

# Działalność w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w świetle przepisów prawa polskiego i dyrektywy MiFID

## Streszczenie:

Dystrybutorzy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych odgrywają kluczową rolę w zabezpieczeniu interesów inwestorów oraz zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania rynku zbiorowego inwestowania. Przedsiębiorcy ci, pełniący funkcję pośredników w procesie inwestycyjnym, wywierają istotny wpływ na podejmowane przez nabywców jednostek uczestnictwa decyzje w zakresie doboru funduszy do ich profilu inwestycyjnego. Nie zawsze kierują się jednak interesem swoich klientów, narażając ich na nietrafione inwestycje. Rolą regulacji prawnych w tym obszarze jest zapewnienie prawidłowości działalności dystrybucyjnej i jej zgodności z zasadami uczciwego obrotu, a przez to ograniczenie skali występujących w tym zakresie nadużyć.

W niniejszym rozdziale została przedstawiona analiza wymogów prawnych stosowanych w Polsce wobec dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz ich obowiązków w stosunku do klientów w świetle przepisów dyrektywy MiFID I, dyrektywy MiFID II i u.f.i. Uzupełniona ona została o ocenę ich znaczenia dla zapewnienia bezpieczeństwa uczestników funduszy inwestycyjnych na podstawie czteroletniej praktyki stosowania na krajowym rynku kapitałowym. Podniesione zostały także postulaty *de lege lata* i *de lege ferenda*.

## Słowa kluczowe:

dystrybutorzy jednostek uczestnictwa, przedsiębiorstwa (firmy) inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, doradztwo inwestycyjne

## 1. Wprowadzenie

Działalność dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych<sup>1</sup> odgrywa kluczową rolę w zabezpieczeniu interesów ich uczestników oraz zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania rynku zbiorowego inwestowania i bezpieczeństwa obrotu. Pośrednicy, mając kontakt z uczestnikami funduszy inwestycyjnych i potencjalnymi klientami, wywierają istotny wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne w zakresie doboru funduszy odpowiednich do ich profilu inwestycyjnego. Tymczasem przez wiele lat wysiłki prawodawcy europejskiego w obszarze zbiorowego inwestowania koncentrowały się na harmonizacji prawnych podstaw działalności funduszy inwestycyjnych,

---

<sup>1</sup> Ilekroć w niniejszym rozdziale będzie mowa o jednostkach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, autor ma na myśli także tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach Europejskiego Obszaru Gospodarczego (ang. European Economic Area; EEA) oraz funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. Organization for Economic Cooperation and Development; OECD) innych niż państwo członkowskie lub państwo należące do EEA.

spółek zarządzających i depozytariuszy, aby umożliwić im świadczenie usług na terenie wszystkich państw członkowskich w oparciu o zezwolenie i nadzór kraju rodzimego. Doprowadziło to do powstania w Europie jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych, ale nie wyplenilo nagannych praktyk związanych z dystrybucją jednostek uczestnictwa, przejawiających się w szczególności w rekomendowaniu klientom nieodpowiednich dla nich funduszy. Problem ten został dostrzeżony przez prawodawcę europejskiego w szerszym kontekście – działalności przedsiębiorstw inwestycyjnych, co przełożyło się na uregulowanie tego obszaru w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE 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. UE L 145, 30.04.2004, s. 1, zwanej dalej dyrektywą MiFID I, i przepisach wykonawczych do niej.

O ile dyrektywa MiFID I nie znajduje zastosowania do funduszy inwestycyjnych w związku z ich wyłączeniem spod jej działania w art. 2 ust. 1 lit. h, o tyle objęta nią została działalność dystrybutorów jednostek uczestnictwa. Na gruncie dyrektywy ci pośrednicy finansowi posiadający status przedsiębiorstw inwestycyjnych, albowiem ich działalność polega na świadczeniu usługi inwestycyjnej w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń w odniesieniu do instrumentów finansowych, jakimi są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (por. art. 4 ust. 1 pkt. 1 w zw. zał. 1 sekcja A i C dyrektywy MiFID I). Przy tym polski ustawodawca, dokonując transpozycji dyrektywy MiFID I, skorzystał z możliwości przewidzianej w jej art. 3 i zastosował w stosunku do dystrybutorów, o których mowa w art. 32 ust. 2 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. Nr 146, poz. 1546 ze zm.), zwanej dalej u.f.i., wyłączenie opcyjne spod stosowania tej dyrektywy. Aby przyjęte rozwiązanie było zgodne z przepisami implementowanej dyrektywy, ustawodawca krajowy sformułował w art. 32 ust. 2a wymogi ostrożnościowe w stosunku do tych podmiotów, które pozwalają na zastosowanie wyłączenia. Pozornie jedna z jego przesłanek nie została jednak spełniona, a mianowicie ta dotycząca zakazu prowadzenia przez przedsiębiorstwo inwestycyjne objęte wyłączeniem usług doradztwa inwestycyjnego. Ustawodawca bowiem w art. 32 ust. 2b dopuścił w stosunku do dystrybutorów taką możliwość, jednakże obwarował ją takimi ograniczeniami, że usługi te objęte zostały wyłączeniem przewidzianym w art. 2 ust. 1 lit. j dyrektywy MiFID I. W konsekwencji przyjętego rozwiązania krajowi dystrybutorzy nie mogą korzystać ze swobody świadczenia usług i prowadzenia działalności na terenie innych państw członkowskich, ani ustanawiać tam oddziałów (por. art. 3 ust. 2 dyrektywy MiFID I i art. 32 ust. 2a pkt. 3 u.f.i.). W tej sytuacji prawodawca krajowy nie był zobowiązany do dalszego wdrażania dyrektywy MiFID I do u.f.i. w zakresie podstaw prawnych działalności dystrybutorów. Jednakże w celu zapewnienia inwestorom należytego poziomu ochrony dokonał częściowej transpozycji dyrektywy MiFID I i Dyrektywy Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do

dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. U. UE L. 241, 02.09.2006, s. 26, zwanej dalej dyrektywą MiFID II, w zakresie, jaki uznał za konieczny do realizacji tego celu<sup>2</sup>.

