

Plany podniesienia poziomu ochrony konsumenta jako inwestora detalicznego w prawie Unii Europejskiej

Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Założenia legislacyjne Komisji Europejskiej
 1. Zidentyfikowane problemy
 2. Cele i środki przyszłych działań
- III. Wcześniejszy raport dotyczący pozycji inwestora detalicznego
- IV. Postulaty zmian w prawie Unii Europejskiej
 1. Bieżący stan prawny i potrzeba ujednoczenia
 2. Uproszczenie opłat
 3. Wiarygodność doradztwa
 4. Jakość doradztwa
- V. Podsumowanie

Streszczenie

W świetle zapowiedzi Komisji Europejskiej nowych prac legislacyjnych ogłoszonych w maju 2022 r., które mają na celu podniesienie poziomu ochrony konsumenta na rynku kapitałowym jako inwestora detalicznego, artykuł bierze pod uwagę planowane działania. W artykule oceniono je przez pryzmat dotychczasowych postulatów w zakresie zmian w przepisach, i wskazano na najistotniejsze potrzeby i najbardziej palące problemy. Podstawą analiz są wcześniejsze raporty, a także rozwiązania krajowe w niektórych państwach członkowskich UE. W szczególności zwraca się uwagę na potrzebę uproszczenia systemu aktów prawnych w UE dotyczących inwestorów detalicznych, podniesienie transparentności w zakresie opłat oraz zapewnienie wiarygodnego doradztwa inwestycyjnego o wysokiej jakości.

Słowa kluczowe: rynek kapitałowy; inwestor detaliczny; konsument; ochrona konsumenta usług finansowych.

JEL: D18, G24, K22, K23

* Adwokat; doktorant na WPAiE Uniwersytetu Wrocławskiego; absolwent WPIA Uniwersytetu Warszawskiego oraz University of Cambridge and University of Warsaw British Law Centre. ORCID: 0000-0002-7945-8422.

I. Wprowadzenie

Przedmiotem niniejszego artykułu jest omówienie planów legislacyjnych Komisji Europejskiej w zakresie podniesienia poziomu ochrony inwestora detalicznego, a zatem konsumenta inwestującego na rynku kapitałowym, które zostały przedstawione wiosną 2022 roku jako zapowiedź przyjęcia i publikacji planu działania KE pod roboczą nazwą *Retail Investor Package* (Komisja Europejska, 2022a), która planowana jest na czwarty kwartał 2022 roku (Komisja Europejska, 2022b)¹. Słuszność zapowiadanych do przyjęcia w formie projektów dyrektyw i rozporządzeń UE założeń zostanie oceniona w świetle wcześniejszych analiz i ocen, prezentowanych zarówno przez doktrynę, jak i instytucje nadzorcze, mając na uwadze obecnie obowiązujące prawo UE dotyczące ochrony konsumenta jako inwestora kapitałowego. W artykule zastosowana zostanie metoda doktrynalno-prawna, a także pomocniczo metoda prawno-porównawcza.

