

Warszawa, dnia 26 czerwca 2019 r.

Poz. 18

**DECYZJA KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO Z DNIA 25 CZERWCA 2019 R.  
W SPRAWIE ZAKAZU WPROWADZANIA DO OBROTU, DYSTRYBUCJI LUB SPRZEDAŻY  
KLIENTOM DETALICZNYM OPCJI BINARNYCH (sygn. DAS.456.1.2019)**

Warszawa, dnia 25 czerwca 2019 r.

**Sygn. DAS.456.1.2019**

**DECYZJA**

Na podstawie art. 42 ust. 1 lit. a Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84, ze zm., dalej jako „Rozporządzenie”) w związku z art. 23h ust. 1 i 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (j.t. Dz.U. z 2018 poz. 1417 ze zm.)

**Komisja Nadzoru Finansowego postanawia, co następuje:**

1. Zakazuje się wprowadzania do obrotu polegającego na upowszechnianiu, kierowaniu do klientów detalicznych lub potencjalnych klientów detalicznych informacji, reklamowaniu lub promowaniu, oraz dystrybucji lub sprzedaży klientom detalicznym lub potencjalnym klientom detalicznym opcji binarnych, będących instrumentami pochodnymi spełniającymi łącznie następujące warunki:
  - a) są rozliczane w gotówce lub mogą być rozliczane w gotówce według wyboru jednej ze stron, przy czym wybór ten nie dotyczy przypadku niedotrzymania warunków umowy lub innego rodzaju zdarzenia skutkującego rozwiązaniem umowy;
  - b) przewidują wypłatę jedynie po zamknięciu lub wygaśnięciu;
  - c) wypłata jest ograniczona do:
    - (i) z góry określonej stałej kwoty lub kwot lub z góry określonej kwoty równej zero, jeśli instrument bazowy spełnia jeden lub więcej z góry określonych warunków; lub
    - (ii) z góry określonej stałej kwoty lub kwot lub z góry określonej kwoty równej zero, jeśli instrument bazowy nie spełnia jednego lub kilku z góry określonych warunków.
2. Zakaz, o którym mowa w pkt. 1 nie obejmuje:
  - a) opcji binarnych, w przypadku których kwota wypłaty jest przynajmniej równa całkowitej kwocie płatności dokonanej przez klienta detalicznego za opcję binarną, włączając prowizje, opłaty transakcyjne i inne koszty powiązane;

b) opcji binarnych spełniających łącznie następujące warunki:

- (i) okres od dnia emisji do terminu wymagalności wynosi co najmniej 90 dni kalendarzowych;
  - (ii) sporządzono i zatwierdzono, zgodnie z Dyrektywą 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE ( Dz. Urz.L345 z 31.12.2003, s.64 ), prospekt emisyjny, który jest publicznie dostępny;
  - (iii) opcja binarna nie naraża dostawcy na ryzyko rynkowe w okresie trwania kontraktu, a dostawca ani żaden podmiot z jego grupy kapitałowej nie czerpie zysków ani nie ponosi strat z tytułu opcji binarnej, innych niż wcześniej ujawnione prowizje, opłaty transakcyjne lub inne koszty powiązane.
3. Zakazuje się świadomego i celowego uczestnictwa w działaniach, których celem lub skutkiem jest ominięcie zakazów wskazanych w pkt. 1, w tym działań podejmowanych przez podmiot działający w charakterze substytutu dostawcy opcji binarnych.
  4. Zakaz, o którym mowa w pkt. 1, ma zastosowanie zarówno na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jak i z terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, niezależnie od narodowości oraz miejsca pobytu klientów detalicznych, dla których świadczona jest usługa.
  5. Decyzja wchodzi w życie w dniu 2 lipca 2019 r.

## UZASADNIENIE

### I. Rynek opcji binarnych oferowanych klientom detalicznym

Opcje binarne są pochodnymi instrumentami finansowymi.

Zgodnie z art. 3 pkt 28a ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (j.t. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 ze zm.) instrumentem finansowym jest instrument pochodny, przez który rozumie się opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, walut, stóp procentowych, rentowności, indeksów finansowych, wskaźników finansowych, towarów, zmian klimatycznych, stawek frachtowych, poziomów emisji, stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, a także innych aktywów, praw, zobowiązań, indeksów lub wskaźników, oraz instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego. Mając zatem na uwadze ww. definicję instrumentu finansowego stwierdzenia wymaga, że opcje binarne są ze swej istoty instrumentami złożonymi, obciążonymi dużym ryzykiem braku uzyskania oczekiwanego zwrotu z inwestycji, często będącymi przedmiotem spekulacji.

Komisja Nadzoru Finansowego (dalej również jako „KNF” oraz „organ nadzoru”) obserwowała do połowy 2018 r.<sup>1)</sup> na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej (dalej „RP”) gwałtowny wzrost wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym. Instrumenty te oferowane były zarówno przez firmy inwestycyjne mające swoją siedzibę na terytorium RP i świadczące swoje usługi na terytorium RP oraz z terytorium RP, jak i przez firmy zagraniczne prowadzące działalność maklerską na terytorium RP (zwane dalej również „dostawcami”). Tożsamy wzrost dotyczący wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym zdiagnozowany został również przez organy nadzoru w innych państwach członkowskich Unii Europejskiej (dalej jako „organy krajowe”).

Zaobserwowano dodatkowo, że opcje binarne coraz częściej były oferowane klientom detalicznym z wykorzystaniem agresywnych technik marketingowych oraz z pominięciem przekazywania rzetelnych i przejrzystych informacji umożliwiających klientom detalicznym zrozumienie ryzyka związanego z inwestowaniem w tego rodzaju instrumenty. Takie zastrzeżenia, w tym wskazywanie na obciążanie znacznymi stratami wynikających z inwestycji w opcje binarne w porównaniu do tradycyjnych inwestycji

---

<sup>1)</sup>Od dnia 2 lipca 2018 r. zaczęła obowiązywać decyzja Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) nr 2018/795 z dnia 22 maja 2018 r. o tymczasowym zakazie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym w Unii (Dz. Urz. UE L 136 z 1.06.2018, str. 31).

w papiery wartościowe, były również formułowane przez klientów detalicznych w skargach kierowanych do Rzecznika Finansowego<sup>2)</sup>.

Mając na uwadze zidentyfikowane problemy związane z inwestowaniem w opcje binarne, organ nadzoru przeprowadził szereg działań nadzorczych w celu ich wyeliminowania:

1. W dniu 17 lipca 2013 r. Urząd KNF opublikował *Stanowisko w sprawie funkcjonowania firm inwestycyjnych na rynku Forex*. Powodem opracowania stanowiska był zaobserwowany dynamiczny rozwój tego obszaru usług maklerskich mających za przedmiot instrumenty pochodne niedopuszczone do obrotu zorganizowanego, w szczególności będące przedmiotem transakcji na rynku Forex, jak również wnioski wynikające z bieżącego nadzoru i dokonywanych czynności kontrolnych. Urząd, wobec zidentyfikowanych ryzyk i zagrożeń istniejących na rynku Forex zaprezentował w ww. Stanowisku obszernie wyjaśnienia w zakresie:

- standardu i warunków przekazywania informacji klientowi lub potencjalnemu klientowi,
- oceny odpowiedniości usługi maklerskiej i instrumentu finansowego,
- klasyfikacji wykonywanych czynności na rzecz klienta w świetle katalogu działalności maklerskiej, o którym mowa w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi,
- treści relacji kontraktowej z klientem,
- zagadnień dotyczących outsourcingu systemów informatycznych wykorzystywanych na rynku Forex.

Urząd KNF podkreślił także w ww. Stanowisku, iż fundamentalną zasadą funkcjonowania firm inwestycyjnych w relacjach z klientami jest wyrażona w art. 83 a ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi reguła działania w najlepiej pojętym interesie klienta.

2. W dniu 24 maja 2016 r. KNF przyjęła *Wytyczne dotyczące świadczenia usług na rynku OTC instrumentów pochodnych*. Wytyczne te przekazywane są również zagranicznym firmom inwestycyjnym, notyfikującym działalność na terytorium RP w formie bezoddziałowej w zakresie rynku OTC.

Wytyczne służyły przedstawieniu firmom inwestycyjnym oraz bankom świadczącym usługi inwestycyjne, standardów w zakresie realizacji obowiązków wynikających z interpretacji przepisów ustawy o obrocie i rozporządzeń w zakresie świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych. W Wytycznych organ nadzoru zwrócił uwagę m.in. na następujące nieprawidłowości:

- niewłaściwe badanie odpowiedniości usług maklerskich oraz instrumentów finansowych,
- nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych w zakresie kosztów ponoszonych przez klienta
- nieczytelność lub nierównowagę w określaniu praw i obowiązków stron umowy, w tym brak przejrzystości zasad kwotowania instrumentów finansowych, naliczania kosztów i opłat,
- brak zachowywania zasady symetrii praw przy anulowaniu albo korygowaniu zawartych transakcji w przypadku błędnych kwotowań instrumentów finansowych oraz
- trudności klientów w procesie reklamacyjnym z uwagi na brak dostępu do danych, którymi dysponuje firma inwestycyjna.

3. Urząd KNF podejmował szereg działań o charakterze informacyjno – wyjaśniającym, skierowanych zarówno szerokiego kręgu odbiorców, jak również do podmiotów rynku kapitałowego, mających na celu przybliżenie charakteru inwestowania w instrumenty pochodne na rynku OTC oraz ryzyk z tym związanych. Działania te przybierały formułę m.in. publikacji, komunikatów, ostrzeżeń, informacji.

Publikacje, komunikaty, ostrzeżenia i informacje publikowane przez Urząd KNF dotyczyły różnych aspektów związanych z działalnością na rynku Forex, i obejmowały m.in. następujące formy:

- a) Komunikat w sprawie identyfikacji koncentracji przychodów uzyskiwanych z instrumentów finansowych oferowanych w ramach platform transakcyjnych oraz określenie stopnia jednolitości instrumentów oferowanych przez te podmioty,
- b) Komunikaty w sprawie wyników osiągniętych przez inwestorów na rynku Forex począwszy od 2011 r.,

---

<sup>2)</sup>Raport Rzecznika Finansowego pt. „Problemy klientów na rynku forex”, marzec 2018 r.

- c) Utworzenie osobnej strony internetowej na stronie Urzędu KNF o nazwie Forex poświęconej instrumentom pochodnym na rynku OTC, na której dostępne są m.in.: materiały informacyjne, materiały edukacyjne, wytyczne i stanowiska Urzędu KNF, przydatne linki, pytania i odpowiedzi,
- d) Wydanie publikacji: „Rynek Forex. Zagrożenia i prawa uczestników nieprofesjonalnych”, J. Bąk, W. Pietrzyk, 2018, oraz „Zysk a ryzyko na rynku Forex”, M. Kurzajewski, D. Nowalińska, 2017,
- e) Informowanie o Pytaniach i Odpowiedziach ESMA w sprawie oferowania spekulacyjnych instrumentów pochodnych na rynku OTC klientom detalicznym,
- f) Organizowanie seminariów CEDUR kierowanych do uczestników rynku, organów ścigania oraz innych urzędów poświęconych m.in. tematyce rynku Forex.

## II. Interwencja produktowa EMSA w sprawie opcji binarnych

W okresie przez dniem 1 lipca 2018 r. organy krajowe państw członkowskich<sup>3)</sup> zdiagnozowały następujące problemy związane z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją oraz sprzedażą opcji binarnych klientom detalicznym, w szczególności: brak zrozumienia przez klientów zasad konstrukcji opcji binarnych, spekulacyjne cechy i ryzykowny charakter opcji binarnych, niemożność realizacji rzeczywistych potrzeb inwestycyjnych klientów detalicznych, konflikt interesów z uwagi na oferowanie tych instrumentów przez firmy inwestycyjne, które jednocześnie były dostawcą i drugą stroną transakcji zawieranych z klientami detalicznymi, stosowanie przez dostawców opcji binarnych agresywnych technik marketingowych.

Dodatkowo, zgodnie z Raportem International Organization of Securities Commissions (dalej jako „IOSCO”) w sprawie Ankiety IOSCO dotyczącej detalicznych produktów lewarowanych z rynku OTC<sup>4)</sup> (dalej jako „raport IOSCO”) rynek inwestycji w opcje binarne był również przedmiotem kontroli w państwach spoza Unii Europejskiej ze względu na złożoność oraz ryzykowny charakter tych instrumentów finansowych<sup>5)</sup>.

W celu wyeliminowania ww. nieprawidłowości organy krajowe państw członkowskich oraz Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (dalej jako „ESMA”) przeprowadziły szereg działań w obszarze ochrony klientów detalicznych inwestujących w opcje binarne. ESMA m.in. wydawał opinie<sup>6)</sup> oraz wypracowywał wspólnie z przedstawicielami państw członkowskich szereg wyjaśnień w trybie przedstawiania odpowiedzi na pytania (ang. Q&A)<sup>7)</sup>, na podstawie art. 29 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. Urz. UE. L. z 2010 r. Nr 331, poz. 84 ze zm.). Ponadto ESMA

<sup>3)</sup> Na przykład FR-AMF, BE-FSMA, UK-FCA, IT-CONSOB.

<sup>4)</sup> IOSCO Report on the IOSCO Survey on Retail OTC Leveraged Products (Raport IOSCO w sprawie ankiety IOSCO dotyczącej detalicznych produktów lewarowanych z rynku OTC), grudzień 2016 r. (Raport dostępny na stronie: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD550.pdf>).

