

17 kwietnia 2025 roku

Stanowisko UKNF w odniesieniu do wybranych aspektów dot. tworzenia, oznaczania i dystrybucji produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części praw z papierów wartościowych

Na polskim i zagranicznych rynkach finansowych coraz większą popularność zyskują produkty umożliwiające inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych, takich jak akcje lub *exchange-traded funds* (ETF). Ich celem jest zapewnienie proporcjonalnej partycypacji w zmianach cen tych instrumentów oraz uzyskiwania świadczeń odpowiadających ułamkowej wartości pożytków z danego, bazowego papieru wartościowego. Produkty te bywają nieprawidłowo nazywane „akcjami ułamkowymi”.

W związku z tym zjawiskiem, 28 marca 2023 roku Europejski Urząd Giełd i Papierów Wartościowych („ESMA”) opublikował oświadczenie pt. *Public Statement on derivatives on fractions of shares*¹. Jego celem było wyjaśnienie stosowania niektórych wymogów ochrony inwestorów wynikających z MiFID II² oraz aktów wykonawczych do tej dyrektywy w odniesieniu do instrumentów pochodnych, których cena lub wartość opiera się na ułamkowej części akcji.

Firmy inwestycyjne, przy tworzeniu, kwalifikacji i dystrybucji różnych form produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych, powinny brać pod uwagę zagrożenia, na które zwracamy uwagę w stanowisku.

Konstrukcje prawne

Konstrukcja prawna produktu umożliwiającego inwestowanie w części ułamkowe papierów wartościowych ma kluczowe znaczenie dla praw przysługujących ich nabywcom. Przyjęta konstrukcja prawna decyduje m.in. o podmiocie uprawnionym z instrumentu bazowego, prawie do rozporządzania nabytym instrumentem, źródle pochodzenia przyznawanych świadczeń³ oraz zakresie ochrony w ramach systemu rekompensat. W przypadku produktów opartych na akcjach, konstrukcja ta przesądza również o tym, komu może zostać przyznane prawo poboru oraz kto jest uprawniony do uczestnictwa w wydarzeniach korporacyjnych, w tym do wykonywania prawa głosu.

¹ Public Statement on derivatives on fractions of shares, 28 marca 2023 roku, ESMA35-43-3547 („Oświadczenie ESMA”) https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-03/ESMA35-43-3547_Public_Statement_on_fractional_shares.pdf

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 173, str. 349 ze zm.)

³ To znaczy, czy świadczenie jest przekazywane przez firmę i wynika z realizacji zobowiązania umownego czy jego źródłem jest wykonywane przez klienta jako akcjonariusza prawo własności.

Produkty umożliwiające inwestowanie w części ułamkowe papierów wartościowych, jako prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny lub wartości instrumentów finansowych, mogą niewątpliwie być kwalifikowane jako instrumenty pochodne⁴. Na taką kwalifikację wskazuje również stanowisko wyrażone w Oświadczeniu ESMA.

Do kategorii instrumentów pochodnych można zaliczyć w szczególności produkty oraz umowy, w których klient nabywa proporcjonalną ekspozycję na ryzyko rynkowe części ułamkowej instrumentu bazowego, ale w ramach produktu lub umowy nie przysługuje mu prawo własności ani roszczenie o wydanie instrumentu bazowego czy jego ułamkowej części.

Istotnym czynnikiem klasyfikacji produktu jako instrumentu pochodnego jest powstałe w ramach tego stosunku prawnego ryzyko kredytowe kontrahenta. Podstawą otrzymywania świadczeń jest bowiem zobowiązanie twórcy produktu (np. firmy inwestycyjnej) i to on jest ich źródłem, nawet jeżeli ten twórca jest jednocześnie właścicielem bazowego papieru wartościowego. W takiej relacji klient jest wyłącznie ekonomicznym beneficjentem instrumentu bazowego, ponieważ jego jedynym uprawnieniem jest roszczenie o spełnienie ustalonych świadczeń pieniężnych. Takiemu klientowi nie przysługuje natomiast ochrona analogiczna do tej, jaką objęte są należące do klienta firmy inwestycyjnej instrumenty finansowe zgromadzone i przechowywane w tej firmie inwestycyjnej.

Podobnymi rozwiązaniami, choć dotyczącymi akcji, są np. kontrakty na różnicę zapewniające partycypację w cenie instrumentu bazowego bez dźwigni, tj. w których stosunek ceny kontraktu do ceny aktywa bazowego jest zawsze równy 1:1 oraz certyfikaty *tracker*. W obu tych przypadkach ich głównym celem jest umożliwienie inwestorowi pełnej partycypacji w cenie bazowego instrumentu finansowego.

Polskie prawo przewiduje, że ułamkowe części akcji w spółkach akcyjnych są zbywalne⁵. Możliwe jest zatem rozporządzanie udziałem w akcji przysługującym współuprawnionym w ramach współwłasności akcji w częściach ułamkowych.