II. Założenia legislacyjne Komisji Europejskiej

W dokumencie ogłoszonym 3 maja 2022 roku (Komisja Europejska, 2022a) Komisja Europejska ogłosiła i przedstawiła do konsultacji założenia do nowego planu działań, a zatem jednej z wielu form ogłaszania przez KE intencji działania, realizacji transparentności procesu legislacyjnego i przygotowania przedsiębiorców i konsumentów na nowo powstające bądź zmieniające się przepisy prawa UE. Jest to jeden z wielu elementów szerokiego zbioru tzw. *soft law* – znajdującego swoją rację bytu w art. 288 TFUE i mającego wielowątkowe znaczenie w procesie legislacyjnym UE. Szczególnie dotyczy on badania opinii interesariuszy i charakteru pilotażowego, ukierunkowania działań podmiotów, do których jest adresowany dany typ aktów prawnych oraz roli mającej znaczenie jako element realizacji obowiązku uzasadnienia i wskazywania podstaw aksjologicznych zapowiadanego uchwalania wiążących aktów prawa pochodnego UE (Biernat, 2011, s. 27–28). W rzeczonyj zapowiedzi, stanowiącej konkretyzację zapowiedzi działania przedstawionej rok wcześniej, gdzie stwierdzono, że „zakres informacji może być różny dla poszczególnych instrumentów, co może utrudnić konsumentom podejmowanie decyzji inwestycyjnych odpowiadających ich potrzebom”, co oznacza potrzebę zapewnienia, aby inwestor detaliczny miał możliwość korzystania z odpowiedniej ochrony, pozbawionych uprzedzeń porad i sprawiedliwego traktowania, otwartych rynków oferujących różnorodne, konkurencyjne i efektywne kosztowo usługi i produkty finansowe, oraz przejrzystych, porównywalnych i zrozumiałych informacji o produktach (Komisja Europejska, 2021, s. 1–2). KE stwierdza, że pakiet zapowiadanych działań ma być ukierunkowany na zwiększenie udziału konsumentów w rynkach kapitałowych poprzez zapewnienie niezbędnego poziomu zaufania inwestorów detalicznych (Komisja Europejska, 2022a, s. 3). KE deklaruje zatem, że dąży do zapewnienia, że ramy prawne dotyczące inwestycji detalicznych wzmacniają pozycję konsumentów, zwiększają ich udział w rynkach kapitałowych i pomagają w zapewnieniu lepszych wyników rynkowych. Całość zapowiadanych działań zawiera się zaś w szeroko pojętym programie KE o Unii Rynków Kapitałowych, którego głównym celem jest zwiększenie odsetka inwestorów detalicznych. Przekładać ma się to takżena podnoszenie możliwości wyboru źródeł finansowania na różnych etapach rozwoju ekonomicznego firm i uniezależnienie ich od kredytu

¹ Termin ogłoszenia projektów nowelizacji przepisów został przesunięty na początek kwietnia 2023 roku – wówczas planowane jest formalne przyjęcie projektów przez Kolegium Komisarzy i przesłanie ich do Parlamentu Europejskiego i Rady.

bankowego stanowiącego obecnie główne źródło finansowania, a także zaoferowanie źródła finansowania przedsięwzięć gospodarczych, bogatego wyboru produktów i wyższej stopy zwrotu inwestorom detalicznym (Komisja Europejska, 2015, s. 4).

Inicjatywa KE jest dwutorowa i co do zasady obejmuje następujące kategorie działań. Po pierwsze, chodzi o ocenę istniejących, uchwalonych i obowiązujących właściwych przepisów UE dotyczących ochrony inwestorów, przez pryzmat ich skuteczności, efektywności, stosowności, spójności i ich wartości dodanej przy uchwaleniu na poziomie prawa UE. Mamy tutaj do czynienia z wymiarem retrospektywnym, powiązany z koncepcją ekonomii prawa i oceną skutków regulacji dokonywanej *ex post*. Do czego zresztą KE ma mandat i jest zobowiązana na podstawie przepisów znajdujących się w dyrektywach i rozporządzeniach określanych zbiorczo jako „klauzule przeglądowe” (*review clauses*). Po drugie zaś, działanie dotyczy przeprowadzenia analiz i możliwości uchwalenia nowych przepisów prawa powszechnie obowiązującego, mającego formę zmian w dotychczas istniejących przepisach bądź uchwaleniu nowych kategorii. Jest to zatem ocena możliwości, słuszności i efektywności skutków przyszłych regulacji w wymiarze perspektywicznym².

1. Zidentyfikowane problemy

Wskazując na aktualny problem, który zapowiadany plan działań KE chce rozwiązać, podkreśla się przede wszystkim fakt niekorzystania przez konsumentów w wystarczający sposób – głównie mając na uwadze wysoki poziom oszczędności³ – z rynków kapitałowych w celu zaspokojenia ich zwiększonych potrzeb emerytalnych. Potrzeby te wynikają zaś z zachodzących w Europie zmian demograficznych, które prowadzą do zwiększenia obciążenia systemów emerytalnych i obniżenia stopy zastąpienia wynagrodzenia przez świadczenie emerytalne (Pleśniak, 2014, s. 43). Ogólnie biorąc, mniej niż połowa europejskich gospodarstw domowych (43%) inwestuje w jakikolwiek rodzaj produktu finansowego. z godnym uwagi wyjątkiem Szwecji, gdzie inwestuje ponad 60% gospodarstw domowych (Blackrock, 2017).