<sup>5)</sup> Przykładowo Urząd ds. Rynków Finansowych Quebecu i Turecki Urząd ds. Rynków Kapitałowych (dalej również jako „CMB”) (strona 2), Japońskie Stowarzyszenie ds. Kontraktów Terminowych Futures (strona 6), amerykańska Komisja Handlu Towarowymi Kontraktami Terminowymi Futures (dalej również jako „CFTC”) i Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (dalej również jako „SEC”) (strona 55 raportu IOSCO). W Quebecu właściwe władze krajowe nie wydały pozwolenia na sprzedaż opcji binarnych inwestorom indywidualnym. CMB postanowiła nie dopuszczać do sprzedaży opcji binarnych inwestorom detalicznym. W Izraelu zatwierdzono zakaz sprzedaży opcji binarnych inwestorom. Dostęp na stronie: [http://www.isa.gov.il/sites/ISAEng/1489/1511/Pages/eitonot25102017\\_1.aspx](http://www.isa.gov.il/sites/ISAEng/1489/1511/Pages/eitonot25102017_1.aspx). CFTC oraz SEC wydały stosowne komunikaty dla inwestorów, aby ostrzec ich przed zorganizowanymi programami nadużyć, obejmującymi opcje binarne i platformy transakcyjne. Dostępna stronie: [http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/FraudAwarenessPrevention/CFTCFraudAdvisories/fraudadv\\_binaryoptions](http://www.cftc.gov/ConsumerProtection/FraudAwarenessPrevention/CFTCFraudAdvisories/fraudadv_binaryoptions).

<sup>6)</sup> Opinia w sprawie praktyk opartych o dyrektywę MIFID dla firm sprzedających złożone produkty finansowe z dnia 7 lutego 2014 r. (ESMA/2014/146).

<sup>7)</sup> Pytania i odpowiedzi dotyczące sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794). Ostatnia aktualizacja pytań i odpowiedzi miała miejsce 31 marca 2017 r.

opublikował ostrzeżenia<sup>8)</sup>, w których zwrócił uwagę na prawdopodobieństwo powstania ryzyka po stronie klientów detalicznych w związku z brakiem kontroli nad oferowaniem tej grupie klientów opcji binarnych i innych instrumentów finansowych.

Wskazane powyżej działania nie przyniosły oczekiwanych rezultatów w postaci całkowitego wyeliminowania stwierdzonych problemów związanych z dokonywaniem inwestycji w opcje binarne.

Mając to na uwadze ESMA, jako organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym na terenie Unii Europejskiej, uznał za konieczne podjęcie bardziej restrykcyjnego działania i w dniu 22 maja 2018 r., wydał decyzję nr 2018/795 o tymczasowym zakazie wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym w Unii, zgodnie z art. 40 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 (Dz. Urz. UE L 136 z 1.06.2018, str. 31).

Interwencja produktowa ESMA została podjęta w oparciu o przeprowadzone analizy oraz badania, w których brały udział również państwa członkowskie Unii Europejskiej.

Następnie ESMA wydał: w dniu 21 września 2018 r. ESMA decyzję 2018/1466 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania oraz zmiany tymczasowego zakazu określonego w decyzji (UE) 2018/795 i dotyczącego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 245 z 1.10.2018, str. 17); w dniu 14 grudnia 2018 r. decyzję 2018/2064 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania tymczasowego zakazu wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 329 z 27.12.2018, str. 27); w dniu 22 marca 2019 r. decyzję 2019/509 w sprawie przedłużenia okresu obowiązywania tymczasowego zakazu wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym (Dz. Urz. UE L 85 z 27.03.2019, str. 19).

W konsekwencji podjęcia przez ESMA powyższych decyzji, w okresie od 2 lipca 2018 r. do dnia 1 lipca 2019 r. na obszarze Unii Europejskiej wdrożony został zakaz wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym na warunkach określonych w ww. decyzjach ESMA, zgodnie z którymi przez opcję binarną należy rozumieć instrument pochodny, który:

(a) musi być rozliczany w gotówce lub może być rozliczany w gotówce zgodnie z życzeniem jednej ze stron, z wyjątkiem przypadku niewykonania zobowiązania lub w innych przypadkach skutkujących rozwiązaniem umowy;

(b) przewiduje jedynie płatność po zamknięciu lub wygaśnięciu;

(c) wypłata jest ograniczona do:

(i) z góry określonej, stałej kwoty lub kwoty równej zero, jeśli instrument bazowy spełnia jeden lub więcej z góry określonych warunków; i

(ii) z góry określonej, stałej kwoty lub kwoty równej zero, jeśli instrument bazowy nie spełnia jednego lub kilku z góry określonych warunków;

przy czym, zgodnie z kolejnymi ww. decyzjami EMSA o przedłużeniu obowiązywania ww. interwencji, przedmiotowy zakaz nie dotyczy:

(a) opcji binarnej, w przypadku której niższa z dwóch z góry określonych stałych kwot jest przynajmniej równa całkowitej kwocie płatności dokonanej przez klienta detalicznego za opcję binarną, włączając prowizje, opłaty transakcyjne i inne koszty powiązane;

(b) opcji binarnej spełniającej następujące warunki:

(i) termin trwający od emisji do wymagalności wynosi co najmniej 90 dni kalendarzowych;

(ii) sporządzono i zatwierdzono prospekt emisyjny zgodnie z dyrektywą 2003/71/WE4, który jest publicznie dostępny; oraz

---

<sup>8)</sup>Ostrzeżenie ESMA dla inwestorów dotyczące „zagrożeń związanych z inwestycjami w złożone produkty” z dnia 7 lutego 2014 r. ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor\\_warning\\_-\\_complex\\_products\\_20140207\\_-\\_en\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf)) oraz ostrzeżenie ESMA dla inwestorów dotyczące „kontraktów CFD, opcji binarnych i innych produktów spekulacyjnych” z dnia 25 lipca 2016 r. (dostępne pod adresem: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166\\_warning\\_on\\_cfds\\_binary\\_options\\_and\\_other\\_speculative\\_products\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf)).

(iii) opcja binarna nie naraża dostawcy na ryzyko rynkowe w jej terminie, a dostawca ani żaden podmiot z jego grupy nie czerpie zysków ani nie ponosi strat z tytułu opcji binarnej, innych niż wcześniej ujawnione prowizje, opłaty transakcyjne lub inne koszty powiązane.

Przywołane decyzje ESMA zostały wdrożone i przyniosły skutek w Unii Europejskiej, w tym na terenie RP, w postaci zaprzestania wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym.

Ponieważ ww. decyzje przyniosły oczekiwany skutek w postaci podniesienia poziomu ochrony klientów detalicznych oraz usunięcia zidentyfikowanych zagrożeń, w ocenie KNF uzasadnione jest kontynuowanie na terenie RP oraz z terenu RP ochrony klientów detalicznych, którzy mogliby dokonywać inwestycji w opcje binarne poprzez wydanie przez KNF niniejszej decyzji o interwencji produktowej, tym bardziej że ww. decyzje ESMA mają charakter tymczasowy.

Podjęcie działań przez państwa członkowskie w zakresie dotyczącym inwestycji w opcje binarne potwierdzone zostało również przez ESMA, który w swoich opiniach dotyczących krajowych interwencji produktowych innych państw członkowskich Unii Europejskiej dotyczących opcji binarnych, wydawanych przez ESMA na podstawie art. 43 ust. 2 Rozporządzenia, wskazywał potrzebę podjęcia przez krajowe organy nadzoru bezterminowego zakazu wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym w zakresie co najmniej tak rygorystycznym jak w decyzjach ESMA. Takie stanowisko ESMA zamieszcza w każdej opinii dotyczącej powiadomienia przez poszczególne krajowe organy nadzoru o zamiarze podjęcia interwencji produktowej odnoszącej się do opcji binarnych<sup>9)</sup>.

Mając to na uwadze, jak również podzielając uzasadnienie, argumentację oraz analizę zgromadzonego materiału dowodowego przedstawione przez ESMA, KNF potwierdza zasadność wprowadzenia niniejszą decyzją – w zakresie tożsamym jak interwencja ESMA – bezterminowego zakazu dotyczącego wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym opcji binarnych.

### III. Uzasadnienie prawne

Zgodnie z art. 23h ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym KNF może, w drodze decyzji, wprowadzić zakaz lub ograniczenie, o których mowa w art. 42 Rozporządzenia.

Zgodnie z art. 42 ust. 1 Rozporządzenia, właściwy organ może wprowadzić w państwie członkowskim lub z państwa członkowskiego zakaz lub ograniczenie dotyczące:

- a) wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży określonych instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych bądź instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych o pewnych określonych cechach;
- b) lub rodzaju działalności lub praktyki finansowej.

Stosownie do treści art. 42 ust. 2 Rozporządzenia, właściwy organ może podjąć działania, o których mowa w ust. 1, jeżeli na podstawie uzasadnionych argumentów uzyska pewność, że:

- a) albo
  - (i) instrument finansowy, lokata strukturyzowana lub działalność bądź praktyka powodują poważne obawy dotyczące ochrony inwestorów lub stwarzają zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego lub części tego systemu w co najmniej jednym państwie członkowskim; albo
  - (ii) instrument pochodny ma negatywny wpływ na mechanizm kształtowania cen na rynku bazowym;
- b) istniejące wymogi regulacyjne w prawie Unii, które mają zastosowanie do instrumentu finansowego, lokaty strukturyzowanej lub działalności lub praktyki, w niewystarczającym stopniu przeciwdziałają zagrożeniom, o których mowa w lit. a), a problem nie zostanie lepiej rozwiązany dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu istniejących wymogów;

---

<sup>9)</sup>Treść opinii ESMA zamieszczona jest pod adresem: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-four-positive-opinions-national-product-intervention-measures>

- c) działanie jest proporcjonalne, biorąc pod uwagę charakter zidentyfikowanych zagrożeń, poziom wiedzy zainteresowanych inwestorów lub uczestników rynku oraz prawdopodobny skutek działania dla inwestorów i uczestników rynku, którzy mogą posiadać lub wykorzystywać dany instrument finansowy, lokata strukturyzowana lub działalność lub praktykę lub odnosić z nich korzyści;
- d) właściwy organ przeprowadził należyte konsultacje z właściwymi organami w innych państwach członkowskich, na które dane działanie może wywrzeć znaczący wpływ;
- e) działanie nie ma skutku dyskryminującego w odniesieniu do usług świadczonych lub działalności prowadzonej z innego państwa członkowskiego; oraz
- f) przeprowadził należyte konsultacje z organami publicznymi właściwymi dla nadzoru, administracji i regulacji rynków fizycznych produktów rolnych na mocy rozporządzenia 1234/2007/WE, w przypadku gdy instrument finansowy, działalność lub praktyka stwarzają poważne zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynku fizycznych produktów rolnych (art. 42 ust. 2 Rozporządzenia).

Jeżeli spełnione są powyższe warunki, właściwy organ może zapobiegawczo nałożyć zakaz lub ograniczenie, o którym mowa w art. 42 ust. 1 Rozporządzenia, przed wprowadzeniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą klientom instrumentu finansowego lub lokaty strukturyzowanej. Zakaz lub ograniczenie mogą mieć zastosowanie w okolicznościach określonych przez właściwy organ bądź z zastrzeżeniem wyjątków określonych przez właściwy organ.

Warunkiem podjęcia interwencji produktowej jest uprzednie (najpóźniej na jeden miesiąc przed planowanym momentem wejścia tego środka w życie) przekazanie pisemnie lub w inny uzgodniony przez organy sposób do wszystkich pozostałych właściwych organów oraz do ESMA szczegółowych informacji dotyczących:

- a) instrumentu finansowego lub działalności bądź praktyki, do której odnosi się planowane działanie;
- b) dokładnego charakteru planowanego zakazu lub ograniczenia oraz planowanego momentu jego wejścia w życie; oraz
- c) dowodów, na których oparł swoją decyzję oraz na podstawie których uzyskał pewność, że spełniony jest każdy z warunków określonych w ust. 2 (art. 42 ust. 3 Rozporządzenia).

Zgodnie z art. 42 ust. 5 Rozporządzenia właściwy organ publikuje na swoich stronach internetowych komunikat o każdej decyzji dotyczącej nałożenia zakazu lub ograniczenia, o którym mowa w art. 42 ust. 1 Rozporządzenia. Komunikat zawiera szczegóły zakazu lub ograniczenia, okres liczony od publikacji komunikatu, po upływie którego środki wchodzi w życie, a także dowody, na podstawie których organ uzyskał pewność, że spełniony jest każdy z warunków, o których mowa w art. 42 ust. 2 Rozporządzenia. Zakaz lub ograniczenie mają zastosowanie tylko do działań podejmowanych po opublikowaniu komunikatu.

Zgodnie z art. 23h ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym do decyzji, o których mowa w art. 42 Rozporządzenia przepisy ustawy Kodeks postępowania administracyjnego stosuje się odpowiednio. Odpowiednie stosowanie przepisów ustawy Kodeks postępowania administracyjnego do decyzji o interwencji produktowej ogranicza się wyłącznie do odpowiedniego stosowania art. 104 – 113 ustawy Kodeks postępowania administracyjnego.

Zgodnie z przytoczonymi regulacjami, w odniesieniu do opcji binarnych Komisja Nadzoru Finansowego może wprowadzić w Rzeczypospolitej Polskiej lub z Rzeczypospolitej Polskiej zakaz lub ograniczenie dotyczące wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży tego instrumentu finansowego, o ile uzyska pewność, że spełnione są wszystkie przesłanki określone w art. 42 Rozporządzenia.

#### **IV. Uzasadnienie faktyczne**

##### **1. Powstanie poważnych obaw dotyczących ochrony inwestorów w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją oraz sprzedażą opcji binarnych (art. 42 ust. 2 lit. a Rozporządzenia)**

Przesłanką podjęcia niniejszej interwencji produktowej jest powstanie poważnych obaw dotyczących ochrony inwestorów w związku z problemami związanymi z dokonywaniem przez klientów detalicznych inwestycji w opcje binarne.

Kryteria i czynniki, które powinny być identyfikowane przy ustalaniu, kiedy występuje istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów zostały określone w art. 21 Rozporządzenia delegowanego 2017/567 z dnia

18 maja 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do definicji, przejrzystości, kompresji portfela i środków nadzorczych w zakresie interwencji produktowej i pozycji (Dz. Urz. UE. L. z 2017 r. Nr 87, poz. 90, zwanego dalej „rozporządzeniem delegowanym”).