Transpozycja przepisów dyrektywy MiFID I i MiFID II dokonana została ustawą z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. Nr 231, poz. 1546). Ustawa ta w obszarze zbiorowego inwestowania wprowadziła nowe oraz zmieniła dotychczasowe regulacje m.in. w zakresie pośrednictwa w nabywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, znajdujące zastosowanie zarówno, gdy czynności tych dokonują towarzystwa funduszy inwestycyjnych, jak i inne podmioty działające na podstawie umowy z towarzystwem funduszy inwestycyjnych (TFI). Celem tych regulacji jest zapewnienie prawidłowości działalności dystrybucyjnej i jej zgodności z zasadami uczciwego obrotu, a przez to ograniczenie skali nadużyć takich jak: udzielanie rekomendacji uzasadnionych wysokością wynagrodzenia za czynności dystrybucyjne, a nie zaś rzeczywistymi potrzebami klienta; nie przekazywanie informacji o czynnikach i poziomie ryzyka towarzyszącemu inwestycji; powoływanie się na historyczne wyniki inwestycyjne bez podkreślania braku gwarancji ich powtórzenia w przyszłości; stwarzanie u nabywców przekonania, iż inwestycja w jednostki uczestnictwa jest rodzajem wyżej oprocentowanej lokaty itp.<sup>3</sup> Ponadto przepisy powołanej wyżej ustawy z 4 września 2008 r. uporządkowały reguły dotyczące doradztwa inwestycyjnego w zakresie jednostek uczestnictwa. Do czasu jej wejścia w życie działalność ta była zastrzeżona wyłącznie dla podmiotów zatrudniających doradców inwestycyjnych, w stosunku do których ustawodawca *expressis verbis* taki zakres czynności przewidywał, w szczególności dla firm inwestycyjnych i TFI<sup>4</sup>. Tymczasem wydawanie ustnych rekomendacji dotyczących tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych było powszechnie stosowaną przez dystrybutorów praktyką. Jednocześnie tego rodzaju czynności, mieszczące się w pojęciu doradztwa inwestycyjnego, nagminnie dokonywane były bez wymaganej staranności, co przejawiało się wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych bez zbierania informacji o horyzoncie inwestycyjnym potencjalnego klienta, stopniu akceptowanego przez niego ryzyka i posiadanej wiedzy. Przytoczone powyżej praktyki stanowiły nieodosobnione przykłady naruszania podstawowych reguł uczciwego obrotu i były szczególnie niebezpieczne w szczytowych okresach hossy, kiedy to zwiększała się liczba niedoświadczonych i okazjonalnych inwestorów, kierujących się wynikami historycznymi funduszy, a jednocześnie rosło ryzyko nadejścia bessy<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Por. R. Mroczkowski, *Komentarz do Działu II. Tworzenie i funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych*, [w:] R. Mroczkowski [red.], *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Warszawa 2014, s. 190 i n.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 191.

<sup>4</sup> Por. art. 69 ust. 3 pkt 2 u.o.i.f. i art. 45 ust. 2 pkt 2 u.f.i.

<sup>5</sup> R. Mroczkowski, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011, s. 173.

Celem niniejszego rozdziału jest analiza wymogów prawnych stosowanych w Polsce wobec dystrybutorów jednostek uczestnictwa oraz ich obowiązków wobec klientów w świetle przepisów dyrektywy MiFID I, dyrektywy MiFID II i u.f.i., a także ocena ich znaczenia dla zapewnienia bezpieczeństwa uczestników funduszy inwestycyjnych na podstawie czteroletniej praktyki stosowania na krajowym rynku kapitałowym wraz z przedstawieniem postulatów *de lege lata* i *de lege ferenda*.

## **2. Dystrybutorzy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych i ich rola**

Dystrybutorem jest podmiot, za pośrednictwem którego fundusz inwestycyjny zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa. Do jego podstawowych obowiązków należy przyjmowanie od klienta i przekazywanie TFI zleceń nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

Stosownie do treści art. 32 ust. 1 u.f.i. fundusz inwestycyjny zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa bezpośrednio lub za pośrednictwem towarzystwa zarządzającego tym funduszem inwestycyjnym lub dystrybutora. Cechą przyjętego przez ustawodawcę krajowego rozwiązania jest podwójna rola, w jakiej w związku z tymi czynnościami może występować towarzystwo. Jeżeli fundusz prowadzi dystrybucję jednostek uczestnictwa bezpośrednio, to wszelkie czynności w jego imieniu dokonuje towarzystwo jako organ zarządzający tego funduszu. Niezależnie od tego ustawodawca *expressis verbis* dopuszcza, aby towarzystwo – jak należy domniemywać na podstawie stosunku zlecenia – występowało jako podmiot pośredniczący w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa zarządzanego funduszu. Jednocześnie art. 45 ust. 1 i 2 u.f.i. określa przedmiot działalności towarzystwa, którym jest w szczególności reprezentacja funduszy, w tym pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu ich jednostek uczestnictwa. Taka koncepcja jawi się jako sztuczna i niepotrzebna. Należy zatem postulować, aby jednolicie przyjąć w ustawie, iż do obowiązków towarzystwa mieszczących się w zakresie czynności zarządzania i reprezentacji funduszu należy zbywanie i odkupywanie jednostek uczestnictwa w sposób ciągły poprzez własne kanały dystrybucji lub za pośrednictwem dystrybutorów. Jednocześnie TFI, przyjmując zlecenia nabycia, odkupu i konwersji jednostek uczestnictwa, powinno dokonywać tych czynności w imieniu funduszu, jako jego organ w ramach wynagrodzenia pobieranego od uczestników funduszu w postaci opłaty dystrybucyjnej oraz naliczanego z majątku funduszu jako opłata za zarządzanie. Takie ukształtowanie czynności reprezentacji funduszu pozwala na wyeliminowanie sztucznej koncepcji zakładającej, iż towarzystwo działające jako organ funduszu zawiera umowę pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa z samym sobą występującym w charakterze zleceniobiorcy<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 171.