KE wskazuje ogólnikowo na szereg zidentyfikowanych *prima facie* przyczyn tego problemu (Komisja Europejska, 2022a, s. 2). Przede wszystkim są to trudności inwestorów detalicznych w podejmowaniu prawidłowych decyzji inwestycyjnych z powodu niewystarczającego poziomu wiedzy finansowej, w tym wiedzy na temat zrównoważonych inwestycji. Ponadto wskazuje się na trudności w zrozumieniu i porównaniu informacji o produktach, wynikające z nadmiaru lub złożoności informacji oraz niespójności przepisów w różnych jurysdykcjach w ramach UE, z uwagi na kwestie nieobjęte pełną harmonizacją bądź uregulowane wyłącznie na poziomie prawa krajowego.

W drugiej kolejności wskazuje się na kwestie związane z brakiem zaufania i niewystarczająco rzetelnym procesem sprzedaży produktów inwestycyjnych, co prowadzi do niskiej wiarygodności i jakości świadczonych usług doradztwa inwestycyjnego. Przyczyny tego stanu upatruje się w strukturze wynagrodzeń doradców i kosztów produktów – co prowadzi do nieobiektywnego doradztwa – oraz w często zbyt niskim poziomie wiedzy u samych „doradców”, skutkującym jedynie fasadowym doradztwem, niewspierającym faktycznie konsumentów. Sytuacji w tym zakresie nie poprawia praktyka rynkowa – wynikająca również z ram prawnych i nadzorczych – zgodnie z którą

² Oczywiście w przypadku przepisów prawa UE powiązana także z analizą zgodności z zasadą proporcjonalności i pomocniczości w Unii Europejskiej.

³ Przekłada się to przykładowo na spadające zaangażowanie oszczędności mieszkańców Unii Europejskiej w instrumenty na rynku kapitałowym, co powoduje spadek z 28% w 1975 r. do 10–11% od 2007 r. odsetka udziałów w spółkach handlowych w Europie będących własnością europejskich gospodarstw domowych (OEE i IODS, s. 4).

oceny odpowiedniości i adekwatności dotyczą i dokonywane są na poziomie poszczególnych produktów, nie zaś na portfelach inwestycyjnych. Nie ma zatem próby analizy czy produkt jest odpowiedni dla konsumenta, np. w świetle całości jego dotychczasowych inwestycji i bieżącego zaangażowania w instrumenty o danym ryzyku.

Warto odnotować, że oprócz przyczyn, które można zaklasyfikować jako te dotyczące potrzeby chronienia konsumenta czy też zapewniania dodatkowej informacji, czy wyjaśnień, zwraca się uwagę na fenomen zbyt restrykcyjnych środków ochronnych dla niektórych inwestorów posiadających wystarczającą wiedzę i doświadczenie. Wskazuje to na potrzebę lepszego urzeczywistnienia zasady proporcjonalności w przepisach, tak aby były one dostosowane do potrzeb i celu legislacji, a nie tworzyły ograniczeń, które będą stanowiły utrudnienie zarówno dla samych inwestorów detalicznych, jak i dla rozwoju rynku.

Czwartą i ostatnią kwestią jest niedostosowanie ram ochrony inwestorów, które muszą być dostosowane do konieczności coraz częstszego korzystania przez inwestorów detalicznych ze środków cyfrowych, aby lepiej zarządzać wynikającym z tego ryzykiem. W szczególności chodzi tutaj o zapewnienie właściwej edukacji na temat sposobu komunikowania się z dostawcą produktów inwestycyjnych za pośrednictwem kanałów zdalnych – elektronicznych i mobilnych, w tym przy korzystaniu z tzw. robo-doradztwa. Jest to postulat, którego nie da się zrealizować jednorazowym działaniem legislacyjnym, lecz wymaga on dla swojego urzeczywistnienia rozsądnego i proporcjonalnego podziału szczególowości między poziomem legislacyjnym a regulacyjnym i nadzorczym, zgodnie z procesem Lamfalussy'ego (Lamfalussy i in., 2001, s. 27 i nast.). Z jednej strony musi on zapewnić odpowiednio jasne i elastyczne założenia, zasady i cele legislacji, mające na celu dostosowywanie ram prawnych, w tym wymogów o charakterze technicznym i regulacyjnym, do zmieniającego się otoczenia rynkowego i konsumenckiego. Po wejściu w życie Traktatu z Lizbony⁴, proces Lamfalussy'ego znalazł oparcie w przepisach traktatowych, które zreformowały system aktów prawa pochodnego UE, ustanawiając hierarchię aktów tegoż prawa pochodnego, rozdzielając dwa zakresy aktów ustawodawczych i nieustawodawczych (Barcz, 2012, s. 6). Dodatkowo wyrugować należy działania niepożądane, takie jak pseudo-porady w mediach społecznościowych, które stanowią istotne i brzemiennie w negatywne dla konsumentów skutki narzędzie zniechęcania ich do inwestowania na rynku kapitałowym w produkty odpowiednie dla inwestycji detalicznych.