Stosownie do treści art. 21 ust. 1 rozporządzenia delegowanego, do celów stosowania przepisów art. 42 ust. 2 lit. a Rozporządzenia, właściwe organy oceniają znaczenie wszystkich czynników i kryteriów ujętych w wykazie w art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego i uwzględniają wszystkie istotne czynniki i kryteria przy określeniu, kiedy wprowadzanie do obrotu, dystrybucja lub sprzedaż określonych instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych lub instrumentów finansowych lub lokat strukturyzowanych o pewnych określonych cechach lub rodzaj działalności lub praktyki finansowej stwarza istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów lub zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego co najmniej jednego państwa członkowskiego lub części tego systemu. Do celów stosowania tej regulacji właściwe organy mogą – w oparciu o co najmniej jeden z czynników lub co najmniej jedno z kryteriów wymienionych w rozporządzeniu delegowanym – stwierdzić istnienie istotnego problemu w dziedzinie ochrony inwestorów lub zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego co najmniej jednego państwa członkowskiego lub części tego systemu.

Przepis art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego, zawiera katalog czynników oraz kryteriów, które właściwe organy zobligowane są ocenić w celu stwierdzenia, czy istnieje istotny problem w dziedzinie ochrony inwestorów lub zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania i integralności rynków finansowych lub rynków towarowych lub dla stabilności całego systemu finansowego co najmniej jednego państwa członkowskiego lub części tego systemu.

Przy ustalaniu, czy problem dotyczący ochrony inwestorów wynikający z wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych istnieje oraz jest istotny, Komisja Nadzoru Finansowego oceniła znaczenie wszystkich czynników i kryteriów ujętych w wykazie w art. 21 ust. 2 rozporządzenia delegowanego. Na podstawie następujących czynników i kryteriów:

- stopnia złożoności instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. a rozporządzenia delegowanego),
- poziomu przejrzystości instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. d rozporządzenia delegowanego),
- szczególnych cech lub składowych instrumentu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. e rozporządzenia delegowanego),
- rozmiaru potencjalnych negatywnych konsekwencji (art. 21 ust. 2 lit. b rozporządzenia delegowanego),
- istnienia i stopnia rozbieżności między spodziewaną rentownością lub spodziewanym zyskiem dla inwestorów a ryzykiem straty w związku z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. f rozporządzenia delegowanego),
- rodzaju klientów, którym oferowany lub sprzedawany jest instrument finansowy (art. 21 ust. 2 lit. c rozporządzenia delegowanego),
- praktyk sprzedaży związanych z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. j rozporządzenia delegowanego),
- ustalenia, czy instrument finansowy może zagrozić zaufaniu inwestorów do systemu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. v rozporządzenia delegowanego),

Komisja Nadzoru Finansowego stwierdziła istnienie poważnego problemu dotyczącego ochrony inwestorów związanego ze wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją oraz sprzedażą opcji binarnych.

### **1.1. Stopień złożoności i przejrzystości opcji binarnych (art. 21 ust. 2 lit. a i d rozporządzenia delegowanego)**

Opcje binarne są pochodnymi instrumentami finansowymi, przez które należy rozumieć każdy instrument pochodny rozliczany w środkach pieniężnych, w przypadku którego płatność określonej kwoty pieniężnej zależy od tego, czy jedno lub kilka określonych zdarzeń w odniesieniu do ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego wystąpiło z chwilą wygaśnięcia instrumentu pochodnego lub przed tą chwilą (na



przykład instrument bazowy osiągnął określoną cenę („cena wykonania”) w chwili wygaśnięcia). Zazwyczaj niższa spośród dwóch wypłat pieniężnych wynosi zero. Charakterystyczną cechą opcji binarnych jest to, że w przypadku zaistnienia określonego w umowie zdarzenia wypłacana jest ustalona z góry kwota pieniężna, niezwiązana bezpośrednio z wielkością zmiany ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego. Okoliczność ta, powiązana zwykle z bardzo krótkim czasem trwania takiego kontraktu, powoduje, że opcje binarne mogą być wykorzystywane jako instrument spekulacji.

Spekulacyjny charakter opcji binarnych przejawia się tym, że te instrumenty finansowe polegają na postawieniu przez inwestorów swego zakładu na wystąpieniu określonego zdarzenia związanego z ceną, poziomem lub wartością jednego lub kilku instrumentów bazowych, np. akcji, waluty, towaru lub indeksu. Jeżeli dane zdarzenie nie nastąpi, inwestor traci zainwestowane pieniądze. O ile zdarzenie ma miejsce, następuje wypłata lub umowa pozostaje otwarta z możliwością otrzymania takiej wypłaty w przypadku wystąpienia odrębnego zdarzenia objętego tą umową.

Przy dokonywaniu takiego zakładu znaczenie ma również to, czy cena instrumentu bazowego w momencie wygaśnięcia opcji binarnej jest wyższa lub niższa od wskazanej ceny (tzw. „cena wykonania”). Co istotne, w niektórych przypadkach „cena wykonania” odpowiada cenie rynkowej instrumentu bazowego w momencie wejścia w opcję binarną lub w określonym momencie w przyszłości. Z zasady dostawcy opcji binarnych oferują pewien zakres potencjalnych wyników rynkowych, dając inwestorom możliwość wyboru pomiędzy nimi. Przykładowo: inwestorzy mogą obstawić, że cena instrumentu bazowego znajdzie się w określonym przedziale cenowym lub że instrument bazowy osiągnie określony poziom ceny w pewnym momencie w okresie ważności opcji binarnej.

Należy podkreślić, że zakresem niniejszej decyzji objęte są wszystkie opcje binarne (tj. z wyłączeniem opcji binarnych, o których mowa w pkt. 2 sentencji niniejszej decyzji), w tym instrumenty finansowe wprowadzane do obiegu, dystrybuowane lub sprzedawane pod innymi nazwami, przykładowo: opcje „wszystko albo nic”, opcje „góra/dół”, opcje trendu, opcje „digital”, opcje „one-touch”. Niniejsza decyzja obejmuje swoim zakresem również opcje binarne, w ramach których obowiązuje kilka różnych, wcześniej określonych warunków, które muszą zostać spełnione przed otrzymaniem przez klienta wypłaty. Dla przykładu istnieją opcje binarne, które zapewniają wypłatę z góry określonej kwoty, jeśli instrument bazowy spełnia określony z góry warunek (np. wartość instrumentu bazowego wzrasta w określonym dniu), a także z góry określonej kwoty dodatkowej („bonus”), jeżeli instrument bazowy spełnia inny z góry określony warunek (np. wartość instrumentu bazowego wzrasta powyżej określonego procentu).

Tym samym opcje binarne należy uznać za złożone instrumenty finansowe<sup>10)</sup>, na potwierdzenie czego należy przywołać treść art. 83h ust. 6 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w którym ustawodawca określił zamknięty katalog nieskomplikowanych instrumentów finansowych, którymi obrót, z uwagi na ich nieskomplikowany charakter, związany jest z mniejszymi wymogami ochronnymi wobec klientów. Opcje binarne nie zostały zaliczone przez ustawodawcę do katalogu nieskomplikowanych instrumentów finansowych.

Przez złożoność opcji binarnych należy rozumieć w szczególności strukturę wyceny opcji binarnych, która stwarza ryzyko powstania istotnych asymetrii informacji między dostawcami usług, którymi są firmy inwestycyjne, a klientami detalicznymi, co tym samym budzi poważne obawy o ochronę tej grupy inwestorów w rozumieniu art. 42 ust. 2 lit a Rozporządzenia. Ponadto wiele cech charakterystycznych dla opcji binarnych czyni je skomplikowanymi i utrudnia klientom detalicznym ich zrozumienie, o czym poniżej.

Jak ustalił ESMA, dostawcy opcji binarnych co do zasady wyceniają opcje binarne na podstawie implikowanego prawdopodobieństwa rynkowego, lub opartego na innym modelu prawdopodobieństwa, wystąpienia określonego zdarzenia przed zastosowaniem spreadu lub innej formy opłaty transakcyjnej w odniesieniu do każdej opcji w taki sposób, aby ostatecznie dla klienta przyniosła ujemny, niż przez niego oczekiwany pozytywny, zwrot z inwestycji<sup>11)</sup>. Istotne jest również, że stosunkowo duży zwrot z inwestycji

<sup>10)</sup> Opcje binarne nie spełniają kryteriów, które pozwoliłyby uznać je za niezłożone instrumenty finansowe zgodnie z treścią art. 25 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE i art. 57 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz.U. L 87 z 31.3.2017, s. 1).

<sup>11)</sup> Motyw 17 decyzji ESMA z dnia 22 maja 2018 r. nr 2018/795.

w opcje binarne może mieć miejsce jedynie w przypadkach wystąpienia statystycznie mniej prawdopodobnego zdarzenia<sup>12)</sup>.

Taka struktura cenowa opcji binarnych ma wpływ na sposób dokonywania inwestycji oraz uzyskiwania oczekiwanych zysków przez klientów detalicznych. Przede wszystkim wymaga od klientów detalicznych przeprowadzenia dokładnej wyceny opcji pod kątem oczekiwanego prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zdarzenia. Pomimo faktu, że na potrzeby wyceny opcji binarnych klienci detaliczni mogą również korzystać ze znanych narzędzi służących analizie i wycenie, takich jak model np. Blacka-Scholesa, należy jednak zwrócić uwagę na istotną asymetrię informacji pomiędzy nimi a dostawcami usług, którymi są firmy inwestycyjne. W szczególności wynika to z okoliczności, że dostawcy posiadają znacznie większy dostęp do informacji i systemów, które pozwalają im odpowiednio wyceniać i szacować wartość tych instrumentów. Dostawcy opcji binarnych mają dostęp do historycznych danych o cenach, na przykład zarejestrowanych danych przekazywanych przez giełdę lub komercyjnego dostawcę danych w odniesieniu do danego instrumentu bazowego – takie dane nie są powszechnie dostępne dla klientów detalicznych. Dostawcy opcji binarnych mają także znacznie więcej doświadczenia w wycenie kontraktów niż przeciętny klient detaliczny i posiadają zasoby organizacyjne oraz – jako przedsiębiorcy – możliwości finansowe umożliwiające oraz ułatwiające im opracowywanie na własne potrzeby zaawansowanych metod ustalania cen.

Ponadto problemem jest brak zrozumienia przez klientów detalicznych faktu, że jeśli transakcja zawierana jest na bardzo krótki termin, lub jeśli pozycja zostaje zamknięta blisko terminu wygaśnięcia, czynniki używane na potrzeby wyceny opcji, takie jak np. historia wahań, mają ostatecznie niewielki wpływ na wartość opcji. Ogranicza to zdolność klientów detalicznych do właściwej wyceny opcji binarnych. Ponadto szanse osiągnięcia przez klientów detalicznych zysku z inwestycji w opcje binarne dodatkowo obniżają stosowane przez dostawców opcji binarnych spready oraz pobierane od klientów opłaty transakcyjne. W efekcie, aby generować zyski z inwestycji, które dodatkowo pokryją ponoszone wydatki, klienci detaliczni powinni regularnie osiągać zyski z inwestycji w opcje binarne znacznie przewyższające oczekiwania. Jak wynika z danych statystycznych, w 2018 r.<sup>13)</sup> 89% klientów detalicznych dokonujących inwestycji w opcje binarne ponosiło straty. Powyższe prowadzi do wniosku, że klienci detaliczni nie mogą dokonać świadomej i rzetelnej oceny produktu pod kątem ryzyka i zwrotu z inwestycji.

Połączenie struktury cenowej i opłat transakcyjnych, które naliczane są od każdej transakcji, sprawia, że znaczna większość klientów detalicznych ostatecznie traci pieniądze (nawet pomimo chwilowych zysków), a dostawcy, którzy są zazwyczaj bezpośrednimi kontrahentami w tym obrocie, w perspektywie długoterminowej czerpią zyski ze strat ponoszonych przez klientów i z opłat transakcyjnych.

Wielu dostawców oferuje ciągle notowanie cen kupna i sprzedaży oraz możliwość przystępowania i rezygnacji z transakcji w okresie trwania kontraktu dotyczącego opcji binarnej. W takim przypadku klient może zamknąć swoją pozycję przed wygaśnięciem opcji binarnej, sprzedając ją dostawcy lub w inny sposób zrzekając się warunkowej płatności w momencie wygaśnięcia opcji. W zamian klient otrzymuje pewną zapłatę od dostawcy, zgodnie z oferowaną przez dostawcę ceną ciągłą, w zależności od różnicy między bieżącą ceną rynkową a stałą ceną wykonania instrumentu bazowego i terminem wygaśnięcia.

Dostawcy opcji binarnych mogą również oferować dodatkową funkcję ciągłego podawania cen kupna i sprzedaży. Funkcja ta w praktyce zwiększa złożoność tego rodzaju inwestycji, ponieważ utrudnia klientom detalicznym dokładną wycenę tych produktów lub generowanie zwrotu z inwestycji. Wynika to z faktu, iż klienci detaliczni musieliby stale monitorować ceny i oszacowywać wyniki. Ponadto wyjście z jednej transakcji i wejście w kolejną wiąże się z dodatkowym kosztem dla klienta, związanym z zastosowaniem spreadu w stosunku do oferowanej ceny lub opłat transakcyjnych. Jeśli dostawca opcji binarnych oferuje ciągle podawanie cen kupna i sprzedaży, uwidacznia się spread pomiędzy ceną, po której klienci mogą kupić opcję binarną od dostawcy („cena zakupu”), a ceną, po której klienci mogą sprzedać opcję dostawcy („cena sprzedaży”). Te dwie ceny na ogół różnią się od „ceny, przy której stopa zwrotu wynosi zero”, czyli ceny, po której zakup opcji binarnej przyniósłby zerową oczekiwaną stopę zwrotu dla nabywcy, przy czym cena sprzedaży zwykle jest niższa, a cena kupna wyższa niż zerowa oczekiwana cena zwrotu. Spread związany z zerową oczekiwaną ceną zwrotu pokazuje, że klient detaliczny generalnie ponosi straty zarówno decydując się na inwestycję w opcję binarną, jak i wychodząc z niej przed wygaśnięciem.