Ustawodawca wyróżnił dwie kategorie podmiotów pośredniczących w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych (dystrybutorzy kwalifikowani/pozostali dystrybutorzy), określając dla nich różny poziom reglamentacji działalności. Do pierwszej kategorii zaliczył podmioty wymienione w art. 32 ust. 1 u.f.i. tj.: towarzystwo zarządzające funduszem, podmiot prowadzący działalność maklerską w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, bank krajowy wykonujący działalność, o której mowa w art. 70 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 ze zm.), zwanej dalej u.o.i.f., oraz krajowy oddział instytucji kredytowej uprawniony do wykonywania działalności w zakresie przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Podmioty te z wyjątkiem TFI realizują wymogi wynikające z dyrektywy MiFID I na podstawie zharmonizowanych z nią przepisów u.o.i.f. i przepisów wykonawczych do tej ustawy<sup>7</sup>. Dlatego nie stosuje się do nich przewidzianych w u.f.i. wymogów w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz nie wymaga się od nich uzyskania zezwolenia na wykonywanie tej działalności.

Z powyższych powodów dalsze rozważania w zakresie wymogów związanych z działalnością dystrybutorów dotyczyć będą towarzystwa<sup>8</sup> oraz pozostałych dystrybutorów, o których mowa w treści art. 32 ust. 2 u.f.i. Zgodnie z tym przepisem czynności pośrednictwa w zakresie zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych mogą wykonywać inne instytucje działające na szerokim rynku pośrednictwa finansowego, w szczególności instytucje specjalizujące się w doradztwie finansowym. O ile ustawodawca nie ogranicza kręgu podmiotów, którym może zostać powierzona dystrybucja tytułów uczestnictwa, o tyle na pośredników nie będących dystrybutorami kwalifikowanymi nakłada obowiązek uzyskania zezwolenia na działalność w zakresie pośrednictwa.

### **3. Umowa dystrybucyjna**

Faktyczne i prawne czynności w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa dokonywane są na podstawie umowy zawieranej przez towarzystwo z pośrednikiem, określającej prawa i obowiązki jej stron, zwanej umową dystrybucyjną. W oparciu o jej postanowienia dystrybutor zobowiązany jest do przyjmowania

---

<sup>7</sup> Tj. na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. Nr 204 poz. 1577).

<sup>8</sup> Do towarzystwa znajdują zastosowanie przepisy dotyczące spółek zarządzających, które posiadają w świetle dyrektywy MiFID I status przedsiębiorstw inwestycyjnych. Stosuje się do nich niektóre wymogi przewidziane w tej dyrektywie oraz niektóre przepisy dyrektywy MiFID II tj. rozdział II oraz rozdział III sekcje 1–4 art. 45 i sekcje 6 i 8, a także (w zakresie, w jakim odnoszą się do wyżej wymienionych przepisów) rozdział I, rozdział III sekcja 9 i rozdz. IV (por. art. 2 ust. 2).

zleceń nabycia, odkupienia i konwersji jednostek uczestnictwa. Umowy tego rodzaju zawierają także postanowienia nakładające na podmiot prowadzący dystrybucję obowiązki w zakresie: udostępniania inwestorom wymaganych prawem dokumentów i informacji dotyczących funduszu inwestycyjnego, a także informacji reklamowych, przyjmowania i przekazywania wszelkich dokumentów związanych z uczestnictwem np. pełnomocnictw, odpisów z rejestrów wskazujących zasady reprezentacji, a także przyjmowania skarg i reklamacji<sup>9</sup>. Umowa ma charakter odpłatny, a pośrednikowi przysługuje wynagrodzenie odpowiadające z reguły wysokości pobieranej od uczestnika opłaty dystrybucyjnej<sup>10</sup>.

#### **4. Znaczenie dyrektywy MiFID I i MiFID II dla zapewnienia prawidłowości czynności dystrybucyjnych**

Na skutek transpozycji do krajowego porządku prawnego przepisów dyrektywy MiFID I i MiFID II wprowadzono wymogi ostrożnościowe w stosunku do działalności dystrybutorów, nałożono na nich nowe obowiązki, jak również rozszerzono uprawnienia nadzorcze Komisji w stosunku do tych podmiotów. Można przypisać im dwa zasadnicze cele: uchronienie klientów przed konsekwencjami niewypłacalności pośrednika w trakcie realizacji zlecenia oraz zabezpieczenie ich przed nierzetelnymi rekomendacjami inwestycyjnymi i nieodpowiednimi dla nich inwestycjami z uwagi na horyzont inwestycyjny i akceptowany poziom ryzyka<sup>11</sup>.

Określone w art. 32 ust. 2a u.f.i. wymogi ostrożnościowe mają na celu ograniczenie zakresu przedmiotowego czynności dokonywanych przez dystrybutorów. Ich wprowadzenie pozwoliło na objęcie działalności dystrybutorów na terenie kraju wyłączeniem opcyjnym przewidzianym w art. 3 ust. 1 dyrektywy MiFID I przy jednoczesnym zapewnieniu inwestorom odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa. Zgodnie z powołanymi wyżej przepisami dystrybutorzy prowadzący działalność na podstawie zezwolenia Komisji nie są uprawnieni do: przyjmowania wpłat na nabycie tytułów uczestnictwa, otrzymywania i przekazywania wypłat z tytułu ich odkupienia oraz przechowywania tytułów uczestnictwa i środków pieniężnych uczestników funduszu składających zlecenia za pośrednictwem tego podmiotu; wykonywania innych czynności maklerskich poza czynnościami pośrednictwa i doradztwa inwestycyjnego. Ponadto ustawodawca zastrzega, iż dystrybutor może przekazywać zlecenia dotyczące tytułów uczestnictwa wyłącznie do funduszu inwestycyjnego, funduszu zagranicznego, innej instytucji wspólnego inwestowania, firmy inwestycyjnej, banku lub instytucji kredytowej lub oddziału firmy inwestycyjnej posiadającej siedzibę w państwie trzecim lub oddziału banku zagranicznego.

---

<sup>9</sup> Por. G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998, s. 87.

<sup>10</sup> R. Mroczkowski, *Nadzór...*, s. 172.