2. Cele i środki przyszłych działań

Ze względu na powyższe, plany działań KE obejmować mają następujące cele. Po pierwsze, umocnienie inwestorów detalicznych do podejmowania decyzji inwestycyjnych odpowiadających ich osobistym ograniczeniom, potrzebom, celom i preferencjom (w tym w zakresie zrównoważonego rozwoju) oraz zapewnienie im sprawiedliwego traktowania. Po drugie, konieczne jest zbudowanie zaufania inwestorów detalicznych do rynków kapitałowych poprzez zapewnienie odpowiedniej ochrony inwestorów i pokazanie im, że rynki te mają do zaoferowania produkty inwestycyjne odpowiednio zyskowne i o właściwym profilu ryzyka, odpowiadającym zapotrzebowaniu danego konsumenta (Rutkowska-Tomaszewska, 2018, s. 23–25). Po trzecie, ze względu na postępującą szybko cyfryzację rynków kapitałowych, konieczne jest dostosowanie ram prawnych ochrony

⁴ Traktat z Lizbony zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską – podpisany 13 grudnia 2007 r. w Lizbonie (Dz.Urz. UE C nr 306 z 17.12.2007, s. 1).

inwestorów detalicznych do nowej rzeczywistości cyfrowego środowiska, w którym następuje przede wszystkim relacja z dostawcami produktów inwestycyjnych.

Dla zrealizowania powyższych celów KE wskazuje środki, jakie przewiduje do podjęcia w celu zaradzenia zidentyfikowanym powyżej problemom. W pierwszej kolejności, przewiduje się rozbudowę i uszczegółowienie przepisów dotyczących systemów ujawniania informacji oraz wsparcie dla działań na poziomie państw członkowskich, które miałyby podnosić poziom wiedzy na temat finansów wśród konsumentów⁵.

Po drugie, zakłada się wprowadzenie przepisów, które będą pozwalały na wyłączenie problemu konfliktu interesów doradców w ramach zapewnianego doradztwa w procesie inwestycyjnym. Szczególnie należy tutaj zakładać ograniczenia w ramach tzw. zachęt (*inducements*), które powodują, że klient nie ponosi bezpośrednio kosztu doradztwa, gdyż marżę doradcy wypłaca twórca produktu inwestycyjnego. Jednocześnie przewiduje się wprowadzenie minimalnych standardów wiedzy i doświadczenia z obowiązkiem stałego aktualizowania stanu wiedzy przez osoby będące sprzedawcami czy doradcami w zakresie produktów inwestycyjnych dla konsumentów.

Po trzecie, przewiduje się podjęcie działań w celu ujednoczenia ram prawnych, uproszczenia i zapewnienia spójności przepisów w różnych sektorowych instrumentach prawnych. Prawdopodobnie chodzi tutaj o stworzenie jednolitych przepisów dla wszystkich rynków kapitałowych konsumenckich, w zakresie definicji, obowiązków informacyjnych lub wymogów wiedzy na poziomie doradców.

Po czwarte, zakłada się także zmianę paradygmatu w zakresie przeprowadzania oceny odpowiedniości i adekwatności produktu dla danego konsumenta poprzez odejście od podejścia przedmiotowego, skoncentrowanego na charakterystyce danego produktu i przejścia do podejścia podmiotowego, skupionego na konsumencie, jego potrzebach, cechach i celach inwestycyjnych.