W przypadku stosunku zobowiązaniowego dotyczącego praw z części akcji, wykreowanego pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem, klient nie może swobodnie dysponować udziałami, częściami ułamkowym akcji (papieru wartościowego), bo nie jest on jej współwłaścicielem, a jedynie dysponentem praw wynikających z jej części. Oznacza to, że nie może on zbyć części akcji, może za to rozporządzać prawem wynikającym z ułamkowej części tej akcji.

Na niektórych rynkach zagranicznych występują produkty oparte na konstrukcjach prawa cywilnego, zasadzie swobody umów albo na częściach ułamkowych papierów wartościowych. Jest to możliwe, gdy kreacja takich instrumentów jest przewidziana przez odpowiednie regulacje. Rozwiązania te bazują na przepisach właściwych dla danej jurysdykcji, najczęściej

⁴ zgodnie z definicją z art. 3 pkt 28a) ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t. j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 ze zm., „ustawa o obrocie”)

⁵ art. 337 § 6 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (t. j. Dz. U. z 2024 r. poz. 18 ze zm.)

opartych na systemie *common law*, które mogą istotnie różnić się od polskich regulacji, przez co nie jest możliwe przeniesienie ich na grunt krajowy⁶. Produkty lub umowy w takiej formie, w oparciu o polskie prawo, mogą być instrumentami pochodnymi.

Obowiązki związane z prawidłowym tworzeniem i dystrybucją produktu

Firmy inwestycyjne, prowadząc działalność maklerską, są zobowiązane działać w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klientów⁷. Obowiązek ten obejmuje proces tworzenia i dystrybucji produktów umożliwiające inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych, jako bezpośrednio związany z działalnością maklerską.

Choć Oświadczenie ESMA odnosi się do instrumentów pochodnych, to zgodnie z nim „wszelkie inne struktury udziałów ułamkowych powinny być oczywiście równie jasno, uczciwie i kompleksowo opisane i ujawnione”⁸. Ponadto „(...) inne struktury udziałów ułamkowych również budzą pewne obawy związane z ochroną inwestorów i (...) niektóre z wyjaśnień podanych w niniejszym oświadczeniu mogą być również istotne dla takich struktur”⁹.

Firmy muszą zatem zapewnić, żeby klienci nabywający jakikolwiek rodzaj produktu umożliwiające inwestowanie w części ułamkowe papierów wartościowych byli objęci ochroną prawną związaną ze statusem klienta firmy inwestycyjnej. Dotyczy to m.in. zgodności z wymogami zarządzania produktowego¹⁰, właściwego przeprowadzenia oceny adekwatności oraz prawidłowego wykonywania obowiązków informacyjnych wobec klienta.

Zasady zarządzania produktowego wymagają, aby emitowanie lub wystawienie instrumentów finansowych, w tym ze względu na ich cechy, nie miało negatywnego wpływu na grupę docelową¹¹. Już na wczesnym etapie firmy muszą bowiem unikać potencjalnych zagrożeń związanych z nieprzestrzeganiem zasad dotyczących ochrony inwestora oraz ograniczać te zagrożenia¹².

Z tego względu, niedopuszczalna jest dystrybucja produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych w formie, która choć prowadzi do osiągnięcia

⁶ W tym kontekście nie ma znaczenia uznanie ich za zgodne np. z prawem cypryjskim przez Cypryjską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (CySEC) CySEC, Circular no. C659 dated 26 September 2024. *Fractionalisation of Shares*, <https://www.cysec.gov.cy/CMSPages/GetFile.aspx?guid=e60dfefe-aacb-4da9-b2f6-7ebbc1e2fd43>

⁷ art. 83c ust. 1 ustawy o obrocie

⁸ Oświadczenie ESMA, str. 2, przypis, tłumaczenie własne UKNF

⁹ Oświadczenie ESMA, str. 1, tłumaczenie własne UKNF

¹⁰ Zgodnie z motywem 18 preambuły do Dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniającej 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 (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 500 z późn. zm.) („**Dyrektywa delegowana 2017/593**”), „(...) zasady zarządzania produktami powinny mieć zastosowanie do wszystkich produktów sprzedawanych na rynkach pierwotnych i wtórnych, bez względu na rodzaj oferowanego produktu lub świadczonej usługi oraz na wymogi mające zastosowanie w miejscu sprzedaży”

¹¹ § 33 ust. 2 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 listopada 2024 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. z 2024 r. poz. 1735)

¹² Motyw 15 preambuły do Dyrektywy delegowanej 2017/593

potrzeb inwestycyjnych ich nabywców, to niesie ze sobą nieadekwatne dla nich ryzyka, mające w konsekwencji negatywny wpływ na prawa inwestorów (np. brak objęcia posiadanych produktów systemem rekompensat).