<sup>11</sup> Znaczenie tych dwóch celów dla zapewnienia bezpieczeństwa transakcji na rynku kapitałowym podkreśla A. Carvajal, J. Elliott, *Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*, IMF Working Paper, No WP/07/259, Washington 2007, s. 26.



Konsekwencją przyjętego przez ustawodawcę rozwiązania polegającego na skorzystaniu z wyłączenia opcyjnego jest ograniczenie działalności dystrybutorów do terytorium kraju. Oznacza to pozbawianie krajowych dystrybutorów praw wynikających z art. 31 i 32 dyrektywy MiFID I, przewidujących swobodę świadczenia usług inwestycyjnych poza granicami państwa rodzimego oraz odpowiednio możliwość utworzenia oddziału na terytorium innego państwa członkowskiego.

Zwiększenie zakresu reglamentacji prawnej i wzmocnienie nadzoru pozwoliło na prawne usankcjonowanie stosowanej już w poprzednim stanie prawnym praktyki prowadzenia przez dystrybutorów doradztwa inwestycyjnego. Usługa ta zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt. 4 dyrektywy UCITS I polega na udzielaniu klientowi osobistego polecenia, czy to na jego prośbę, czy z inicjatywy przedsiębiorstwa inwestycyjnego w odniesieniu do jednej lub większej liczby transakcji dotyczących instrumentów finansowych. W u.f.i. przewidziane zostały dwa istotne ograniczenia w stosunku do dystrybutorów obowiązanych do uzyskania zezwolenia Komisji. Po pierwsze, prowadzone przez pośrednika doradztwo może mieć wyłącznie nieodpłatny charakter, po wtóre zaś jego zakres przedmiotowy zawężony został do jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, w zakresie których podmiot ten posiada zezwolenie na pośredniczenie w przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń (art. 32 ust. 2 b u.f.i.). Rozwiązanie to powoduje, że takie usługi są wyłączone spod działania dyrektywy MiFID I na podstawie jej art. 2 ust. 1 lit. j.

Podmioty dokonujące czynności w zakresie dystrybucji jednostek uczestnictwa powinny to czynić w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz ze szczególnym uwzględnieniem interesu klientów i uczestników tych funduszy. Wskazane w treści art. 32a ust. 1 u.f.i. wzorce starannego działania w zakresie czynności pośrednictwa są zgodne z wymogami art. 19 ust. 1 dyrektywy MiFID I. Należy je odczytywać jako kryteria kontroli sprawowanej przez Komisję, zarówno wstępnej jak i następczej. O ile jednak towarzystwo funduszy inwestycyjnych, czy podmiot prowadzący działalność maklerską, poddane są procedurze licencyjnej i objęte są nadzorem Komisji, o tyle w odniesieniu do pozostałych dystrybutorów ochrona tego interesu jest zapewniana w ramach postępowania w przedmiocie udzielenia zezwolenia na pośrednictwo w zakresie zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa.

Do podstawowych wymogów prowadzenia przez towarzystwo i dystrybutorów działających na podstawie zezwolenia Komisji działalności w zakresie pośrednictwa w zakresie nabywania, odkupywania i konwersji tytułów uczestnictwa, należy: 1) zapewnienie rzetelności i jasności informacji reklamowych i promocyjnych; 2) przestrzeganie ograniczeń w zakresie przyjmowanych opłat; 3) stosowanie rozwiązań technicznych i organizacyjnych zapewniających bezpieczeństwo oraz zapobiegających powstawaniu konfliktów interesów; 4) dokonywanie oceny adekwatności i odpowiedności.

Wymogi w zakresie rzetelności i jasności upowszechnianych informacji reklamowych i promocyjnych w sposób ogólny określa art. 32a ust. 3 przepisu, zaś szczegółowo

rozwijają je paragrafy 3–9 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 16 lipca 2013 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów (Dz. U. Nr 847), zwanego dalej p.p.p.d.z.p. Informacje kierowane przez dystrybutora do klientów, w tym informacje przekazywane w celu reklamy lub promocji, powinny być rzetelne, zrozumiałe i niewprowadzające w błąd. Ponadto, jeżeli informacje te mogą stanowić podstawę do podjęcia przez klientów decyzji o skorzystaniu z danej usługi, powinny one zawierać taki zakres danych oraz zostać przedstawione w taki sposób, aby klienci mogli zrozumieć specyfikę danej usługi oraz instrumentu finansowego będącego przedmiotem danej usługi, a także ryzyko, jakie wiąże się z tym instrumentem finansowym. Na dystrybutorze ciąży obowiązek nieodpłatnego udostępnienia kluczowych informacji dla inwestorów funduszu. Te i inne wymogi określone w r.p.p.p.d.z.p. zapewniają zgodność krajowej regulacji z przepisami art. 19 ust. 2 i 3 dyrektywy MiFID I i art. 27–34 dyrektywy MiFID II.

Istotnym zagadnieniem dla ochrony prawa klienta jest problematyka opłat przyjmowanych przez dystrybutora. Ustawodawca polski, dokonując transpozycji art. 19 ust. 1 dyrektywy MiFID I (art. 26 dyrektywy MiFID II), przewidział w art. 32 a ust. 4 u.f.i. ograniczenia w zakresie rodzaju opłat i innych świadczeń przyjmowanych od klienta i przekazywanych klientowi. Zgodnie z powołanym przepisem u.f.i. dystrybutor może przyjmować wyłączenie: 1) opłaty, prowizje i świadczenia niepieniężne od klienta; 2) opłaty lub prowizje niezbędne dla świadczonej usługi na rzecz klienta<sup>12</sup>; 3) inne świadczenia, pod warunkiem, że: informacja o nich, w tym o ich istocie i wysokości lub sposobie ustalania ich wysokości, została przekazana klientowi przed świadczeniem usługi, oraz są one przyjmowane albo przekazywane w celu poprawienia jakości usługi świadczonej przez ten podmiot na rzecz klienta. W praktyce obserwowanej na rynku krajowym dystrybutorzy nie pobierają żadnych świadczeń od klienta, zaś na podstawie umowy dystrybucyjnej z TFI uzyskują wynagrodzenie odpowiadające wysokości pobieranej od uczestnika opłaty dystrybucyjnej, a w niektórych zaś wypadkach (np. zawieszania w ramach promocji pobierania tej opłaty) także – części należnej towarzystwu opłaty za zarządzanie (w państwach UE średnio w wysokości 50% tej opłaty)<sup>13</sup>. Przy tym stwierdzić należy, iż dystrybutorzy nąminnie naruszają przepisy u.f.i., nie przekazując klientom informacji o sposobie naliczenia, podstawie i wysokości wynagrodzenia należnego im od TFI.