Po piąte, planowane jest lepsze dostosowanie przepisów do zmieniających się realiów cyfryzacji w celu uwzględnienia bezpiecznego rozwoju technologii cyfrowych i ich zastosowania przez i dla inwestorów detalicznych.

III. Wcześniejszy raport dotyczący pozycji inwestora detalicznego

Jak wspomniano wcześniej, zagadnienia zaktywizowania konsumentów jako inwestorów detalicznych na rynkach kapitałowych było kluczowym zagadnieniem koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, na które zwracano uwagę już w pierwotnym planie działań dotyczącym CMU z 2015 roku, podkreślając zapowiedź „prowadzenie monitoringu rynku i oceny sytuacji w zakresie europejskich rynków detalicznych produktów inwestycyjnych, w tym kanałów dystrybucji i doradztwa inwestycyjnego” (Komisja Europejska, 2015, s. 22). Dlatego też już wcześniej podejmowane były próby analiz w tym zakresie, stanowiące podstawy do uregulowania w dodatkowy sposób rzeczony kwestii⁶.

Warto zwrócić uwagę przede wszystkim na raport KE „Distribution systems of retail investment products across the European Union – final report” opublikowany w kwietniu 2018 roku (Komisja Europejska, 2018). Celem tego raportu była ocena funkcjonowania systemów dystrybucji

⁵ Brak możliwości inicjatywy legislacyjnej wynika z faktu, iż edukacja jest jedynie kompetencją wspierającą, zgodnie z art. 6 TFUE.

⁶ W niniejszym artykule omówiono jeden raport autorstwa Komisji Europejskiej, mając na uwadze tożsamość autora raportu oraz inicjatora procedury prawodawczej w UE. Niemniej jednak pojawiają się inne raporty, których wnioski są również interesujące w kontekście sformułowanych postulatów *de lege ferenda* – por. ESMA, 2022.

produktów inwestycyjnych konsumentom, w szczególności porównanie rodzajów i wysokości opłat, a także analiza zgodności treści ofert prezentowanych konsumentom z deklarowanymi przez nich oczekiwaniami, celami i horyzontami inwestycyjnymi czy akceptowalnym poziomem ryzyka związanego z inwestycją.

W pracach nad raportem, którego założeniem wyjściowym była próba jak najbardziej wiernego skopiowania zachowań mniej doświadczonych konsumentów usług finansowych poszukujących informacji i doradztwa na temat produktów inwestycyjnych (Komisja Europejska, 2018, s. 17), naśladowano zachowanie inwestora detalicznego, który szukał informacji na temat produktów inwestycyjnych, porady albo pomocy w zakresie wyboru produktu bądź produktów odpowiadających jego potrzebom. Dzięki takiej metodologii, możliwe było zidentyfikowanie trudności z perspektywy konsumenta, poruszającego się po rynkach kapitałowych.

Głównym wyzwaniem jest rozbieżność w jakości doradztwa i brak odpowiedniego traktowania konsumenta-inwestora. Pomimo istniejących w dyrektywie MiFID II wymogów, co do badania wiedzy i doświadczenia klienta, wpływających na możliwość świadomego podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz jego zdolności rozumienia rodzajów ryzyka i możliwości poniesienia strat finansowych, w wielu przypadkach badanie wykazało, że obowiązki te były traktowane powierzchownie (Komisja Europejska, 2018, s. 84–86). Zasadniczo jedynie kwestia oczekiwanego horyzontu inwestycji była analizowana przy doborze odpowiedniego produktu, nie zaś sytuacja konkretnego inwestora czy jego wiedza i doświadczenie.

W drugiej kolejności kwestia ryzyka i potencjalnych scenariuszy była prezentowana bardzo powierzchownie, przestając bardzo często na przedstawieniu wyników historycznych danego produktu inwestycyjnego, bez jakichkolwiek projekcji. Dodatkowo podkreślono fakt, że oferta prezentowana inwestorom detalicznym jest bardzo nieurozmaicona, a co gorsza na jej treść nie ma praktycznie żadnego wpływu rozmowa między doradcą a konsumentem, przedstawienie informacji o dotychczasowym doświadczeniu, chęci podejmowania ryzyka etc.