<sup>12)</sup> Na przykład w przypadku opcji binarnej oferowanej za cenę znacznie odbiegającą od ceny wykonania, dostawca może zaoferować klientowi prawo do zakupu opcji po cenie 22 EUR i zwrot w wysokości 100 EUR za zdarzenie, którego prawdopodobieństwo wystąpienia wynosi 20 % (co jest równe godziwej wartości 20 EUR).

<sup>13)</sup> Do dnia wprowadzenia interwencji produktowej ESMA.

Odnotowano również, że klienci detaliczni zazwyczaj inwestują w opcje binarne na rynku OTC (poza obrotem zorganizowanym), w związku z czym wycena, funkcjonowanie i rozrachunek takich opcji binarnych nie są wystandaryzowane. W konsekwencji może to dodatkowo utrudniać klientom detalicznym zrozumienie zasad dotyczących omawianego instrumentu. Powyższe, w uzupełnieniu do złożonej struktury cenowej (czasami obejmującej dwukierunkowe ustalanie cen) i istnienia jeszcze bardziej złożonych ofert (takich jak opcje, które łączą w sobie zestawy opcji binarnych), dodatkowo powiększa złożoność tych produktów i może utrudniać klientom detalicznym zrozumienie, że specyficzne cechy opcji binarnej jednego rodzaju niekoniecznie są także elementem opcji binarnych innego rodzaju.

Jak zostało wskazane powyżej, dostawcy opcji binarnych są zwykle kontrahentami w transakcjach przeprowadzanych przez swoich klientów detalicznych, tzn. są oni drugą stroną umowy o przeprowadzenie transakcji. Oznacza to, że firma inwestycyjna, jako druga strona umowy – a jednocześnie dostawca instrumentu – określa cenę w momencie realizacji opcji binarnej oraz płatność w chwili wygaśnięcia opcji binarnej. Dostawcy często wymagają od klientów potwierdzenia, że są świadomi, iż ceny przyjmowane na potrzeby określenia wartości opcji binarnej mogą różnić się od ceny dostępnej na danym rynku bazowym. Oznacza to, że klienci detaliczni mogą nie mieć możliwości sprawdzenia dokładności i rzetelności informacji o cenie przekazywanych przez dostawcę. Czynniki te wpływają na obiektywną możliwość wyceny przez klientów detalicznych opcji binarnych.

Tym samym wysoki poziom złożoności i niski stopień przejrzystości opcji binarnych potwierdzają w konsekwencji występowanie istotnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów, którymi są klienci detaliczni.

Należy również podkreślić, że cechy charakteryzujące opcje binarne, które są podstawową przyczyną strat ponoszonych przez klientów detalicznych, pozostają bez zmian niezależnie od tego, czy produkty te oferowane są w obrocie niezorganizowanym, czy też funkcjonują w systemie obrotu. Innymi słowy, opcje binarne w systemie obrotu nadal przynoszą inwestorom ujemny oczekiwany zwrot, oferując jednocześnie strukturę wypłat, która nie umożliwia skutecznego zabezpieczenia ryzyka. Warto zauważyć, że te właściwości obowiązują w dowolnym momencie przed wygaśnięciem opcji. Istnienie rynku wtórnego nie wpływa zatem na podstawowe cechy tego instrumentu, które przynoszą straty klientom detalicznym.

## **1.2. Szczególne cechy lub składowe opcji binarnych (art. 21 ust. 2 lit. e rozporządzenia delegowanego)**

Opcje binarne to z zasady bardzo krótkoterminowe inwestycje, w niektórych przypadkach wygasające w ciągu minut od rozpoczęcia inwestycji, co czyni je produktami o wysoce spekulacyjnym charakterze. Również zapłata uprzednio ustalonej kwoty (niezwiązanej bezpośrednio z wielkością zmiany ceny, poziomu lub wartości instrumentu bazowego) lub brak zapłaty ogranicza wartość opcji binarnych jako narzędzia zabezpieczającego ryzyko w odróżnieniu od tradycyjnych opcji, które pozwalają klientowi zarządzać swoim ryzykiem poprzez ustawienie „pułapu” lub „poziomu” dla określonego aktywa, na które mogą oni mieć bezpośrednią ekspozycję. Należy również podkreślić, że opcje binarne wyceniane są na podstawie prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia, z podaniem kwoty wypłat, co zwiększa ich podobieństwo do zawierania zakładów bukmacherskich. Inwestorzy mogą albo uzyskać bardzo duży zwrot z inwestycji, albo stracić całą zainwestowaną kwotę. Te podstawowe cechy opcji binarnych są charakterystyczne również dla gier hazardowych, które mogą wywoływać uzależnienia, i których wyniki są w przeważającej większości niekorzystne dla uczestników.

Jak wspomniano powyżej, dostawcy opcji binarnych są zwykle kontrahentami w transakcjach przeprowadzanych przez klientów detalicznych, co oznacza, że zawierając taką transakcję z klientem działają na własny rachunek. Taki model biznesowy skutkuje powstaniem swoistego konfliktu interesów pomiędzy interesami dostawców usług a interesami ich klientów. Interesy obu stron transakcji są w oczywisty sposób sprzeczne, ponieważ zysk jednej strony transakcji dla drugiej strony transakcji oznacza stratę. Ten konflikt interesów ma wpływ na zwiększenie ryzyka, że dostawca, jako silniejsza oraz zorganizowana i lepiej poinformowana strona transakcji, będzie manipulować ceną instrumentu bazowego w chwili wygaśnięcia opcji binarnej, lub przedłuży termin wykonania opcji binarnej (np. o sekundy lub milisekundy), aby uniknąć konieczności wypłaty. Ryzyko to szczególnie uwidacznia się w przypadku opcji binarnych, ponieważ struktura płatności jest określana na podstawie tego, czy instrument bazowy osiągnął określoną cenę wykonania w chwili wygaśnięcia. Wiele organów krajowych zidentyfikowało<sup>14)</sup> również praktyki polegające na tym, że dostawcy

<sup>14)</sup> Motyw 30 decyzji ESMA z dnia 22 maja 2018 r. nr 2018/795.

opcji binarnych stosują asymetryczną lub niejedolitą marżę dotyczącą podstawowych spreadów instrumentu bazowego, co powoduje, że opcja nie osiąga w chwili wygaśnięcia przewidywanego poziomu, pomimo że powinna go osiągnąć. Ponadto ESMA również potwierdził identyfikację modeli dystrybucji generujących powstawanie konfliktów interesów<sup>15)</sup> potęgowanych dodatkowo presją zdobywania nowych klientów.

Biorąc pod uwagę, że opcje binarne wykazują strukturalnie ujemną oczekiwaną stopę zwrotu z inwestycji, to im więcej transakcji przeprowadzi inwestor, tym wyższe jest prawdopodobieństwo, że w ostatecznym rozrachunku inwestor straci pieniądze łącznie na wszystkich przeprowadzonych transakcjach<sup>16)</sup>.

Wysokie ryzyko spekulacyjnego obrotu opcjami binarnymi oraz konflikt interesów między dostawcami opcji binarnych i ich klientami potwierdza występowanie istotnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów, którymi są klienci detaliczni.

### **1.3. Rozmiar potencjalnych negatywnych konsekwencji i stopień rozbieżności między spodziewaną rentownością lub spodziewanym zyskiem dla inwestorów a ryzykiem straty w związku z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. b i f rozporządzenia delegowanego)**

Z posiadanych przez KNF informacji wynika, że przed wprowadzeniem interwencji produktowej ESMA w sprawie opcji binarnych jeden podmiot z siedzibą w RP oferował opcje binarne. Podmiot ten z dniem 29 czerwca 2018 r. zaprzestał prowadzenia tej działalności. Dodatkowo na terytorium RP mogą prowadzić działalność zagraniczne firmy inwestycyjne, w tym oferować usługi obejmujące opcje binarne, przy czym – mając na uwadze obowiązujące w Unii Europejskiej jednolite przepisy prawne dotyczące zakresu informacji przekazywanych w notyfikacjach działalności prowadzonej transgranicznie – w notyfikacjach wskazywana jest informacja o zamiarze oferowania instrumentów pochodnych, nie ma natomiast obowiązku wskazywania wprost zamiaru oferowania opcji binarnych. Podmioty notyfikowane nie mają również obowiązku przekazywania informacji o faktycznie świadczonych usługach oraz o liczbie obsługiwanych klientów w danym państwie członkowskim. Wykaz podmiotów, które notyfikowały prowadzenie działalności na terenie RP w zakresie oferowania instrumentów pochodnych, dostępny jest na stronie internetowej KNF<sup>17)</sup>.

Istotne jest również, że liczba klientów inwestujących w tego rodzaju instrumenty finansowe jest zmienna. Ma to związek ze stosunkowo krótkim okresem korzystania przez klientów detalicznych z rachunków transakcyjnych, wynikającym z uzyskiwania przez klientów negatywnych wyników inwestycyjnych. Na podstawie danych zebranych przez ESMA<sup>18)</sup> można szacować, że liczba rachunków transakcyjnych klientów detalicznych obsługiwanych przez dostawców CFD i opcji binarnych z siedzibą w EOG wzrosła z 1,5 mln w 2015 r.<sup>19)</sup> do około 2,2 mln w 2017 r.<sup>20)</sup>

<sup>15)</sup> W sekcji 2 Pytań i odpowiedzi ESMA (Q&A) dotyczących sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794), zaktualizowanych w dniu 31 marca 2017 r. szczegółowo omówiono niektóre z tych konfliktów interesów.

<sup>16)</sup> Motyw 31 decyzji ESMA z dnia 22 maja 2018 r. nr 2018/795.

<sup>17)</sup> [https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego](https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego)

<sup>18)</sup> Dane przekazane w 2015 r. przez: Financial Supervision Commission (dalej również jako „BG-FSC”), Cyprus Securities and Exchange Commission (dalej również jako Cy-CySEC), Czech National Bank (dalej również jako „CZ-CNB”), L'Autorité des marchés financiers (dalej również jako FR-AMF), Central Bank of Ireland (dalej również jako „IE-CBI”), The Financial Supervisory Authority, Iceland (dalej również jako „IS-FME”), Commission de Surveillance du Secteur Financier (dalej również jako „LU-CSSF”), Malta Financial Services Authority (dalej również jako „MT-MFSA”), The Dutch Authority for the Financial Markets (dalej również jako „NL-AFM”), Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (dalej również jako „PT-CMVM”), Autoritatea De Supraveghera Financiară (dalej również jako „RO-ASF”), Financial Conduct Authority (dalej również jako „UK-FCA”). Dane przekazane w 2017 r. przez: Cy-CySEC, CZ-CNB, Comision Nacional del Mercado de Valores (dalej również jako „ES-CNMV”), FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, Finanstilsynet (dalej również jako „NO-Finanstilsynet”), Národná banka Slovenska (dalej również jako „SK-NBS”), UK-FCA.

<sup>19)</sup> Biorąc pod uwagę często transgraniczny wymiar działalności tych firm, liczba ta może obejmować klientów spoza EOG. W szczególności w odniesieniu do Wielkiej Brytanii liczba kont klientów związanych z kontraktami CFD wzrosła z 657 000 w 2011 r. do 1 051 000 na koniec 2016 r.. Dane te obejmują jednak nieaktywne konta klientów i nie uwzględniają, że klienci często korzystają z wielu kont jednocześnie. Dane przekazane przez CY-CySEC zostały opracowane na podstawie rachunków otwartych w serwisach dostawców tych produktów autoryzowanych przez CY-CySEC.

Dynamiczny trend rozwoju inwestycji w opcje binarne w Unii Europejskiej potwierdzają dodatkowo dane przekazane do ESMA przez pozostałe organy krajowe państw członkowskich:

- a) Cyprus Securities and Exchange Commission (dalej również jako „CY-CySEC”), która jest właściwym organem krajowym na Cyprze, oszacowała łączną liczbę aktywnych klientów na Cyprze na koniec drugiego kwartału 2017 r. na 401 378, w porównaniu z 140 205 w 2015 r.<sup>21)</sup>;
- b) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (dalej również jako „DE-BaFin”), właściwy organ krajowy w Niemczech, oszacował liczbę klientów obracających opcjami binarnymi na 30 000, a rynek ten rósł w Niemczech w tempie 4-5 % rocznie<sup>22)</sup>;
- c) na podstawie próby danych klientów firm przekazanych Financial Conduct Authority (dalej jako „UK-FCA”), tj. właściwy organ krajowy w Wielkiej Brytanii oszacowano, że opcjami binarnymi obraca w tym kraju około 40 000 osób;
- d) Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (dalej również jako „IT-CONSOB”), właściwy organ krajowy we Włoszech, ustalił na podstawie ankiety przeprowadzonej w marcu 2017 r. w pięciu oddziałach dostawców opcji binarnych z siedzibą w UE, że w 2016 r. nastąpił 2,4-procentowy wzrost liczby włoskich klientów detalicznych obracających opcjami binarnymi;
- e) liczne organy krajowe poinformowały, że opcje binarne są szeroko reklamowane i sprzedawane w ich jurysdykcjach<sup>23)</sup>;
- f) większość organów krajowych<sup>24)</sup> podała, że dostawcy opcji binarnych pochodzący z innych państw członkowskich świadczyli w ich jurysdykcjach usługi związane z opcjami binarnymi bez otwierania oddziału;
- g) organy krajowe odnotowały wzrost liczby wniosków o wydanie zezwolenia dla firm inwestycyjnych oferujących omawiane instrumenty<sup>25)</sup>.