Wymogi w zakresie stosowania rozwiązań technicznych i organizacyjnych zapewniających bezpieczeństwo oraz zapobiegających powstawaniu konfliktów interesów, a także ochronę informacji poufnych lub stanowiących tajemnicę zawodową w sposób ogólny określa art. 32 ust. 2 u.f.i., zaś szczegółowo rozwijają je przepisy r.p.p.p.d.z.p.

<sup>12</sup> W art. 26 lit. c dyrektywy MiFID II egzemplifikuje się je jako koszty powiernictwa, opłaty związane z rozliczeniem i wymianą, obciążenia regulacyjne lub opłaty prawne oraz wskazuje się, iż nie mogą stać w sprzeczności ze zobowiązaniem przedsiębiorstwa do uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego działania w zgodzie z najlepiej pojętym interesem klienta.

<sup>13</sup> N. Chudzyńska, *TFI muszą dokładać do biznesu*, „Gazeta Giełdy Parkiet” nr 4066 z 20.10.2009 r.



w § 10 – w zakresie regulaminu wewnętrznego, w § 13 – struktury organizacyjnej, w § 16 i 18 – w zakresie systemu kontroli wewnętrznej, w § 19 – procedury zapobiegającej ujawnieniu lub wykorzystaniu informacji stanowiących tajemnicę zawodową.

Dystrybutor zobowiązany jest opracować i wdrożyć regulamin wewnętrzny określający sposób i warunki prowadzenia działalności w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy. Wymogi dotyczące treści regulaminu i zakresu jego stosowania czynią zadość obowiązkowi ustanowienia, wprowadzenia i utrzymywania skutecznej polityki przeciwdziałania sprzeczności interesów, o której mowa w art. 13 ust. 3 i art. 18 ust. 1 dyrektywy MiFID I (art. 22 ust. 1 dyrektywy MiFID II).

Wewnętrzna struktura organizacyjna dystrybutora powinna zapobiegać powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku ujawnienia się takiego konfliktu – umożliwić ochronę interesów klienta przed szkodliwym jego wpływem. Przez konflikt interesów rozumie się znane podmiotowi okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesem podmiotu, osoby powiązanej z podmiotem i obowiązkiem działania przez ten podmiot w sposób rzetelny, z uwzględnieniem najlepiej pojętego interesu klienta tego podmiotu, jak również znane podmiotowi okoliczności mogące doprowadzić do powstania sprzeczności między interesami kilku klientów tego podmiotu. Należy przyjąć, iż przepisy r.p.p.d.z.p. w analizowanym zakresie są zgodne z wymogami przewidzianymi w art. 13 ust. 3 i 18 dyrektywy MiFID I.

Dystrybutor opracowuje i wdraża system kontroli wewnętrznej służący zapewnieniu zgodności działalności podmiotu oraz osób działających na jego rzecz z obowiązującymi przepisami prawa oraz regulaminami i procedurami wewnętrznymi obowiązującymi w podmiocie. Zasady przeprowadzania kontroli wewnętrznych określa regulamin kontroli wewnętrznej. Przepisy dotyczące tego obszaru stanowią transpozycję art. 13 ust. 5 dyrektywy MiFID I i art. 8 dyrektywy MiFID II.

Do obowiązków dystrybutora należy opracowanie i wdrożenie procedury zapobiegającej ujawnieniu lub wykorzystaniu informacji stanowiących tajemnicę zawodową w celu zapobieżenia wykorzystywaniu lub ujawnianiu posiadanych informacji przez osoby kierujące działalnością podmiotu oraz osoby uczestniczące w świadczeniu usług lub mające dostęp do informacji stanowiących tajemnicę zawodową.

W § 11 r.p.p.d.z.p. ustawodawca nałożył na dystrybutora tzw. obowiązek oceny ogólnej „odpowiedniości” produktu inwestycyjnego dla klienta. Jego wykonanie polega na uzyskaniu od klienta przed przyjęciem zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji w oferowany produkt oraz dokonaniu oceny, czy przewidziany produkt jest odpowiedni dla klienta i przekazaniu mu tej informacji, w szczególności, gdy dystrybutor oceni, że dany instrument finansowy lub usługa są dla niego nieodpowiednie. Jeżeli klient nie przedstawi informacji lub jeżeli przedstawione przez niego informacje są niewystarczające, dystrybutor zobowiązany jest poinformować klienta, że tenże uniemożliwia mu dokonanie oceny „odpowiedniości”. Przepis § 11 r.p.p.d.z.p. określa także przesłanki