Po trzecie, dużym problemem dla konsumentów jest uzyskanie pełnej i jednocześnie możliwej do porównania z produktami innych dostawców dokumentacji dotyczącej danego produktu, w tym w szczególności dotyczącej opłat – nie tylko wysokości, lecz także rodzajów i częstotliwości. Raport wskazuje, że średnia wysokość kosztów waha się między państwami członkowskimi, również mediana kosztów jest różnorodna w wielu państwach (Komisja Europejska, 2018, s. 48–71). We wnioskach raportu wyraźnie zaznaczono, że znacząco utrudnia to możliwość porównywania różnych produktów inwestycyjnych.

Po czwarte, raport wskazuje, że dostępność wielu produktów inwestycyjnych jest niekiedy istotnie ograniczona w poszczególnych państwach członkowskich – zwłaszcza takie produkty, jak ETF, produkty emerytalne czy ubezpieczenia na życie. Zagadnienie to może wiązać się po pierwsze z niewystarczającą liczbą pośredników, ale jest to również skutek braku urzeczywistnienia jednolitego rynku wewnętrznego w tym sektorze. Nie jest to zatem kwestia do uregulowania na poziomie legislacyjnym, lecz stanowi efekt niejednolitego rozwoju rynków kapitałowych w poszczególnych państwach. By temu przeciwdziałać, należy tworzyć rozwiązania legislacyjne znoszące bariery wejścia dla dostawców produktów i wspierające działalność transgraniczną.

IV. Postulaty zmian w prawie Unii Europejskiej

1. Bieżący stan prawny i potrzeba ujednoczenia

Obecne ramy ochrony inwestorów detalicznych składają się z różnych instrumentów prawnych na poziomie prawa pochodnego UE, których celem jest z jednej strony harmonizacja przepisów UE, z drugiej zaś – stworzenie zintegrowanego rynku finansowego, na którym inwestorzy są skutecznie i w równym stopniu w poszczególnych państwach członkowskich chronieni oraz zabezpieczona jest efektywność i integralność całego rynku.

Zauważyć można, że mamy do czynienia z fenomenem integracji poszczególnych sektorów rynku usług finansowych, co skutkuje tym, że granice między usługami, np. ubezpieczeniowymi i inwestycyjnymi, zacierają się, a produkty oferowane konsumentom mogą zostać uznane *prima facie* zarówno za takie, jak i takie. Jednakże nadal widać silosowość ram prawnych w Unii Europejskiej, które to ramy nadal są skoncentrowane na podmiotach oferujących dane usługi i tworzące osobne systemy przepisów dla poszczególnych sektorów (Colaert, 2015, s. 1581–1583). Przepisy dotyczące ochrony inwestorów są rozproszone na wiele aktów prawnych⁷, co nie sprzyja budowaniu świadomości wśród konsumentów odnośnie do poziomu ochrony jako inwestorów i wprowadza ryzyko rozbieżności w treści regulacji. Ponadto kwestia oceny, który akt prawny należy stosować w przypadku danego produktu, staje się na tyle skomplikowana, że będąc przedmiotem oceny sądowej, musi być oceniana przez TSUE⁸. Pierwszym postulatem, który powinien być zatem rozważony przez Komisję Europejską, jest kwestia ujednoczenia legislacji bądź do pewnego stopnia skodyfikowania jej tak, by z jednej strony ułatwić działanie zgodnie z prawem dla dostawców produktów inwestycyjnych, z drugiej zaś – by umożliwić konsumentom łatwe dotarcie do informacji i zrozumienie cech produktu, który nabywają, możliwych zysków, rodzajów ryzyka związanych z inwestycją, kosztów i opłat. Konsument, poszukując produktu inwestycyjnego, nie zastanawia się jakiej formy prawnej produktu poszukuje, a co za tym idzie, nie bada do którego reżimu prawnego będzie się on zaliczał, a w konsekwencji jaki poziom ochrony i środki tejsze będzie mu zapewniał – brak właściwych kompetencji w zakresie rozumienia rodzajów ryzyka może prowadzić do podejmowania decyzji bezpodstawnych, mogących wywoływać negatywne skutki dla ich finansów osobistych (Decision Technology i in., 2010, s. 19).