Mając na uwadze dynamiczny wzrost liczby podmiotów oferujących dokonywanie inwestycji w opcje binarne oraz dynamiczny wzrost liczby klientów dokonujących tego rodzaju inwestycji, zidentyfikowane na terytorium Unii Europejskiej, w okresie przed podjęciem przez ESMA ww. decyzji o tymczasowej interwencji produktowej dotyczącej opcji binarnych, przyjąć należy, że istnieje bardzo wysokie prawdopodobieństwo, że po okresie obowiązywania decyzji ESMA z dnia 22 marca 2019 r. nr 2019/509, ww. instrument finansowy ponownie zostanie wprowadzony do oferty firm inwestycyjnych kierowanej do klientów detalicznych. Z uwagi na zidentyfikowane i przedstawione powyżej cechy tego instrumentu oraz zidentyfikowane problemy klientów detalicznych, jak również praktyki stosowane przez dostawców usług, istnieje prawdopodobieństwo, że ponowne wprowadzenie opcji binarnych do oferty firm inwestycyjnych kierowanej do klientów detalicznych będzie się wiązało z ponownym wystąpieniem istotnych problemów w dziedzinie ochrony inwestorów będących klientami detalicznymi.

<sup>20)</sup> Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, liczba ta nie obejmuje klientów spoza Wielkiej Brytanii autoryzowanych brytyjskich firm, których liczbę w 2016 r. oszacowano na blisko 400 000. W przypadku pozostałych państw członkowskich, które przekazały dane ESMA, liczba ta może obejmować klientów z państw nienależących do EOG.

<sup>21)</sup> CY-CySEC zauważyła również, że podane liczby obejmowały klientów z państw spoza EOG.

<sup>22)</sup> Na podstawie informacji przekazanej przez DE-BaFin w styczniu 2017 r. dotyczących sytuacji z 2016 r.

<sup>23)</sup> W decyzji ESMA wskazała na ww. raport IOSCO oraz wskazała, że bez względu na brak szczegółowych statystyk, wiele właściwych organów krajowych zgłosiło ESMA, że w 2016 r. wzrosła liczba klientów w ich jurysdykcjach. W raporcie wskazano na przykład Polski i Litwy, gdzie odnotowano wzrost wartości transakcji dokonywanych przez dostawców opcji binarnych, natomiast w Portugalii wzrosła liczba firm świadczących tego rodzaju usługi. Ponadto dwa właściwe organy krajowe, które wcześniej nie odnotowały istnienia realnego rynku tych instrumentów z przeznaczeniem dla klientów detalicznych w swoich jurysdykcjach, poinformowały o wzroście w tym obszarze.

<sup>24)</sup> AT-FMA, BE-FSMA, CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK-Finanstilsynet, EE-FSA, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-FSA, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, NO-Finanstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI, SI-ATVP, UK-FCA.

<sup>25)</sup> Na Cyprze złożono w 2016 r. 42 wnioski, w porównaniu z 16 otrzymanymi w 2015 r. i 28 w 2014 r. W Wielkiej Brytanii FCA otrzymało łącznie 27 wniosków od firm, które ubiegają się o zezwolenie na oferowanie opcji binarnych klientom detalicznym (20 wniosków pochodziło od firm, które chciały zmodyfikować posiadane przez siebie zezwolenia, a 7 od nowych wnioskodawców ubiegających się o zezwolenie). Należy przy tym zauważyć, że opcje binarne wchodzą w zakres kompetencji UK-FCA od dnia 3 stycznia 2018 r. Wcześniej podlegały one kompetencji brytyjskiej Komisji ds. hazardu.

Należy w tym miejscu przywołać Raport Rzecznika Finansowego pt. „*Problemy klientów na „rynku forex”*” opublikowany w marcu 2018 r.<sup>26)</sup>, z którego wynika że przedmiotem skarg klientów dotyczących inwestowania w opcje binarne były m.in.: problemy ze zmianą (korektą) ceny transakcji w związku z wystąpieniem nadzwyczajnych okoliczności, problemy z odzyskaniem środków wpłaconych na rachunek oraz agresywne techniki marketingowe. W raporcie zwrócono ponadto uwagę na dodatkowe problemy związane z zawieraniem kontraktów na opcje binarne z zagranicznymi firmami inwestycyjnymi, tj. powstawaniem sporów dotyczących ważności i skuteczności klauzul jurysdykcyjnych, czy klauzul ustalających prawo właściwe dla umowy. Ponadto, oprócz przedmiotu skarg, w Raporcie zwrócono uwagę na skalę strat ponoszonych przez klientów inwestujących w opcje binarne, o których mowa poniżej.

Również z raportu IOSCO wynika, że do najczęstszych skarg na dostawców usług należały te związane ze stratami ponoszonymi przez inwestorów. Skargi dotyczyły także braku zrozumienia przez klientów produktu lub usługi i wynikającego z tego ryzyka, trudności z wycofaniem zainwestowanych środków, agresywnego/wprowadzającego w błąd marketingu oraz manipulacji w zakresie cen lub transakcji<sup>27)</sup>.

Opisane powyżej ustalenia co do oczekiwanych ujemnych stóp zwrotu z inwestycji osiąganych przez klientów detalicznych<sup>28)</sup> zostały również potwierdzone danymi zgromadzonymi przez KNF dotyczącymi faktycznych strat poniesionych przez klientów detalicznych: w 2016 roku straty poniosło 86,3% klientów, w 2017 roku straty poniosło 86,4% klientów, zaś w 2018 r. 89% klientów detalicznych.

Podobne ustalenia, zgodnie z treścią decyzji ESMA o interwencji produktowej, poczyniły inne organy krajowe. Przykładowo Cyprus Securities and Exchange Commission przeprowadziła analizę próby kont klientów 10 dostawców opcji binarnych za okres od 1 stycznia 2017 r. do 31 sierpnia 2017 r. Analiza ta wykazała, że straty odnotowano na 87% kont klientów w tym okresie, zaś średnia wysokość strat wyniosła blisko 480 EUR. Na podstawie ankiety przeprowadzonej w marcu 2017 r. w pięciu oddziałach unijnych firm inwestycyjnych działających w sektorze opcji binarnych, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa stwierdził, że włoscy klienci detaliczni inwestujący w opcje binarne ponieśli w 2016 r. straty na poziomie nawet 74%, wynoszące średnio około 590 EUR. Przeprowadzony w 2016 r. przez brytyjski Financial Conduct Authority przegląd danych dotyczących wyników na kontach klientów pozwolił stwierdzić straty na 81–85% rachunków klientów, przy czym wysokość strat wahała się między 400 GBP a 1200 GBP. Przekazane dane wskazują, że klienci osiągalni zyski na transakcjach, ale ostatecznie ponieśli straty w związku z opłatami transakcyjnymi, co może prowadzić do dodatkowego wniosku, że klienci mogą nie rozumieć wpływu opłat transakcyjnych na wyniki swoich transakcji.

#### **1.4. Rodzaj klientów, którym oferowany lub sprzedawany jest instrument finansowy (art. 21 ust. 2 lit. c rozporządzenia delegowanego)**

Pojęcie klienta detalicznego zdefiniowane zostało w art. 4 ust 1 pkt 11 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 349; dalej również jako „dyrektywa 2014/65/UE”). Definicja ta została wdrożona do polskiego prawa w art. 3 pkt 39c ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Przez klienta detalicznego rozumie się podmiot niebędący klientem profesjonalnym, na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 tej ustawy.

Opcje binarne są szeroko rozpowszechnione, dystrybuowane oraz sprzedawane na rynku instrumentów finansowych. Jak zostało wykazane powyżej złożoność opcji binarnych utrudnia klientom detalicznym właściwe i prawidłowe zrozumienie oraz dokonanie oceny rzeczywistego ryzyka, jakie niosą inwestycje w tego rodzaju instrumenty. Poziom strat zidentyfikowanych przez KNF na rachunkach klientów detalicznych inwestujących w te instrumenty finansowe (przekraczający w latach 2017-2018 86%) potwierdza, że opcje binarne nie są odpowiednim instrumentem dla klientów detalicznych, ponieważ ta grupa klientów nie posiada wymaganego doświadczenia oraz odpowiedniej wiedzy niezbędnej do dokonywania inwestycji w tego rodzaju instrumenty finansowe.

<sup>26)</sup> Raport dostępny na stronie:

[https://rf.gov.pl/raporty-i-opracowania/Raport\\_Rzecznika\\_Finansowego\\_o\\_problemach\\_klientow\\_na\\_rynku\\_forex\\_data\\_publicacji\\_26\\_03\\_2018\\_r\\_22768](https://rf.gov.pl/raporty-i-opracowania/Raport_Rzecznika_Finansowego_o_problemach_klientow_na_rynku_forex_data_publicacji_26_03_2018_r_22768)

<sup>27)</sup> Raport IOSCO, str. 46.

<sup>28)</sup> Zob. ESMA, Product Intervention Analysis: Measure on Binary Options, 2018.

Większość klientów detalicznych charakteryzuje się brakiem doświadczenia oraz ograniczoną wiedzą dotyczącą inwestowania. Osoby takie są bardziej podatne na pogłębianie zaangażowania w inwestycje pomimo uzyskiwanych negatywnych wyników inwestycyjnych. Będą one podejmowały bardziej ryzykowne decyzje w sytuacji kiedy nie rozumieją skali podejmowanego ryzyka, mając jednocześnie nadzieję na duże zyski z uwagi na wprowadzające w błąd reklamy opcji binarnych.

Potwierdzają to liczne badania dotyczące behawioralnych aspektów inwestowania na rynku kapitałowym, mających negatywne skutki w postaci powstawania zachowań inwestorów znacznie odbiegających od tych będących wynikiem przeprowadzenia racjonalnej analizy podstaw przeprowadzenia określonej inwestycji<sup>29)</sup>. Wymienia się tu przede wszystkim takie błędy poznawcze inwestorów jak: „nadmierna pewność siebie”, „nierealistyczny optymizm”, „błąd hazardzisty”, „błąd retrospekcji”, „błąd kotwicy”, „błąd dostępności”<sup>30)</sup>. Behawioralna teoria perspektywy wskazuje również, że w zachowaniach ludzi potęguje się skłonność do ryzyka w przypadku – oraz pomimo – odnotowywania strat<sup>31)</sup>. Takie zjawiska mogą w konsekwencji prowadzić do sytuacji, w której kolejne straty będą powodować dalsze zaangażowanie w nabywanie opcji binarnych.

Badania<sup>32)</sup> wskazują na znaczne rozbieżności pomiędzy prognozami wynikającymi z modelu Blacka-Scholesa-Mertona odpowiedniego do oceny ryzyka takiego instrumentu jak opcje, a rzeczywistym zachowaniem inwestorów. Autorzy ww. badania wskazują, że na polskim rynku opcji inwestorzy dokonujący transakcji w instrumenty pochodne określają ryzyko przy nieświadomym zastosowaniu heurystyk, a co za tym idzie, ignorują wartość daną z modelu wyceny opcji przy określaniu jej wartości. Wykazano, że wbrew modelowi, na opcjach zyskowych nie tylko dochodziło do większej liczby zmian pozycji niż na opcjach stratnych, lecz także zmiany te w obu wypadkach były silniejsze w stosunku do ich historycznej wartości. Inwestorzy, dokonując inwestycji w spekulacyjne instrumenty finansowe, wykazują nadmierną pewność siebie oraz przeceniają swoje umiejętności. Nadmierna pewność siebie przejawia się też w tzw. efekcie kalibracji. Ludzie proszeni o podanie jakiejś informacji lub prognozy nie w sposób dokładny, lecz jedynie w pewnym przedziale ufności, zwykle udzielają odpowiedzi, które wskazują na nadmierne przekonanie o precyzji posiadanej wiedzy.

### **1.5. Praktyki sprzedaży związane z instrumentem finansowym (art. 21 ust. 2 lit. j rozporządzenia delegowanego)**

Jak zostało wykazane powyżej opcje binarne są złożonymi instrumentami finansowymi. Pomimo tak istotnej cechy tego instrumentu były one oferowane przez firmy inwestycyjne klientom detalicznym. Oferta firm była kierowana do klientów najczęściej za pośrednictwem elektronicznych platform transakcyjnych bez świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego czy zarządzania portfelem. Zgodnie z treścią art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE (wdrożonego do polskiego porządku prawnego w art. 83h ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), wymagane jest przeprowadzenie przez firmy inwestycyjne oceny odpowiedniości w celu określenia, czy oferowany instrument finansowy jest dostosowany do poziomu wiedzy oraz doświadczenia danego klienta i w konsekwencji czy takiemu klientowi powinien być oferowany. Co istotne, obowiązujące przepisy umożliwiają dostawcom opcji binarnych zawieranie transakcji na rzecz klientów, o ile klientowi przedstawiane było odpowiednie ostrzeżenie o ryzyku. Taka sytuacja może mieć miejsce w przypadku, gdy klient nie przekazał dostawcy instrumentu żadnych informacji na temat swojej wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestycji związanych z określonym typem produktu, a także w przypadku gdy klient przekazał niewystarczające informacje do przeprowadzenia przez dostawcę takiej oceny. Taki stan powodował w konsekwencji, że rynek opcji binarnych był szeroko dostępny dla wszystkich klientów, w tym klientów detalicznych ze znikomą albo żadną wiedzą i doświadczeniem w zakresie inwestowania na rynku pochodnych instrumentów finansowych, pomimo tego, że ze względu na cechy opcji binarnych te instrumenty finansowego powinny być wprowadzane do obrotu, dystrybuowane oraz sprzedawane przez dostawców jedynie klientom posiadającym co najmniej niezbędną wiedzę i doświadczenie, które uzasadniałyby dokonywanie inwestycji w takie instrumenty finansowe.