wyłuczające stosowanie tego przepisu, w szczególności w stosunku do klientów profesjonalnych. Regulacje te stanowią transpozycję art. 19 ust. 5 dyrektywy MiFID I i art. 36 i 37 dyrektywy MiFID II. Jednak prawodawcy polskiemu dokonującemu transpozycji przepisów określonych w tych dyrektywach umknął cel badania wiedzy i doświadczenia klienta, którym jest ustalenie, czy tenże zdaje sobie sprawę z ryzyka inwestycji w dany instrument finansowy, którym, w przypadku funduszu inwestycyjnego, jest jednostka uczestnictwa (art. 36 dyrektywy MiFID II). Konsekwencją tego błędu jest zbyt wąski dla osiągnięcia tego celu zakres informacji uzyskiwanych od klienta, określony w § 11 ust. 2 r.p.p.d.z.p. Powoduje to, iż wynik badania adekwatności może nie pozwalać na ustalenie, czy klient zdaje sobie sprawę z ryzyka inwestycyjnego. Kolejną okolicznością podważającą sens badania adekwatności w sposób przewidziany w r.p.p.d.z.p. jest niejednorodny zakres ryzyka inwestycyjnego towarzyszącego inwestycjom w poszczególne typy funduszy inwestycyjnych (od niskiego ryzyka związanego z funduszami pieniężnymi po wysokie ryzyko charakterystyczne dla funduszy akcji). W konsekwencji wiedza i doświadczenia klienta pozwalające na inwestycje w fundusze cechujące się niskim ryzykiem inwestycyjnym mogą być niewystarczające do lokowania środków w fundusze o wysokim ryzyku. Tymczasem wzór testu odpowiedniości przeznaczony do stosowania przez dystrybutorów jednostek uczestnictwa opracowany przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami<sup>14</sup>, zawiera pytania co prawda mieszczące się w zakresie określonym w r.p.p.d.z.p., ale mało przydatne dla oceny, czy klient zdaje sobie sprawę z ryzyka towarzyszącego inwestycjom w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych różnych typów. Ponadto należy podnieść, iż próba oceny wiedzy klienta na podstawie 4 pytań (pyt. 1 a–d testu) oraz doświadczenia na podstawie 5 pytań (pyt. 2 a–e testu) może prowadzić do przypadkowych wniosków.

Niezależnie od powyższego dystrybutor, świadczący na rzecz klienta detalicznego usługi doradztwa inwestycyjnego w związku z czynnościami pośrednictwa, zobowiązany jest każdorazowo dokonać oceny „adekwatności” usługi inwestycyjnej. W tym celu występuje do klienta o przekazanie informacji niezbędnych do wydania rekomendacji w zakresie nabycia, zbycia określonych jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa funduszy lub powstrzymania się od tych czynności. Zgodnie z § 28 r.p.p.d.z.p. zakres informacji pozyskiwanych przez dystrybutora powinien umożliwiać dokonanie oceny, czy rekomendowane zlecenie: realizuje cele inwestycyjne danego klienta; nie jest związane z ryzykiem, którego poziom przekraczałby możliwości inwestycyjne klienta; ma charakter pozwalający na jej zrozumienie i dokonanie oceny ryzyka z nią związanego przez klienta, biorąc pod uwagę posiadane przez niego doświadczenie i wiedzę; uwzględnia sytuację finansową klienta. Na podstawie uzyskanych informacji dystrybutor przygotowuje i przekazuje klientowi pisemną lub ustną rekomendację, uwzględniającą

<sup>14</sup> IZFiA, *Test odpowiedniości*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/testy/TEST%20ODPOWIEDNIOsc\\_IZFA\\_last.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/testy/TEST%20ODPOWIEDNIOsc_IZFA_last.pdf).

cele inwestycyjne klienta, jako skłonność do ryzyka, horyzont inwestycyjny i sytuację materialną oraz poziom wiedzy i doświadczenia. Regulacje te wprowadzają do krajowego porządku prawnego art. 19 ust. 4 dyrektywy MiFID I i art. 35 i 37 dyrektywy MiFID II. Mając na uwadze potrzebę ujednoczenia stosowania tych wymogów, IZFiA stworzyła wzór testu adekwatności przeznaczonego do stosowania przez dystrybutorów<sup>15</sup>. Opracowany test składa się z pytań umożliwiających dokonanie oceny adekwatności produktu dla klienta z uwzględnieniem jego skłonności do ryzyka, wielkości dochodu wolnego od zobowiązań oraz celów inwestycyjnych. W zakresie badania wiedzy i doświadczenia klienta analizowany test powtarza pytania z testu odpowiedności, który był przez klienta wypełniany w przeszłości albo równocześnie z testem adekwatności, co sprawia wrażenie, iż powierzchowność badania jest założona przez autorów obu testów. Na aprobatę zasługuje sposób oceny testu pozwalający na ustalenie profilu klienta wraz ze wskazaniem zalecanego dla niego typu funduszy inwestycyjnych.

IZFiA zaleca, aby test odpowiedności został przeprowadzony co do zasady jednorazowo przy przyjęciu pierwszego zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa u danego dystrybutora, zaś test adekwatności – każdorazowo przed wydaniem rekomendacji<sup>16</sup>. Praktyka badania odpowiedności i adekwatności przez niektórych dystrybutorów jest druzgocąca. Nieodosobnionym przykładem jest pomoc udzielana przez doradców finansowych obsługujących klienta w wypełnieniu testów np. poprzez „dyskretne” zalecenie, aby przy udzielaniu odpowiedzi na dwa pierwsze pytania w obu testach „trzymać się lewej strony”, co znajduje odzwierciedlenie w układzie graficznym testów i pozwala na najwyższą ocenę wiedzy i doświadczenia klienta.

Przewidziane w przepisach r.p.p.d.z.p. rozwiązanie polegające na zróżnicowaniu stopnia ochrony praw klientów detalicznych i profesjonalnych w związku z przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń jest zgodne z art. 24 dyrektywy MiFID I przewidującym możliwość zwolnienia przedsiębiorstwa inwestycyjnego z niektórych obowiązków w związkach z realizacją usług na rzecz tzw. uprawnionych kontrahentów, których definicja przewidziana w ust. 2 powołanego wyżej przepisu pokrywa się z definicją klienta profesjonalnego przewidzianą w 2 pkt. 7 r.p.p.d.z.p.

Ustawodawca, dokonując częściowej transpozycji dyrektywy MiFID I i MiFID II, nie wprowadził do krajowego porządku prawnego m.in. wymogów przewidzianych w art. 21 w zakresie zobowiązania przedsiębiorstwa inwestycyjnego do realizacji zlecenia na warunkach najkorzystniejszych dla klienta, pozwalających na uzyskanie możliwie najlepszych wyników. Jest to szczególnie istotne w przypadku dystrybucji jednostek

---

<sup>15</sup> IZFiA, *Test adekwatności*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/testy/TEST%20ADEKWATNOsCI\\_IZFA\\_last.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/testy/TEST%20ADEKWATNOsCI_IZFA_last.pdf).