Ujednoczenie przepisów byłoby szczególnie istotne w dwóch aspektach. W zakresie definicji – stworzenie jednolitego katalogu definicji legalnych pozwoliłoby na istotne podniesienie pewności prawa, a także ułatwiłoby znacząco porównywanie oferowanych produktów inwestycyjnych. Miałoby ono istotne znaczenie również przy informacji przedkontraktowej. Stworzenie jednolitego formularza informacyjnego dałoby możliwość porównania cech produktów.

⁷ Warto przede wszystkim wskazać: MIFID II, dyrektywa w sprawie dystrybucji ubezpieczeń (IDD), rozporządzenie w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (PEPP), rozporządzenie w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP), dyrektywa w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), dyrektywa w sprawie w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AIFMD) oraz dyrektywa Solwency II.

⁸ Por. wyr. z 31.05.2018 r., *Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag v Dödsboet efter Ingvar Mattsson, oraz Jan-Erik Strobel i in., Lisa Bergström i in., Ann-Christin Jönsson i in., Daniel Röme i in. v Länsförsäkringar Sak Försäkringsaktiebolag*, sygn. akt: C-542/16, ECLI:EU:C:2018:369.

2. Uproszczenie opłat

Jedną z najistotniejszych kwestii, oprócz ryzyka związanego z daną inwestycją, jest kwestia opłat, jakie ponosi konsument z tytułu danego produktu inwestycyjnego. Wydaje się, że kwestia braku wystarczającej transparentności w tym zakresie stanowi ważne wyzwanie przy próbie zachęcenia większego odsetka konsumentów do zaangażowania swoich oszczędności na rynkach kapitałowych. Wątpliwości nie budzi wysokość opłat, lecz ich mnogość i charakter (jednorazowy, cykliczny, warunkowy bądź bezwarunkowy). W wyniku nakładania różnych opłat konsumenci nie mają często pewności, jaką ostatecznie kwotą zostaną obciążeni. Pewne opłaty nie są wyszczególniane osobno, a wpływają na wycenę produktów.

Pojawia się w związku z tym pytanie, czy istnieje potrzeba legislacyjnego uregulowania kwestii opłat za produkty inwestycyjne. Niektóre państwa członkowskie wprowadzają przepisy, które ustawowo ograniczają wysokość opłat – przykładowo Hiszpania wymaga, aby ani opłata za subskrypcję ani opłata za umorzenie, ani też suma obu tych opłat nie przekraczała 5% wartości nabywanych jednostek⁹. To rozwiązanie wydaje się nadmiarowe i niebędące zgodne z zasadą proporcjonalności prawa. Wysokość opłat powinna być regulowana przez rynek i konkurencję, a państwo winno czuwać nad niezakłóconym przebiegiem tejże, która pozwala na prawidłowe kształtowanie się cen. Mając jednak na uwadze mnogość rodzajów opłat za produkty inwestycyjne, warto rozważyć wprowadzenie legalnych definicji opłat, których stosowanie byłoby obowiązkowe dla dostawców produktów inwestycyjnych. Godnym rozważenia pomysłem, idącym dalej, jest wprowadzenie zamkniętego katalogu rodzajów opłat, które mogą być pobierane od konsumenta. Oczywiście nie należy wyłączać żadnych z obecnie praktykowanych opłat, lecz spróbować ujednolicić ich nazewnictwo i definicje. Pozwoliłoby to na porównywanie opłat przy poszczególnych produktach, a jednocześnie zwiększyłoby transparentność poprzez odejście od niekiedy mylących nazw poszczególnych kosztów bądź nakładania dwóch opłat o podobnym charakterze. Wydaje się, że zapewnienie takich ram prawnych byłoby działaniem słusznym i proporcjonalnym. Nie ma potrzeby wprowadzania maksymalnych poziomów opłat, wystarczy zapewnić konsumentowi dostęp do takiej informacji, która będzie dla niego spójna i kompletna, dająca możliwość oceny danego produktu względem jego kosztów z perspektywy potrzeb i oczekiwań, a także w kontekście innych oferowanych produktów. Prostota w zakresie opłat jest istotnym elementem zachęcającym do rozważenia wejścia na rynki kapitałowe przez konsumentów, ponieważ pozwala łatwo ocenić koszty, w tym koszty przedwczesnego zakończenia inwestycji – na wypadek nieoczekiwanej potrzeby upłynnienia środków zaangażowanych w inwestycje, w świetle nieoczekiwanych wydatków.