<sup>29)</sup> Między innymi: A. Szyszka w *Zachowania inwestora a teoria rynku kapitałowego*, „Ekonomista”, styczeń 2004; P. Zielonka, *Giełda i psychologia. Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych*, CeDeWu, Warszawa, 2011; T. Tyszka, T., T. Zaleśkiewicz, *Racjonalność decyzji. Pewność a ryzyko.*, PWE, Warszawa, 2001; M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.

<sup>30)</sup> A. Szyszka w *Zachowania inwestora a teoria rynku kapitałowego*, „Ekonomista”, styczeń 2004.

<sup>31)</sup> Jw.

<sup>32)</sup> J. Koziński, K. Kuta, K. Rudnicki, *Behawioralne aspekty wyceny opcji w warunkach polskiego rynku instrumentów pochodnych*; „Przedsiębiorczość i Zarządzanie”, (9) 2016.

Oferowanie tych skomplikowanych instrumentów finansowych w praktyce wiązało się ze stosowaniem przez dostawców nieprawidłowych praktyk sprzedażowych. W okresie przed podjęciem przez ESMA decyzji o interwencji produktowej, KNF zaobserwowała m.in. praktykę oferowania przez dostawców inwestorom detalicznym bonusów mających ich zachęcać do dokonywania inwestycji w oferowane przez nich instrumenty finansowe w postaci prezentów, takich jak tablety lub telefony, co miało na celu ułatwianie klientom kontaktów z firmą inwestycyjną. Celem takiej praktyki było dodatkowo zachęcanie kolejnych klientów do rozpoczęcia korzystania z usług danego dostawcy.

Identyfikowano również praktykę, stosowaną głównie przez niektóre zagraniczne firmy inwestycyjne, eksponowania w treści rozpowszechnianych (w szczególności w Internecie) przekazów reklamowych informacji o możliwych do osiągnięcia bardzo wysokich zyskach, połączone z pomijaniem lub marginalizowaniem informacji o poziomie ryzyka związanego z tego typu inwestycjami i konsekwencjami w postaci bardzo dużych strat finansowych. Praktyki takie, w sytuacji kierowania do klientów posiadających status konsumentów, mogły dodatkowo naruszać określony w art. 3 ustawy z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (tekst jednolity Dz. U. z 2017 r. poz. 2070) zakaz stosowania nieuczciwych praktyk rynkowych.

Podobne budzące wątpliwości praktyki marketingowe były identyfikowane również przez inne organy krajowe: wskazywano na regularne rozpowszechnianie wprowadzających w błąd materiałów marketingowych, ale także zakrojone na szeroką skalę, intensywne działania marketingowe. Przykładowo Autorité des Marchés Financiers (dalej również jako „FR-AMF”), właściwy organ krajowy we Francji, poinformował, że w 2016 r. nowe reklamy (telewizja, radio, internet) dotyczące instrumentów spekulacyjnych (opcje binarne, kontrakty CFD, Forex) stanowiły 36% wszystkich nowych reklam dotyczących sektora finansowego i 45% wszystkich nowych reklam instrumentów finansowych. Niemiecki organ nadzoru Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zauważył, że nawet niewielkie firmy inwestycyjne mające siedzibę w innej jurysdykcji Unii Europejskiej mogą korzystać z usług nawet 200 brokerów w celu intensyfikowania oferowania swoich usług<sup>33</sup>). Stosowanie opisanych praktyk sprzedażowych było szczególnie niepokojące z uwagi na odnotowywany do czerwca 2018 r. wzrost liczby klientów detalicznych w tym sektorze rynku instrumentów finansowych.

Zwrócić należy również uwagę, że w przypadku części dostawców obawy budziły stosowane modele biznesowe zakładające swego rodzaju „rotację” klienta<sup>34</sup>) wynikającą z tego, że średnia długość utrzymywania rachunku transakcyjnego i aktywności inwestorów była stosunkowo krótka. Dostawcy usług musieli zatem podejmować działania w celu utrzymywania stanu stałego przyływu nowych klientów, czego konsekwencją było stosowanie przez nich opisanych powyżej agresywnych technik marketingowych i sprzedażowych.

Powszechną cechą takich technik było oferowanie korzyści handlowych (pieniężnych i niepieniężnych), takich jak ww. bonusy, prezenty (np. wczasy, samochody, sprzęt elektroniczny), szkolenia z zakresu obrotu instrumentami, czy też obniżenie kosztów transakcyjnych (np. spreadu lub opłat)<sup>35</sup>). Analiza tych działań wskazuje, że miały one na celu przede wszystkim przyciągnięcie oraz zachęcanie klientów detalicznych do inwestowania w opcje binarne oraz jednocześnie odciągnięcie ich uwagi od ryzyka związanego z daną inwestycją, jak również wywoływanie w klientach detalicznych odczucia, że skorzystanie z promocji oferowanej przez firmę inwestycyjną jest najważniejszym elementem oferty dostawcy.

Praktyki w zakresie systemów bonusów były podobne do tych stosowanych w branży internetowych gier hazardowych. Niektórzy dostawcy wprowadzający do obrotu opcje binarne oferowali „bonus na start” (dla każdego nowo otwartego konta), a także bonusy przyznawane w oparciu o wysokość zainwestowanych kwot (bonusy za wielkość obrotów), lub dodatkową „wirtualną gotówkę”, którą przyznało się klientowi pod pewnymi warunkami.

Na podstawie działań nadzorczych przeprowadzonych przez kilka organów krajowych odnotowano, że takie warunki ofert promocyjnych wprowadzały klientów w błąd oraz że klienci, którzy skorzystali z ofert danej

<sup>33</sup>) Raport IOSCO, str. 5.

<sup>34</sup>) Takie obawy zostały zdiagnozowane przez niektóre inne organy krajowe, tj. UK-FCA i NO-Finanstilsynet.

<sup>35</sup>) W sekcji 6 pytań i odpowiedzi ESMA (Q&A) dotycząca sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794), zaktualizowanej dnia 31 marca 2017 r. podano, iż mało prawdopodobnym jest, by firma oferująca bonus, mający na celu zachęcenie klientów detalicznych do handlu złożonymi produktami spekulacyjnymi, takimi jak kontrakty CFD, opcje binarne i rynek tzw. rolling spot forex, mogła wykazać, że działa uczciwie i profesjonalnie oraz w najlepszym interesie klientów detalicznych.



firmy zachęteni określoną zachętą lub bonusem, mieli następnie trudności z wycofaniem zainwestowanych środków lub kiedy zidentyfikowali, że możliwość skorzystania z danej atrakcji uzależniona jest przez firmę inwestycyjną od realizacji transakcji o określonej wartości. Z uwagi na ujemną spodziewaną stopę zwrotu z inwestycji w opcje binarne, taka sytuacja wiązała się z pogłębieniem strat klientów, którzy usiłowali skorzystać z oferowanego bonusu. Przykładowo<sup>36)</sup>:

- a) Autorité des Marchés Financiers wskazał, że jednym z głównych problemów związanych z bonusami jest to, że klient zazwyczaj musi zainwestować kwotę odpowiadającą 20- lub 30-krotnej wartości bonusu, aby uzyskać prawo do wypłaty pieniędzy;
- b) Financial Services and Markets Authority (dalej również jako „BE-FSMA”), belgijski właściwy organ krajowy, otrzymał wiele skarg od inwestorów, którzy nie mogli odzyskać swoich pieniędzy z powodu zasad regulujących wypłatę bonusów;
- c) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht stwierdził, że w większości przypadków, bonusy oferowane są przez dostawców opcji binarnych działających na poziomie transgranicznym, aby przekonać niedoświadczonych klientów detalicznych do spekulacji i nabycia produktów, które nie są dla nich zrozumiałe.

Ponadto organy krajowe wyrażały obawy w zakresie braku spełniania przez dostawców opcji binarnych obowiązku udzielania klientom detalicznym uczciwych, jasnych i niewprowadzających w błąd informacji lub działania w najlepszym interesie klientów<sup>37)</sup>, jak również w zakresie jakości informacji przekazywanych klientom detalicznym (np. na stronach internetowych dostawców) na temat funkcjonowania opcji binarnych, a w szczególności informacji dotyczących związanego z nimi ryzyka<sup>38)</sup>. Przykładami nieprzestrzegania wymogu uczciwości i podawania zrozumiałej i niewprowadzającej w błąd informacji, praktyk wykorzystujących techniki przyciągania uwagi klientów w celu ich odciążenia od sprecyzowanych informacji na temat oferowanego instrumentu finansowego były:

- a) zawartości strony internetowej lub przedstawiania informacji w języku, który nie jest językiem urzędowym państwa członkowskiego, w którym usługi mają być świadczone, lub przedstawiania informacji w języku urzędowym tego państwa, ale w oparciu o niezadowalającą jakość tłumaczenia, skutkujące trudnościami w zrozumieniu przedstawionych informacji;
- b) przedstawiania informacji, w których eksponowane są potencjalne korzyści związane z inwestowaniem w opcje binarne bez rzetelnego i jasnego opisu związanego z inwestycją ryzyka, co sugeruje odbiorcy informacji, że takie produkty są odpowiednie lub właściwe dla wszystkich inwestorów lub że wypracowanie zwrotu z inwestycji jest prostym zadaniem. Na przykład: „Handel opcjami binarnymi jest prosty jak 1-2-3”; „Inwestowanie nigdy nie było tak proste”, „Rozpocznij karierę inwestora już teraz”, „Uzyskaj aż do 85% zwrotu z inwestycji co 60 sekund”, „Zwrot z inwestycji na poziomie 95% w kilka minut” i „Co możesz zrobić w 60 sekund? Handlować opcjami binarnymi i podwoić zainwestowaną sumę”<sup>39)</sup>.

Opisane powyżej praktyki wprowadzania do obrotu i dystrybucji opcji binarnych uzasadniają istnienie poważnych obaw związanych z poziomem ochrony inwestorów.

#### **1.6. Stopień w jakim instrument finansowy może zagrozić zaufaniu inwestorów do systemu finansowego (art. 21 ust. 2 lit. v rozporządzenia delegowanego)**

Połączenie złożonego charakteru i braku przejrzystości opcji binarnych, ujemnej – niż oczekiwana – stopy zwrotu z inwestycji, wprowadzającego w błąd i agresywnego charakteru stosowanych przez dostawców działań marketingowych i dystrybucyjnych, a także występujący konflikt interesów pomiędzy klientami oraz dostawcami opcji binarnych będącymi jednocześnie drugą stroną transakcji zawieranych przez klientów, oraz

<sup>36)</sup> Jak opisano w raporcie IOSCO, str. 32.

<sup>37)</sup> Np. BE-FSMA, ES-CNMV, FR-AMF, IT-CONSOB.

<sup>38)</sup> W sekcji 3 pytań i odpowiedzi ESMA (Q&A) dotycząca sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794), zaktualizowanej dnia 31 marca 2017 r., omówiono szczegółowe informacje, które powinny zostać przekazane klientom i potencjalnym klientom.

<sup>39)</sup> Sekcja 3 pytań i odpowiedzi ESMA (Q&A) dotycząca sprzedaży kontraktów CFD i innych produktów spekulacyjnych inwestorom detalicznym w oparciu o treść dyrektywy MiFID (ESMA35-36-794), zaktualizowanej dnia 31 marca 2017 r.

w konsekwencji negatywny wpływ na klientów, ich pozycje inwestycyjne oraz straty finansowe znacznie przewyższające możliwości finansowe danej osoby, prowadzą do wniosku, że tacy klienci tracą zaufanie do systemu finansowego.

Biorąc pod uwagę wysokie prawdopodobieństwo strat, o których mowa powyżej, indywidualni inwestorzy, którzy nie mają doświadczenia w zakresie inwestowania w instrumenty finansowe, zwabieni agresywnym marketingiem dostawców opcji binarnych, mogą uznać te produkty oraz inwestycje w nie za reprezentatywne dla wszystkich instrumentów finansowych. Negatywny odbiór inwestycji w opcje binarne, w szczególności przez klientów detalicznych posiadających małe doświadczenie w zakresie inwestowania na rynku finansowym, może wpływać na negatywne postrzeganie przez klientów całego systemu finansowego. Mając na względzie dużą i cały czas rosnącą liczbę klientów detalicznych, dostawców opcji binarnych oraz skarg dotyczących tych produktów w okresie przed podjęciem przez ESMA interwencji produktowej, za bardzo prawdopodobne należy uznać dalszy wzrost poziomu zagrożenia do systemu finansowego po wygaśnięciu interwencji ESMA. W celu zapobieżenia temu zagrożeniu niezbędne jest wprowadzenie niniejszą decyzją zakazu wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym.

## **2. Określenie rodzajów opcji binarnych, do których nie ma zastosowania zakaz, o którym mowa w pkt. 1 sentencji niniejszej decyzji**

Opcje binarne, w przypadku których kwota wypłaty jest przynajmniej równa całkowitej kwocie płatności dokonanej przez klienta detalicznego za opcję binarną, włączając prowizje, opłaty transakcyjne i inne koszty powiązane, nie generują strat dla inwestorów, w tym klientów detalicznych. Zatem, skoro struktura wypłaty nie naraża kapitału inwestora na ryzyko, nie istnieje potrzeba objęcia tych opcji zakresem niniejszej interwencji produktowej.

Analogicznie należy potraktować opcje binarne, w przypadku których okres od dnia emisji do terminu wymagalności wynosi co najmniej 90 dni kalendarzowych, dla których sporządzony jest prospekt emisyjny oraz które są w pełni zabezpieczone przez dostawcę lub inny podmiot z grupy dostawcy. Przykładem tego rodzaju opcji binarnej są warranty typu inline. Pomimo, że stopień złożoności tego rodzaju opcji binarnej jest porównywalny do stopnia złożoności opcji binarnych ogółem, to jednak wymogi dotyczące okresu inwestycji łagodzą ewentualne negatywne jej skutki. W porównaniu do bardzo krótkich terminów charakterystycznych dla pozostałej części rynku opcji binarnych, w przypadku tych opcji okres 90 dni powinien umożliwić inwestorom uzyskanie precyzyjnego obrazu danej inwestycji. Jednocześnie – okres trwania inwestycji powinien skutkować zmniejszeniem liczby powtarzanych transakcji spekulacyjnych, których konsekwencją jest zwiększanie strat, czy też powstawanie wśród klientów detalicznych zachowań uzależniających.