<sup>16</sup> Por. IZFiA, *Zagadnienia dotyczące praktycznych aspektów stosowania przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 3 kwietnia 2009 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, w szczególności w zakresie obowiązku przeprowadzania testów odpowiedności i adekwatności*, s. 1, [http://www.izfa.pl/files\\_user/testy/Rekomendacje\\_20090601.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/testy/Rekomendacje_20090601.pdf).

uczestnictwa wielu funduszy realizujących ten sam cel inwestycyjny w ramach podobnej polityki inwestycyjnej, ale różniących się wynikami inwestycyjnymi i kosztami bezpośrednio lub pośrednio ponoszonymi przez uczestników. W konsekwencji przygotowana przez dystrybutora w oparciu o § 27 ust. 1 r.p.p.p.d.z.p. rekomendacja inwestycyjna może wskazywać fundusz lub fundusze, które nie zapewniają klientowi najlepszych wyników i warunków, w szczególności w zakresie historycznych stóp zwrotu z inwestycji i kosztów, w tym opłat dystrybucyjnych. Ponadto należy odnotować brak transpozycji m.in. przepisu art. 13 ust. 2 dyrektywy MiFID I (art. 9 dyrektywy MiFID II) w zakresie obowiązków kierownictwa wyższego szczebla oraz art. 19 ust. 1 i 7 dyrektywy MiFID I (art. 39 dyrektywy MiFID II) odnośnie do wymogu zawarcia pisemnej umowy z klientem.

## 5. Nadzór nad działalnością dystrybutorów

Działalność dystrybutorów posiadających siedzibę na terenie kraju została objęta kontrolą oraz nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i represyjnym, czyniąc zadość wymogom przewidzianym w art. 5–8, 16 i 17 dyrektywy MiFID I.

Jeżeli dystrybutorem nie jest podmiot prowadzący działalność maklerską, bank krajowy lub krajowy oddział instytucji kredytowej, zobowiązany jest on wystąpić do Komisji z wnioskiem o udzielenie zezwolenia na działalność w zakresie zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. W art. 32 ust. 4 u.f.i. został wskazany katalog obligatoryjnych załączników do wniosku. Jego analiza prowadzi do wniosku, iż nie jest on wystarczający do ustalenia, czy dystrybutor spełnia wymagania stawiane przedsiębiorstwom inwestycyjnym w dyrektywie MiFID I i MiFID II, w szczególności nie zapewnia Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) dostępu do informacji o udziałowcach lub akcjonariuszach podmiotu wykonującego działalność dystrybucyjną w zakresie przewidzianym w art. 10 dyrektywy MiFID I. Ustawodawca polski nie dokonał transpozycji przepisów dotyczących kontroli nad akcjonariatem dystrybutora, zarówno na etapie postępowania w przedmiocie udzielania zezwolenia, jak i w trakcie jego działalności. Zezwolenie udzielane jest na wniosek zainteresowanego podmiotu, a jego zakres przedmiotowy ma charter konkretny i obejmuje czynności pośredniczenia w zbywaniu i odkupywaniu tytułów uczestnictwa funduszy wskazanych we wniosku (art. 32 ust. 4 pkt 4 u.f.i.).

W art. 32 ust. 6 u.f.i. zostały określone negatywne przesłanki wydania zezwolenia. Komisja odmawia wydania zezwolenia, gdy: dokumenty załączone do wniosku nie spełniają wymogów ustawowych, wniosek lub załączone do niego dokumenty nie są zgodne z przepisami prawa lub ze stanem faktycznym, wnioskodawca może wykonywać czynności z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interesy osób zapisujących się na jednostki uczestnictwa lub tytuły uczestnictwa lub

interesy uczestników funduszy. Z powodu zawężonego w stosunku do dyrektywy MiFID I zakresu okoliczności badanych w trakcie postępowania należy uznać, iż przepisy u.f.i. nie zostały w pełni zharmonizowane i w obecnej postaci nie są wystarczające do zapewnienia, że wnioskodawca nie uzyska zezwolenia, jeżeli nie dowiedzie, iż wypełnia wszystkie wymagania nałożone na podstawie przepisów przyjętych zgodnie z dyrektywą MiFID I.

Przepisy dotyczące zezwolenia uzupełnia regulacja przewidująca jego wygaśnięcie z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji dystrybutora, o czym podmiot ten lub jego likwidator jest zobowiązany niezwłocznie poinformować Komisję.

Kompetencje Komisji w stosunku do dystrybutorów obejmują ponadto uprawnienia kontrolne (art. 226 ust. 1 pkt 3 u.f.i.), czyniąc zadość obowiązkowi monitorowania przedsiębiorstw inwestycyjnych przewidzianemu w art. 17 ust. 1 dyrektywy MiFID I oraz, stosowane w ramach funkcji nadzoru represyjnego, sankcje w postaci cofnięcia zezwolenia lub nałożenia kary pieniężnej do wysokości 500.000 zł (art. 233 ust. 1 u.f.i.). Przesłanką zastosowania środków nadzorczych jest naruszenie przepisów ustawy, nie wypełnianie warunków określonych w zezwoleniu lub przekraczanie zakresu zezwolenia, bądź też wykonywanie działalności z naruszeniem interesów uczestników funduszy lub zasad uczciwego obrotu. Podstawy prawne stosowania sankcji nie zostały w pełni zharmonizowane z dyrektywą MiFID I. Z jednej strony ustawodawca polski rozszerzył katalog sankcji o karę pieniężną, co należy przyjąć z aprobatą, z drugiej zaś wśród przesłanek cofnięcia zezwolenia pominął niektóre z podstaw wskazanych w treści art. 8 dyrektywy MiFID I, w szczególności przypadek niepodjęcia działalności w terminie 12 miesięcy od uzyskania zezwolenia lub jej zaniechania w tym okresie.

