresie realizacji lub otrzymywania i przekazywania zleceń klientów, które mogą jednocześnie świadczyć usługi dodatkowe, jeżeli wypełnione są wszystkie warunki wskazane w art. 19 ust. 6 MiFID<sup>23</sup>. W oparciu o art. 19 ust. 6 dyrektywy MiFID test adekwatności może zatem w państwie członkowskim, na mocy przepisów krajowych, nie mieć zastosowania do usług świadczonych przez UCITS.

**Zarządzanie indywidualnym portfelem a zasada najlepszego wykonania** (ang. *best execution*). Działalność spółki zarządzającej funduszem w sytuacji, kiedy oprócz swej podstawowej działalności dodatkowo zarządza indywidualnym portfelem, napotyka kolejne odstępstwa od dyrektywy UCITS. Niektóre jednostki podlegają pod dyrektywę UCITS, a niektóre pod dyrektywę MiFID. Spółki zarządzające, dokonując

<sup>21</sup> Ocena odpowiedniości została także uregulowana w art. 35 ust. 1 Dyrektywy 2006/73/UE, zgodnie z którym „państwa członkowskie dbają o to, by przedsiębiorstwa inwestycyjne uzyskiwały od klientów lub potencjalnych klientów takie informacje, jakie są im konieczne do tego, by zrozumieć podstawowe fakty dotyczące klienta oraz mieć uzasadnione podstawy do założenia, że przy należyтым uwzględnieniu charakteru i zakresu świadczonej usługi określona transakcja, zalecana lub zawarta w toku świadczenia usług zarządzania portfelem, spełnia następujące kryteria: a) spełnia cele inwestycyjne danego klienta; b) charakteryzuje się tym, że klient jest w stanie ponieść wszelkie związane z nią ryzyko finansowe odpowiadające celom inwestycyjnym; c) charakteryzuje się tym, że klient ma konieczne doświadczenie i wiedzę pozwalające na zrozumienie ryzyka związanego z transakcją lub zarządzaniem jego portfelem”. Świadcząc usługę inwestycyjną na rzecz klienta profesjonalnego, przedsiębiorstwo inwestycyjne ma prawo zakładać, że w odniesieniu do produktów, transakcji i usług będących podstawą klasyfikacji klienta ma on konieczne doświadczenie i wiedzę (art. 35 ust. 1 Dyrektywy 2006/73).

<sup>22</sup> Zgodnie z art. 24 ust. 2 dyrektywy MiFID za uprawnionych kontrahentów Państwa Członkowskie uznają przedsiębiorstwa inwestycyjne, instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń, UCITS oraz ich spółki zarządzające, fundusze emerytalne oraz ich spółki zarządzające, inne instytucje finansowe uprawnione lub regulowane na podstawie ustawodawstwa wspólnotowego lub prawa krajowego Państwa Członkowskiego, przedsiębiorstwa zwolnione ze stosowania dyrektywy MiFID na podstawie art. 2 ust. 1 lit. k) i l), krajowe władze rządowe oraz właściwe dla nich urzędy, w tym władze publiczne obsługujące dług publiczny, banki centralne i organizacje pozakrajowe.

<sup>23</sup> Po pierwsze usługi dotyczą akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub równorzędnym rynku państwa trzeciego, instrumentów rynku pieniężnego, obligacji lub innych form zabezpieczenia zadłużenia w papierach wartościowych (z wyłączeniem obligacji lub zadłużenia zabezpieczonego w papierach wartościowych obejmujących instrumenty pochodne), przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe oraz innych niekompleksowych instrumentów finansowych. Po drugie usługę świadczy się z inicjatywy klienta lub potencjalnego klienta. Po trzecie klienta lub potencjalnego klienta powiadomiono w sposób niebudzący wątpliwości, że świadcząc tę usługę przedsiębiorstwo inwestycyjne nie ma obowiązku dokonywania oceny adekwatności świadczonego lub oferowanego instrumentu lub usługi. Po czwarte przedsiębiorstwo inwestycyjne wypełnia zobowiązania ustanowione na mocy art. 18 dyrektywy MiFID dotyczące sprzeczności interesów.

transakcji w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi, nie podlegają zasadzie najlepszego wykonania MiFID. Mają obowiązek stosowania tej zasady w zakresie świadczenia usługi zarządzania indywidualnym portfelem. W sytuacji, jeżeli spółka zarządzająca UCITS powierza w ramach outsourcingu zarządzanie funduszem przedsiębiorstwu inwestycyjnemu, przedsiębiorstwo inwestycyjne musi zapewnić funduszowi właściwą ochronę i traktować jako klienta profesjonalnego albo detalicznego klienta. Spółka zarządzająca powinna być traktowana jako uprawniony kontrahent (art. 24 ust. 2 dyrektywy MiFID).