Istotne jest również, że są to opcje, które są w pełni zabezpieczone przed zaistnieniem ryzyka rynkowego w ciągu całego terminu wykonania. W przypadku, gdy działalność zabezpieczająca dotyczy dostarczania opcji binarnych i prowadzona jest przez dostawcę lub inny podmiot z grupy dostawcy oraz jeżeli opcje binarne nie generują dla żadnego podmiotu z grupy zysków ani strat innych niż wcześniej ujawnione prowizje, opłaty transakcyjne i koszty powiązane, wówczas konflikt interesów pomiędzy dostawcą a klientem jest znacznie ograniczony. W szczególności na zysk netto pochodzący z opcji binarnej nie ma większego wpływu fakt, czy następuje po niej wypłata, czy nie. Ogranicza to istotnie konflikty interesów, jakie mogłyby powstawać pomiędzy dostawcami opcji binarnych a ich klientami. Dodatkowo, wymóg sporządzania prospektu emisyjnego zatwierdzanego zgodnie z wymogami dyrektywy 2003/71/WE ma na celu zapewnienie minimalnego poziomu przejrzystości tego rodzaju długoterminowych opcji binarnych. Należy to uznać za realizację przez dostawców opcji binarnych obowiązków informacyjnych na rzecz klientów detalicznych i przekazywanie informacji na temat modelu biznesowego dostawcy, sprawozdań finansowych, czy też opisu ryzyk związanych z tym instrumentem finansowych i jego cechami.

Należy zaznaczyć, że organy krajowe<sup>40)</sup> nadzorujące rynki, na których dostawcy, którzy zabezpieczają transakcje, oferują długoterminowe sekurytyzowane opcje binarne, potwierdziły, że w zakresie tych produktów nie odnotowano przypadków, w których poszczególni klienci detaliczni ponieśli znaczne szkody. Nie odnotowano również przypadków, które wskazywałyby na to, że wprowadzanie do obrotu, dystrybucja oraz sprzedaż ww. opcji binarnych realizowane było z wykorzystaniem agresywnych praktyk marketingowych, czy też wprowadzających w błąd technik komunikacyjnych.

<sup>40)</sup> DE-BaFin, FR-AMF.

Mając na uwadze powyższe należy zatem uznać, że opcje binarne, o których mowa w pkt. 2 sentencji niniejszej decyzji, należy wyłączyć z zakresu obowiązywania niniejszej decyzji, ponieważ nie stwarzają te opcje istotnych problemów w zakresie ochrony inwestorów.

### **3. Istniejące wymogi regulacyjne w prawie Unii Europejskiej w niewystarczającym stopniu przeciwdziałają zagrożeniom w dziedzinie ochrony inwestorów, a problem nie zostanie lepiej rozwiązany dzięki lepszemu nadzorowi lub egzekwowaniu istniejących wymogów (art. 42 ust. 2 lit b Rozporządzenia)**

Zgodnie z wymogami art. 42 ust. 2 lit. b Rozporządzenia, warunkiem wydania przez KNF decyzji o interwencji produktowej jest m.in. ustalenie, czy obowiązujące w prawie Unii wymogi prawne mające zastosowanie do danego instrumentu finansowego lub działalności zapewniają odpowiednią ochronę inwestorów przed zidentyfikowanymi zagrożeniami. Obowiązujące wymogi w tym zakresie zawarte są w: dyrektywie 2014/65/UE (wdrożonej do polskiego porządku prawnego w przepisach ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), Rozporządzeniu i rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz. Urz. UE L 352 z 09.12.2014, str. 1, ze zm.; dalej jako Rozporządzenie PRIIP). Regulacje te obejmują w szczególności: wymóg przekazywania klientom odpowiednich informacji o instrumencie finansowym; wymogi odpowiedniości i adekwatności oferowanego instrumentu wobec klienta; obowiązek wykonywania zleceń na warunkach najbardziej korzystnych dla klienta; wymogi dotyczące zarządzania produktami oraz wymogi dotyczące ujawniania klientom określonych informacji zgodnie z art. 5-14 Rozporządzenia PRIIP.

Należy zauważyć, że zakres i treść szeregu wymogów regulacyjnych wprowadzonych na mocy dyrektywy 2014/65/UE i Rozporządzenia nr 600/2014 są podobne do tych obowiązujących na mocy dyrektywy 2004/39/WE. Pomimo że dyrektywę 2014/65/UE i Rozporządzenie nr 600/2014 przyjęto w celu poprawy kilku istotnych aspektów świadczenia usług inwestycyjnych i działań mających na celu wzmocnienie ochrony inwestorów (w tym poprzez uprawnienia w zakresie interwencji produktowej), zmiany szeregu właściwych przepisów nie obejmują konkretnych problemów opisanych w niniejszej decyzji, a tym samym nie są wystarczające w celu zminimalizowania ryzyka wynikającego z wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym

W szczególności w art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE wprowadzono wymogi w zakresie ujawniania kosztów i opłat poprzez wprowadzenie dla firm inwestycyjnych obowiązku przekazywania klientom zagregowanych informacji na temat wszystkich kosztów i opłat związanych z usługami inwestycyjnymi i instrumentami finansowymi. Wymogi te zostały wdrożone do polskiego porządku prawnego w art. 83c ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także są przewidziane w przepisach art. 50 rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE. L. z 2017 r. poz. 87, str. 1 ze zm.).

Z kolei art. 24 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83c ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) nakazuje firmom inwestycyjnym między innymi, by wszystkie informacje, w tym publikacje handlowe, kierowane przez firmę inwestycyjną do klientów lub potencjalnych klientów były rzetelne, wyraźne i niewprowadzające w błąd. Zgodnie z art. 24 ust. 4 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83c ust. 4 i 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), firmy inwestycyjne mają obowiązek dostarczać klientom i potencjalnym klientom we właściwym czasie odpowiednie informacje dotyczące firmy i jej usług, instrumentów finansowych oraz proponowanych strategii inwestycyjnych, miejsc realizacji zlecenia oraz wszystkich kosztów i opłat z nimi związanych, jak również wytycznych i ostrzeżeń o ryzyku związanym z inwestowaniem w te instrumenty finansowe oraz na temat tego, czy dany instrument finansowy jest skierowany do klientów detalicznych czy profesjonalnych. Na podstawie opisu problemów w zakresie ochrony inwestorów związanych z opcjami binarnymi (w szczególności ich złożoności, ryzykowności i spodziewanej ujemnej stopy zwrotu), oczywistym jest, że tego rodzaju ryzyka wystąpienia szkód dla inwestorów nie można całkowicie i odpowiednio kontrolować tylko poprzez realizację przytoczonych wymogów informacyjnych.

Dostarczane informacje nie zwracają jednak w wystarczającym stopniu uwagi klientów na konkretne konsekwencje inwestycji w te produkty (oczekiwana ujemna stopa zwrotu) i nie rozwiązują problemów

wynikających z samych cech produktu. Rozwiązania regulacyjne dotyczące ujawniania informacji nie są odpowiednie w przypadku tych produktów, które same w sobie nie są odpowiednie dla klientów detalicznych.

Na mocy dyrektywy 2014/65/UE zostały także zastrzone wymogi dotyczące dostarczenia klientowi sprawozdania na temat odpowiedności oraz udoskonalenia oceny odpowiedności. W szczególności artykuł 25 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83g ust. 1 i 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) nakłada na dostawców opcji binarnych obowiązek uzyskania niezbędnych informacji dotyczących klienta lub potencjalnego klienta w zakresie: wiedzy i doświadczenia w dziedzinie inwestycji, odpowiedniej do określonego rodzaju produktu czy usługi, sytuacji finansowej, w tym jego zdolności ponoszenia strat, oraz celów inwestycyjnych, w tym jego tolerancji ryzyka, tak aby dostawca opcji binarnych mógł rekomendować klientowi lub potencjalnemu klientowi odpowiednie dla niego pod względem stopnia tolerancji ryzyka i zdolności ponoszenia strat produkty finansowe. Niemniej jednak przytoczone wymogi w zakresie odpowiedności mają zastosowanie jedynie wobec świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, a zatem zazwyczaj nie mają zastosowania do wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych, która w większości przypadków odbywa się za pośrednictwem platform elektronicznych i nie obejmuje świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem.

Na mocy dyrektywy 2014/65/UE zastrzono również wymogi dotyczące adekwatności, głównie poprzez zawężenie listy niezłożonych instrumentów finansowych, tym samym ograniczając zakres instrumentów mogących być przedmiotem usługi polegającej jedynie na realizacji zlecenia. Artykuł 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83h ust. 1 - 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) nakłada na dostawców opcji binarnych obowiązek zwracania się do swoich klientów lub potencjalnych klientów o przekazanie informacji dotyczących ich wiedzy i doświadczenia w obszarze inwestycji, istotnych między innymi z punktu widzenia specyficznego produktu, aby umożliwić stwierdzenie, czy dany produkt jest odpowiedni dla klienta lub potencjalnego klienta. Jeśli dostawca uzna, że produkt jest nieodpowiedni dla klienta lub potencjalnego klienta, musi go o tym ostrzec. Opcje binarne klasyfikuje się jako złożone produkty finansowe, w związku z czym podlegają one badaniu adekwatności zgodnie z art. 25 ust. 3 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83h ust. 1 - 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi).

Jak stwierdzono w niniejszej decyzji i jak wynika z doświadczeń nadzorczych właściwych organów krajowych<sup>41)</sup>, test adekwatności nie rozwiązuje opisanych w niniejszej decyzji problemów związanych z ochroną inwestorów. Jest zatem mało prawdopodobne, że testy odpowiedności i adekwatności, wynikające z obowiązujących wymogów regulacyjnych, powstrzymają klientów detalicznych od obrotu opcjami binarnymi w sposób zapewniający uwzględnienie istotnych obaw związanych z ochroną inwestora.

Większość zasad dotyczących najlepszego wykonania zlecenia obowiązywała już na mocy dyrektywy 2004/39/WE. Zasady te zastrzono jednak na mocy dyrektywy 2014/65/UE. W szczególności, artykuł 27 dyrektywy 2014/65/UE (art. 73a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) stanowi, że firmy inwestycyjne muszą podjąć „wszelkie wystarczające działania” w celu uzyskania dla swoich klientów możliwie najlepszych wyników podczas realizacji zleceń. Ponadto uczestnicy rynku muszą publikować dodatkowe informacje, a w szczególności firmy inwestycyjne mają obowiązek ujawnić pięć najważniejszych systemów, w których realizowały zlecenia klientów, oraz wyniki osiągnięte podczas realizacji tych zleceń.

Organ nadzoru przeanalizował, czy zmienione zasady dotyczące najlepszego wykonania mogłyby rozwiązać przynajmniej część problemów zidentyfikowanych w związku z wprowadzaniem do obrotu, dystrybucją lub sprzedażą opcji binarnych klientom detalicznym. Zwiększona przejrzystość realizacji zleceń pomaga klientom lepiej zrozumieć i ocenić jakość wykonywania zleceń przez daną firmę, a tym samym lepiej ocenić jakość wszystkich świadczonych przez nią usług. Co więcej, pełniejsze informacje na temat sposobu, w jaki firmy realizują składane przez klientów zlecenia, ułatwiają klientom monitorowanie, czy firma podjęła należyte kroki w celu osiągnięcia dla nich możliwie najlepszych wyników. Wymogi związane z najlepszym wykonaniem również wzmacniają standard najlepszego wykonania w odniesieniu do produktów dostępnych na rynku OTC, nakładając na firmy obowiązek sprawdzenia uczciwości ceny zaproponowanej klientowi przy realizacji zleceń lub podejmowaniu decyzji dotyczących sprzedaży takich produktów, w tym produktów na zamówienie. Dyrektywa 2014/65/UE wymaga gromadzenia danych rynkowych w celu oszacowania ceny takich produktów oraz, w miarę możliwości, porównania z podobnymi lub porównywalnymi produktami. Jednak reguły

<sup>41)</sup> Na przykład IE-CBI wyraziło obawy dotyczące kryteriów stosowanych w ramach oceny wiedzy i doświadczenia na potrzeby oceny przeprowadzanej po inspekcji tematycznej (Dostęp: <https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Brytyjski FCA odnotował liczne niedociągnięcia ze strony dostawców w zakresie adekwatności przeprowadzanych przez nich ocen odpowiedności oraz związanych z nimi polityk i procedur.

dotyczące najlepszego wykonania nie dotyczą bezpośrednio ryzyka związanego z cechami usługi innej niż wykonanie zlecenia ani szeroko pojętego wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży tych produktów klientom detalicznym.