Oznaczanie produktów

Niezależnie od zastosowanej konstrukcji prawnej, firmy inwestycyjne mają obowiązek zapewnić, żeby wszelkie informacje kierowane do klientów lub potencjalnych klientów, w tym upowszechniane w celu reklamy lub promocji świadczonych usług, były rzetelne oraz nie wzbudzały wątpliwości ani nie wprowadzały w błąd. Co więcej, treść i forma takich informacji powinna być prezentowana w taki sposób, aby klient lub potencjalny klient, do którego jest kierowana informacja lub który może się z taką informacją zapoznać, mógł zrozumieć charakter instrumentu finansowego oraz ryzyko z nim związane¹³.

Obowiązek ten precyzuje Rozporządzenie delegowane 2017/565¹⁴, zgodnie z którym informacje kierowane przez firmy inwestycyjne są dokładne i zawsze w sposób rzetelny i wyraźny sygnalizuje się w nich wszelkie zagrożenia przy wskazywaniu potencjalnych korzyści usługi inwestycyjnej lub instrumentu finansowego. Przedstawia się je w sposób, który jest odpowiedni i zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy, do której są skierowane lub do której mogą dotrzeć, i nie ukrywa się, nie umniejsza ani nie przedstawia w sposób niejasny istotnych elementów, stwierdzeń lub ostrzeżeń¹⁵.

Firmy inwestycyjne nie mogą używać terminu „akcje ułamkowe” w odniesieniu do produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części praw z papierów wartościowych, przy czym inwestor nie jest prawnym właścicielem części ułamkowej papieru wartościowego, w tym akcji, ale ekonomicznym beneficjentem odpowiadających temu ułamkowi świadczeń przysługujących posiadaczowi papieru wartościowego.

Oznaczanie produktów, których źródłem jest inna konstrukcja prawna i z którymi wiążą się inne uprawnienia oraz ryzyka niż wynikające z posiadania akcji, nie może sugerować, że są one w swojej istocie i konstrukcji instrumentami finansowymi w rodzaju akcji bądź, że ich posiadacze są współwłaścicielami akcji w odpowiednich częściach.

Takie określenie nie jest precyzyjne i posługiwanie się nim jest naruszeniem wspomnianych przepisów. Co więcej, wprowadza ono klientów i potencjalnych klientów w błąd, ponieważ korzysta z nazewnictwa zastrzeżonego dla konkretnego rodzaju instrumentów finansowych i jest istotnym elementem zwracającym uwagę na dany produkt. Nawet, w przypadku gdy w materiałach przekazywanych klientom wyjaśniona zostanie jego konstrukcja, to stosowana

¹³ art. 83c ust. 2 i 3 ustawy o obrocie

¹⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające 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. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 1 ze zm.)

¹⁵ art. 44 ust. 2 lit. b), d) i e) Rozporządzenia delegowanego 2017/565

nazwa produktu wciąż nie będzie dokładna, a dodatkowo stanie się niespójna z ogółem przekazu informacyjnego.

W odniesieniu do innych papierów wartościowych, takich jak tytuły uczestnictwa w ETF, oznaczenie „akcja ułamkowa” w żadnym stopniu nie odnosi się do charakteru instrumentu bazowego, jakim jest fundusz notowany na giełdzie i podobnie – wprowadza klienta w błąd co do rzeczywistego charakteru instrumentu.

Prawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych

Poza prawidłowym nazewnictwem, z przywołanych przepisów wynika, że wszelkie informacje na temat produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych powinny jasno i w sposób niebudzący wątpliwości prezentować oraz opisywać ich charakter. Prawa inwestorów i charakter produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych należy ujawniać każdorazowo w przygotowywanych procedurach, regulaminach bądź innych tego rodzaju dokumentach¹⁶.

Wskazane ujawnienia powinny obejmować szczególnie odrębność tych produktów od akcji i ETF, a także specyficzne ryzyka związane z ich konstrukcją, które nie wynikają z bazowych papierów wartościowych. Są to np. wspomniane ryzyko kredytowe kontrahenta związane ze źródłem świadczeń z tych produktów czy wynikające z treści stosunku zobowiązaniowego pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną ograniczenie zbywalności przez klienta wyłącznie w stosunku do firmy inwestycyjnej.

Konieczne jest także wyraźne wskazanie różnic w uprawnieniach, jakie przysługiwałyby inwestorom, gdyby posiadali bezpośrednio papiery wartościowe, np. akcje lub tytuły uczestnictwa w ETF. Wszelkie uprawnienia lub ich brak, (np. brak prawa własności, albo brak prawa do głosowania) oraz wszelkie ryzyka, jakie ponoszą nabywając taki produkt, jako elementy istotne dla inwestora, powinny być prezentowane w sposób niebudzący wątpliwości w przekazywanej dokumentacji i materiałach marketingowych.

W przypadku produktów nabywanych na zasadzie współwłasności, z uwagi na różnorodność stosowanych na rynku rozwiązań, dobrą praktyką będzie informowanie klienta w dokumentach informacyjnych o stosowanej konstrukcji prawnej i związanymi z nią potencjalnymi ryzykami.

¹⁶ w szczególności w regulaminie świadczenia usług i ogólnym opisie instrumentów finansowych