## **6. Podsumowanie**

Zastosowanie przy transpozycji dyrektywy MiFID I wyłączenia opcyjnego dotyczącego dystrybutorów jest rozwiązaniem, które pozwoliło na wybiórcze wprowadzenie tej regulacji do krajowego porządku prawnego z pominięciem przepisów, które ustawodawca polski uznał za zbędne dla osiągnięcia celów w niej przewidzianych. Przyjęte rozwiązanie uniemożliwia jednak krajowym dystrybutorom prowadzenie działalności transgranicznej lub zakładanie oddziałów w innych państwach członkowskich, co ogranicza ich możliwości rozwoju i obniża ich konkurencyjność w stosunku do dystrybutorów z innych państw członkowskich korzystających z dobrodziejstw jednolitego paszportu. Należy zatem postulować pełną transpozycję dyrektywy, co pozwoli krajowym dystrybutorom korzystać ze swobody świadczenia usług na terenie UE.

Implementowane do krajowego porządku prawnego przepisy dyrektywy MiFID I i MiFID II, przewidujące wymagania w zakresie prowadzenia działalności pośrednictwa w zbywaniu i okupywaniu jednostek uczestnictwa niewątpliwie poprawiły sytuację klienta korzystającego z usług dystrybutorów. Podstawowym celem tych przepisów jest

bowiem podniesienie poziomu ochrony klientów i ich praw w związku z korzystaniem z usług dystrybutorów<sup>17</sup>. W szczególności przejawia się to w podniesieniu standardu przekazywanych informacji, poprawie jakości usług doradztwa inwestycyjnego świadczonych przez dystrybutorów, w szczególności wskutek wprowadzenia oceny adekwatności usługi, w końcu zaś w ograniczeniu konfliktu interesów i zarządzaniu tą sferą.

Trzeba jednak podkreślić, iż o ile szczegółowa i kazuistyczna regulacja dyrektywy MiFID I i MiFID II przyczyniła się do poprawy i ujednoczenia na terytorium państw członkowskich standardu usług świadczonych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, o tyle ostatecznie poziom zabezpieczenia interesów klientów tych instytucji zależy w znacznym stopniu od kultury organizacji i standardów etycznych przyjętych, respektowanych i stosowanych w poszczególnych przedsiębiorstwach inwestycyjnych. Tymczasem w wielu z nich zarówno w Polsce, jak i innych państwach członkowskich te standardy pozostawiają wiele do życzenia, a wymogi dyrektywy traktowane są zarówno przez pracowników tych przedsiębiorstw jako formalności realizowane w stopniu koniecznym do wykazania się przed organami nadzoru ich przestrzeganiem, lecz w zakresie niewystarczającym do rzeczywistego zabezpieczenia interesów klientów detalicznych. Jest to widoczne w szczególności w działalności pośredników na rynku funduszy inwestycyjnych. Obowiązki dystrybutorów, wprowadzone w ramach transpozycji przepisów dyrektywy MiFID I i MiFID II, nie są w stanie wyeliminować występującej w istocie sprzeczności interesów dystrybutora, dążącego do maksymalizacji zysków z tytułu opłaty dystrybucyjnej naliczanej od wartości zlecenia oraz klienta, oczekującego osiągnięcia założonego poziomu zysku przy akceptowanym ryzyku i niskich kosztach transakcyjnych. Problem ten pogłębia powszechnie stosowana przez dystrybutorów w Polsce praktyka unikania przedstawiania klientom informacji o wysokości i podstawie naliczenia wynagrodzenia należnego od TFI, co narusza obowiązek przewidziany w art. 32 ust. 2 pkt 3 u.f.i. Nawet jednak przekazanie takiej informacji nie pozwala klientowi ocenić wpływu wysokości tego wynagrodzenia na rekomendację wydaną przez dystrybutora. Aby było to możliwe, klient musiałby uzyskać informacje o wynagrodzeniu uzyskiwanym przez dystrybutora od innych TFI zarządzających funduszami inwestycyjnymi o podobnej polityce inwestycyjnej. Jedynym sposobem wyeliminowania tej sprzeczności i poprawy wiarygodności wydawanych rekomendacji jest wprowadzenie zakazu przyjmowania przez dystrybutora jakichkolwiek świadczeń od TFI i innych podmiotów, z wyjątkiem opłaty dystrybucyjnej pobieranej od klienta<sup>18</sup>.

Po raz kolejny potwierdza się teza, iż regulacje prawne, nawet te drobiazgowo, w zderzeniu z postępującą na rynkach finansowych tendencją do obniżania się standardów

<sup>17</sup> W motywie 2 preambuły dyrektywy MiFID I wskazuje się, iż „konieczne jest zapewnienie poziomu ujednoczenia niezbędnego do zaoferowania inwestorom wyższego poziomu ochrony oraz umożliwienie przedsiębiorstwom inwestycyjnym świadczenia usług w całej Wspólnocie, będącej rynkiem jednolitym, w oparciu o nadzór kraju rodzimego.

<sup>18</sup> Negatywną stroną takiego rozwiązania jest silna ingerencja w relacje pomiędzy klientem, dystrybutorem a TFI, oraz prawdopodobny wzrost opłat ponoszonych przez klientów.



etycznych i moralnych przejawiającą się w dominacji chciwości nad uczciwością i rzetelnością, nie zapewniają zakładanego przez prawodawcę poziomu bezpieczeństwa uczestników obrotu na tych rynkach.

## **Materiały źródłowe**

### **Literatura:**

- Carvajal A., Elliott J., *Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis*, IMF Working Paper, No WP/07/259, Washington 2007.
- Chudzyńska N., *TFI muszą dokładać do biznesu*, GG Parkiet z 20.10.2009 r.
- Kościelniak G., *Fundusze powiernicze*, Kraków 1998.
- Mroczkowski R., *Komentarz do Działu II. Tworzenie i funkcjonowanie funduszu inwestycyjnych*, [w:] R. Mroczkowski [red.], *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*, Warszawa 2014.
- Mroczkowski R., *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Warszawa 2011.

### **Internet:**

- IZFiA, *Zagadnienia dotyczące praktycznych aspektów stosowania przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 3 kwietnia 2009 r. sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, w szczególności w zakresie obowiązku przeprowadzania testów odpowiedzialności i adekwatności*, s. 1, [http://www.izfa.pl/files\\_user/testy/Rekomendacje\\_20090601.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/testy/Rekomendacje_20090601.pdf).