Organ nadzoru uwzględnił również potencjalny wpływ zasad zarządzania produktami określonych w artykułach 16 ust. 3 i 24 ust. 2 dyrektywy 2014/65/UE (art. 83b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi) oraz art. 9 i 10 Dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych<sup>42)</sup> (§§ 30-49 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 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<sup>43)</sup>). Zasady te wymagają od dostawców wytwarzających oraz sprzedających wytworzone przez siebie instrumenty finansowe (w tym opcje binarne), m.in. aby: (i) zapewniły takie zaprojektowanie produktów, aby zaspokajały one potrzeby określonego rynku docelowego klientów końcowych w obrębie określonej kategorii klientów, (ii) zapewniły, by strategia dystrybucji tych produktów była zgodna ze zidentyfikowanym rynkiem docelowym, (iii) podejmowały rozsądne działania w celu zapewnienia, że instrumenty finansowe są dystrybuowane na zidentyfikowanym rynku docelowym, a także (iv) okresowo dokonywały przeglądu zidentyfikowanego rynku docelowego oraz wyników oferowanych produktów. Dostawcy opcji binarnych powinni zatem rozumieć oferowane lub rekomendowane przez siebie instrumenty finansowe, oceniać ich zgodność z potrzebami klientów, którym świadczą usługi inwestycyjne, uwzględniając przy tym określony rynek docelowy klientów końcowych, a także zapewnić, aby instrumenty finansowe oferowano lub rekomendowano tylko wówczas, gdy jest to w interesie klienta. Ponadto dostawcy opcji binarnych, którzy nie są wystawcami powinni również posiadać odpowiednie uzgodnienia w celu uzyskiwania i zrozumienia odpowiednich informacji dotyczących procesu zatwierdzania produktu, w tym określonego rynku docelowego oraz cech oferowanego lub rekomendowanego przez nich produktu. Dostawcy opcji binarnych, którzy zajmują się dystrybucją instrumentów finansowych wytwarzanych przez dostawców niepodlegających wymogom zarządzania produktami zawartymi w dyrektywie 2014/65/UE lub przez dostawców z krajów trzecich powinny również posiadać odpowiednie ustalenia w celu uzyskania odpowiednich informacji o instrumentach finansowych.

Wymogi w zakresie zarządzania produktami służą zawężeniu kategorii klientów (tj. rynku docelowego), dla których instrumenty finansowe można uznać za odpowiednie, wśród których powinny one być dystrybuowane. Biorąc zatem pod uwagę cechy opcji binarnych (wysoki poziom strat, oczekiwaną ujemną stopę zwrotu z inwestycji, krótki okres obowiązywania umów, złożoność struktur cenowych oraz ogólny brak uzasadnionych celów inwestycyjnych), jak wskazał ESMA na rynku klientów detalicznych nie jest możliwe określenie pozytywnej grupy docelowej dla opcji binarnych. Niemniej jednak po wdrożeniu dyrektywy 2014/65/UE i wymogów w zakresie zarządzania produktami, szereg firm nadal wprowadzało na rynek masowy opcje binarne. Pomimo tych wymogów regulacyjnych klienci detaliczni nadal tracili pieniądze dokonując inwestycji w opcje binarne. Dlatego środek ten jest konieczny, aby zaradzić zagrożeniu.

Uwzględniając ryzyko wynikające z oferowania opcji binarnych klientom detalicznym, należy stwierdzić, że środek interwencyjny skierowany do wszystkich dostawców opcji binarnych działających na terytorium RP i z terytorium RP jest skuteczniejszy niż działania podejmowane indywidualnie wobec poszczególnych firm inwestycyjnych. Ma na to również wpływ stale rosnąca liczba zagranicznych podmiotów prowadzących działalność maklerską na terytorium RP, które uprawnione są do wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym również opcji binarnych. Jak stwierdzono powyżej, problem ten dotyczy całego rynku, ponieważ nie ogranicza się do specyfiki poszczególnych dostawców, natomiast kluczowe zagrożenia są nierozzerwalnie związane z instrumentem finansowym, jakim jest opcja binarna, oraz modelem biznesowym stosowanym przez firmy inwestycyjne.

Analiza obowiązujących wymogów regulacyjnych, o których mowa powyżej, prowadzi do wniosku, że ich zastosowanie nie eliminuje oraz nie wyeliminowałaby zdiagnozowanych problemów w dziedzinie ochrony klientów detalicznych, ponieważ wprowadzanie do obrotu, dystrybucja oraz sprzedaż opcji binarnych klientom detalicznym nie pozwala dostawcom tych instrumentów finansowych działać w najlepiej pojętym interesie klientów oraz dostarczać im informacji, które będą rzetelne, jasne i niewprowadzające w błąd.

<sup>42)</sup> Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, str. 500, ze zm.

<sup>43)</sup> Dz.U. z 2018 r. poz. 1112.

W związku z tym zróżnicowane, indywidualne działania nadzorcze nie mogły by zapobiegać powstawaniu dalszych szkód po stronie klientów detalicznych oraz nie mogłyby stanowić odpowiedniej alternatywy wobec uprawnienia do skorzystania przez KNF z przysługujących uprawnień do podjęcia decyzji o interwencji produktowej w sytuacji identyfikacji potwierdzenia przesłanek określonych w art. 42 ust. 2 Rozporządzenia.

#### **4. Proporcjonalność podjęcia niniejszej decyzji (art. 42 ust. 2 lit. c Rozporządzenia)**

Biorąc pod uwagę rozmiar i charakter stwierdzonego istotnego problemu dotyczącego ochrony inwestorów, w ocenie KNF zakazanie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży opcji binarnych klientom detalicznym jest proporcjonalne. Podjęcie takiego środka nadzoru, z uwagi na wyeliminowanie problemu zdiagnozowanego po stronie klientów detalicznych dokonujących inwestycji w opcje binarne, nie będzie w konsekwencji mieć szkodliwego wpływu na inwestorów lub na wydajność rynków finansowych, które byłyby nieproporcjonalne w stosunku do korzyści, jakie zostaną uzyskane w wyniku wydania niniejszej decyzji.

Mając na uwadze opisane powyżej istotne problemy i zagrożenia dla ochrony interesów inwestorów, KNF uznaje, że środek nadzoru w postaci decyzji o interwencji produktowej mający na celu zakaz wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym wszelkiego rodzaju opcji binarnych (niezależnie od tego, czy obrót odbywa się w ramach systemu obrotu) są odpowiednim oraz niezbędnym sposobem, by wyeliminować ryzyko braku ochrony inwestorów detalicznych. Uzasadnione jest to również tym, że próba wprowadzenia innych środków nadzoru, np. w postaci obowiązku sprzedaży i dystrybucji tych produktów za pośrednictwem usług doradczych, nie będzie wystarczająca w celu zapobieżenia zidentyfikowanym problemom. Ze względu na swoje właściwości, opcje binarne nie są produktami odpowiednimi dla klientów detalicznych. Obowiązek sprzedaży i dystrybucji tych produktów za pośrednictwem usług doradczych wiązałby się z koniecznością dokonywania indywidualnych ocen, uciążliwych dla usługodawców, których wynik nie powinien istotnie różnić się od środków zaproponowanych w niniejszej decyzji ze względu na cechy tych produktów. Innym rozważanym środkiem jest ustawienie minimalnego terminu trwania opcji binarnych. Nie wpłynęłoby to jednak na ograniczenie podstawowych obaw, jakie budzi ten rodzaj instrumentów finansowych. W szczególności struktura cenowa produktu sprawia, że inwestorzy narażeni są na ujemne oczekiwane stopy zwrotu bez żadnych wyraźnych korzyści kompensacyjnych (np. funkcji zabezpieczających, jakie oferują tradycyjne opcje).

W ocenie KNF nieproporcjonalnym działaniem byłoby rozszerzenie zakazu wprowadzania do obrotu, dystrybucji lub sprzedaży opcji binarnych także klientom niedetalicznym z uwagi na ich zasoby i możliwości organizacyjne umożliwiające im przeprowadzanie odpowiedniej oceny ryzyka pod kątem cech opcji binarnych. Do klientów niedetalicznych mogą również zostać zaliczeni ci klienci detaliczni, którzy posiadają wystarczającą wiedzę i doświadczenie, aby wnioskować o zakwalifikowanie ich do kategorii klientów profesjonalnych. Klienci ci posiadają wystarczającą wiedzę i doświadczenie, zatem nie ma potrzeby obejmować ich dodatkową ochroną w zakresie objętym niniejszą decyzją.

Mając na względzie, iż od dnia 2 lipca 2018 r. do dnia 1 lipca 2019 r. obowiązują kolejne tymczasowe zakazy ESMA dotyczące wprowadzania do obrotu, dystrybucji i sprzedaży opcji binarnych, dodatkowo podkreślenia wymaga, że niniejsza decyzja nie powoduje konieczności zorganizowania lub zmiany przez dostawców modeli biznesowych i poniesienia w związku z tym dodatkowych kosztów.

#### **5. Przeprowadzenie konsultacji z właściwymi organami nadzoru w innych państwach członkowskich (art. 42 ust. 2 lit. d Rozporządzenia)**

Komisja Nadzoru Finansowego uznała, że niniejsza decyzja może wywrzeć znaczący wpływ na wszystkie państwa członkowskie Unii Europejskiej. Dlatego też, pismem z dnia 21 grudnia 2018 r. sygn. DAZ-W7.456.1.2018, przekazała do właściwych organów z wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej informację o planowanym podjęciu przedmiotowej interwencji oraz zwróciła się o zgłoszenie ewentualnego sprzeciwu na podjęcie takiego środka w terminie do dnia 15 stycznia 2019 r. Do KNF nie wpłynął żaden sprzeciw co do podjęcia niniejszego środka, ani nie zgłoszono uwag co do jego treści.

## **6. Brak skutku dyskryminującego podjęcia niniejszej decyzji w odniesieniu do świadczonych usług lub działalności prowadzonej z innego państwa członkowskiego (art. 42 ust. 2 lit. e Rozporządzenia)**

Należy stwierdzić, że wprowadzony niniejszą decyzją zakaz nie ma skutku dyskryminującego w odniesieniu do usług lub działalności świadczonych z innego państwa członkowskiego. Niniejszy zakaz obowiązuje wszystkich dostawców opcji binarnych w takim samym stopniu, niezależnie od państwa, w którym znajduje się siedziba dostawcy, czy też miejsca skąd świadczone są usługi.

## **7. Przeprowadzenie konsultacji z organami publicznymi dla nadzoru, administracji i regulacji rynków fizycznych produktów rolnych (art. 42 ust. 2 lit. f Rozporządzenia)**

W związku z tym, że niniejsza interwencja produktowa może odnosić się do instrumentów pochodnych bazujących na towarach rolnych, KNF pismem z dnia 21 grudnia 2018 r. sygn.. DAZ-W7.456.1.2018 zwróciła się do Ministra Rolnictwa i Rozwoju Wsi, tj. organu publicznego właściwego do sprawowania nadzoru, administrowania i regulacji rynków towarów rolnych zgodnie z treścią rozporządzenia Rady (WE) nr 1234/2007, o wyrażenie opinii w sprawie podjęcia przez KNF przedmiotowej interwencji produktowej. W piśmie z dnia 4 stycznia 2019 r., sygn.. F.ks.071.208.2018 Minister Rolnictwa i Rozwoju Wsi poinformował, że nie zgłasza uwag wobec planowanego wprowadzenia przedmiotowej interwencji produktowej. Podkreślenia wymaga, że również w toku konsultacji prowadzonych przez ESMA na podstawie art. 40 ust. 3 lit. c Rozporządzenia, żaden z organów publicznych właściwych do sprawowania nadzoru, administrowania i regulacji rynków towarów rolnych nie zgłosił sprzeciwu wobec podjęcia tymczasowej interwencji dotyczącej opcji binarnych.

## **8. Przeprowadzenie konsultacji z ESMA oraz pozostałymi właściwymi organami nadzoru (art. 42 ust. 3 Rozporządzenia) oraz uzyskanie opinii ESMA w sprawie uzasadnienia oraz proporcjonalności niniejszej decyzji (art. 43 ust. 3 Rozporządzenia)**

W dniu 27 lutego 2019 r. KNF przekazała do ESMA szczegółowe informacje w sprawie planowanej przedmiotowej interwencji produktowej. W odpowiedzi, w dniu 26 marca 2019 r. ESMA wydał opinię (ESMA35-43-1797), w której stwierdził, że planowana przez KNF przedmiotowa interwencja produktowa jest uzasadniona i proporcjonalna.

## **V. Ogłoszenie oraz wejście w życie niniejszej decyzji**

Zgodnie z art. 23h ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym niniejsza decyzja podlega ogłoszeniu w Dzienniku Urzędowym Komisji Nadzoru Finansowego.

Niniejsza decyzja wchodzi w życie w dniu 2 lipca 2019 r.

Mając powyższe na uwadze uzasadnione jest podjęcie rozstrzygnięcia jak w sentencji niniejszej decyzji.

## **POUCZENIE**

Niniejsza decyzja jest ostateczna.

Prawo do wniesienia skargi do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego na niniejszą decyzję na podstawie art. 3 § 2 pkt 4 ustawy z dnia 30 sierpnia 2002 r. – Prawo o postępowaniu przed sądami administracyjnymi (j.t. Dz. U. z 2018 r. poz. 1302, ze zm.; dalej jako „Ppsa”) przysługuje każdemu, kto ma w tym interes prawny (art. 50 § 1 Ppsa).

Skargę do sądu administracyjnego, zgodnie z art. 53 § 2 w związku z art. 54 § 1 Ppsa, wnosi się za pośrednictwem Komisji Nadzoru Finansowego w terminie trzydziestu dni od dnia, w którym skarżący dowiedział się o wydaniu niniejszej decyzji. Zgodnie z art. 61 § 1 Ppsa wniesienie skargi do sądu administracyjnego nie wstrzymuje wykonania decyzji KNF.

Wpis stały od skargi wynosi 200 zł (§ 2 ust. 6 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 16 grudnia 2003 r. w sprawie wysokości oraz szczegółowych zasad pobierania wpisu w postępowaniu przed sądami

administracyjnymi; Dz. U. Nr 221, poz. 2193, ze zm.). Istnieje możliwość ubiegania się przez wnoszącego skargę o zwolnienie od kosztów albo przyznanie prawa pomocy w trybie i na zasadach określonych w art. 243-263 Ppsa oraz na podstawie rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 sierpnia 2015 r. w sprawie określenia wzoru i sposobu udostępniania urzędowego formularza wniosku o przyznanie prawa pomocy w postępowaniu przed sądami administracyjnymi oraz sposobu dokumentowania stanu majątkowego, dochodów lub stanu rodzinnego wnioskodawcy (Dz. U. poz. 1257, ze zm.).

W imieniu Komisji Nadzoru Finansowego

Przewodniczący

Komisji Nadzoru Finansowego

*Jacek Jastrzębski*