**Ujawnianie informacji.** Przedsiębiorstwa inwestycyjne, które zawierają transakcje w akcjach dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, poza rynkiem regulowanym lub MTF, na własny rachunek lub w imieniu klienta, mają obowiązek ujawniania przynajmniej wielkości i ceny tych transakcji oraz terminu ich zawarcia. Informacje te publikuje się w czasie możliwie najbardziej zbliżonym do czasu rzeczywistego, w oparciu o właściwe zasady handlowe i w sposób łatwo dostępny dla innych uczestników rynku (art. 28 ust. 1 dyrektywy MiFID). W uproszczonym prospekcie zamieszcza się całkowity wskaźnik kosztów (ang. *total expense ratio*), żeby lepiej odzwierciedlić ogólne koszty działalności funduszu<sup>24</sup>.

Jako informacje odpowiednie dla celów art. 19 ust. 3 tiret drugie dyrektywy MiFID w odniesieniu do jednostek w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania – UCITS, wystarczające są informacje w formie uproszczonego prospektu, który spełnia wymogi art. 28 dyrektywy MiFID (art. 34 ust. 1 Dyrektywy 2006/73). Państwa członkowskie dbają o to, by w odniesieniu do jednostek w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania – UCITS, za informacje odpowiednie dla celów art. 19 ust. 3 tiret czwarte dyrektywy MiFID w odniesieniu do kosztów i należnych opłat związanych z samymi jednostkami UCITS, w tym prowizji za „wejście” i „wyjście”, uznawano informacje w formie uproszczonego prospektu, który spełnia wymogi art. 28 dyrektywy MiFID.

## 10. Konflikt interesów

Państwa członkowskie zostały zobligowane do wymagania, aby przy świadczeniu na rzecz klientów usług inwestycyjnych lub, w miarę potrzeb, usług dodatkowych, przedsiębiorstwo inwestycyjne działało uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów oraz wypełniając, w szczególności, zasady wymienione w art. 19 ust. 2–8 dyrektywy MiFID (aby publikacje handlowe były rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd, a informacje, aby były dostarczane kompleksowo). Analogiczne wymogi przewiduje w art. 12 dyrektywa UCITS<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Zob. także zalecenie Komisji 2004/383/WE z dnia 27 kwietnia 2004 r. w sprawie wykorzystania finansowych instrumentów pochodnych przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).

<sup>25</sup> Por. art. 5h i5f ust. 1b Dyrektywy 2001/107.

Przedsiębiorstwo inwestycyjne zachowuje i wprowadza skuteczne uzgodnienia organizacyjne i administracyjne na potrzeby podjęcia wszelkich istotnych kroków mających na celu zapobieżenie wystąpieniu sprzeczności interesów, określonych w art. 18 MiFID i szkodliwego ich wpływu na interesy klientów przedsiębiorstwa (art. 13 ust. 3 dyrektywy MiFID).

## 11. Zachęty

W sytuacji, kiedy fundusze są dystrybuowane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne podlegające dyrektywie MiFID, muszą stosować się do art. 26 Dyrektywy 2006/73 określającego tzw. zachęty. Państwa członkowskie nie traktują działań przedsiębiorstw inwestycyjnych jako uczciwe, sprawiedliwe i profesjonalne, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów, jeżeli – w odniesieniu do świadczenia usług inwestycyjnych lub dodatkowych na rzecz klienta – płacą lub otrzymują zapłatę w postaci opłaty lub prowizji albo dostarczają lub otrzymują korzyści niepieniężne. Wynagrodzenie może być pobierane w związku ze świadczeniem usług, w trzech sytuacjach:

1) jeżeli opłata, prowizja lub korzyść niepieniężna jest wnoszona lub dostarczona na rzecz klienta (bądź innej osoby w jego imieniu) albo przez klienta (bądź osobę działającą w jego imieniu);

2) jeżeli opłata, prowizja lub korzyść niepieniężna jest wnoszona lub dostarczona na rzecz strony trzeciej (bądź osoby działającej w jej imieniu) albo przez stronę trzecią (bądź osobę działającą w jej imieniu), jeśli spełnione są łącznie następujące warunki: informacja o istnieniu opłaty (prowizji lub korzyści niepieniężnej) powinna być znana klientowi przed wykonaniem usługi, a wniesienie opłaty (prowizji albo korzyści niepieniężnej) musi mieć na celu poprawę jakości usługi i nie może umniejszać obowiązku przedsiębiorstwa w zakresie działania w najlepiej pojętym interesie klienta;

3) jeżeli opłaty są niezbędne (np. koszty powiernictwa, opłaty związane z rozliczeniem i wymianą, obciążenia regulacyjne lub opłaty prawne) i nie stoją w sprzeczności ze zobowiązaniem przedsiębiorstwa do uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego działania w zgodzie z najlepiej pojętym interesem klienta<sup>26</sup>.

## 12. Wnioski

Dyrektywa MiFID niewątpliwie przyczyniła się do poprawy jakości doradztwa inwestycyjnego w zakresie pośrednictwa finansowego, wprowadzając obowiązek uwzględniania interesu klienta. Podstawowe standardy wprowadzone dyrektywą MiFID to: klasyfikacja klientów oraz rozszerzenie ich ochrony, zwiększenie konkurencyjności na rynku regulowanym, a także spójności i przejrzystości funkcjonowania przedsiębiorstw

---

<sup>26</sup> Art. 26 Dyrektywy 2006/73.

inwestycyjnych, ugruntowanie zasady jednolitego paszportu, wprowadzenie zasady uczciwej, sprawiedliwej i profesjonalnej obsługi zleceń oraz ich realizacji na warunkach najlepszych dla klienta (ang. *best execution*), przechowywanie i archiwizacja danych dotyczących transakcji. Narzucone zostały wymogi staranności przy zbieraniu informacji o preferowanym przez potencjalnego klienta okresie inwestycji oraz akceptowanym przez niego ryzyku, a także w udzielaniu rekomendacji inwestycyjnych w oparciu o prymat własnego interesu przejawiającego się w maksymalizacji wynagrodzenia prowizyjnego kosztem interesu majątkowego klientów funduszy. W sytuacji wystąpienia konfliktu interesów, którego nie dało się uniknąć, zarządzający aktywami ma obowiązek poinformowania o tym klienta, który ma wówczas możliwość świadomego podjęcia decyzji inwestycyjnej.

W zakresie zarządzania aktywami przez stosunkowo długi okres panowała swoista mozaika regulacyjna, która powodowała problemy z interpretacją dyrektywy MiFID oraz dyrektywy UCITS I. Stan prawny zdecydowanie polepszył się z dniem uchwalenia dyrektywy UCITS IV.

## **Materialy źródłowe**

### **Literatura:**

- Buczek S. (red.), *Asset management – zarządzanie aktywami w Polsce*, Warszawa 2006,
- Gabryelczyk K., Tomicki M., *Asset management*, [w:] *Private asset & health management. Nowe instrumenty i usługi finansowe*, K. Gabryelczyk (red.), Warszawa 2009.
- Zawadzka P., *Zarządzanie aktywami w prawie Unii Europejskiej*, [w:] *Europeizacja publicznego prawa gospodarczego*, H. Gronkiewicz-Waltz, K. Jaroszyński (red.), Warszawa 2011.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.06.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) Nr 1060/2009 i (UE) 1095/2010 – dyrektywa AIFMD (ang. *Alternative Investment Funds Managers Directive*; Dz.Urz. UE L Nr 174, z 1.07.2011, s. 1.

### **Internet:**

- Public Consultation. Review Of The Markets In Financial Instruments Directive (MiFID)*, European Commission, 8 December 2010, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf).