3. Wiarygodność doradztwa

Dostępność niezależnych i wiarygodnych doradców jest niezwykle istotna dla budowania większego zaangażowania inwestorów detalicznych w rynki kapitałowe. Doradca, co do którego dany konsument ma pewność, że dokona słusznej analizy sytuacji i potrzeb konsumenta i zaproponuje mu właściwie dobrany portfel produktów inwestycyjnych, jest niezwykle ceniony przez klientów. Dlatego też istotne jest budowanie ram prawnych eliminujących czynniki wpływające na wiarygodność i pewność doradztwa (tzw. korupcję instytucjonalną), czyli zachęcające doradców

⁹ Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, «BOE» nr 173 z 20 lipca 2012 r.

do sprzedawania konsumentom danych produktów inwestycyjnych nieodpowiednich dla danego konsumenta ze względu na konflikt interesów, zależności czy najwyższą prowizję za doradztwo (Youngdahl, 2013, s. 21 i nast.). Proces taki nie może być wówczas nazywany doradztwem, a jedynie zwykłym pośrednictwem w sprzedaży, gdyż taki „doradca”, będąc w sytuacji jasnego konfliktu interesów, nie działa w interesie konsumenta, lecz reprezentuje dostawcę produktu inwestycyjnego.

Istnieje zatem potrzeba badania czy obecnie obowiązujące przepisy dotyczące ujawniania i ograniczania tzw. zachęt (*inducements*) są wystarczające i realizują cele legislacyjne¹⁰. Obecnie można przepisy te podzielić na dwie kategorie: a) zakazy i obostrzenia, które są środkami korygującymi przeciwko zachowaniom oportunistycznym i mają na celu uniknięcie konfliktu interesów między firmami inwestycyjnymi a klientami, wynikającego z zakłóceń spowodowanych płatnością/otrzymaniem zachęt; b) wymogi dotyczące ujawniania informacji mają natomiast uświadomić klientom wpływ, jaki zachęty mogą wywierać na usługodawcę oferującego im daną ofertę oraz dlaczemu może on działać w określony sposób (Vianelli i Valenti, 2020, s. 2).

Oczywiście kuszącym jest pomysł całkowitego zakazu tego typu prowizji dla dostawców i wymaganie, aby w każdym wypadku to konsument ponosił koszty tego doradztwa¹¹. Istnieje jednak obawa, że taka dodatkowa opłata będzie istotną barierą zniechęcającą do wejścia konsumenta na rynki kapitałowe. W przypadku rozwiniętych rynków kapitałowych takie rozwiązanie może mieć sens i miejsce, natomiast w przypadku wielu państw członkowskich, gdzie konsumenci nie są tak istotnie obecni na rynkach kapitałowych, to rozwiązanie może mieć tzw. efekt chłodzący – obniżający zainteresowanie zagadnieniem. Warto jednak rozważyć jak najdalej idącą transparentność w tym zakresie. Jeśli konsument nabywa produkt u doradcy, powinien przed zawarciem umowy uzyskać informację, że istnieje prowizja na rzecz doradcy jako pośrednika, która jest pokrywana bezpośrednio z opłaty wstępnej (np. opłaty za zakup bądź opłaty za zarządzanie w pierwszym okresie) – ze wskazaniem kwoty bądź odsetka tej opłaty, która zostanie przeznaczona na wynagrodzenie doradcy. W ten sposób konsument po pierwsze, ma wiedzę na temat tego, że usługa doradztwa nie jest dla niego „bezpłatna”, lecz jej koszt pokrywa w opłatach za dany produkt inwestycyjny; po drugie, ma świadomość tego, że doradca nie jest niezależny, jeśli wysokość prowizji na jego rzecz różni się w zależności od produktu inwestycyjnego, który zakupi konsument.

4. Jakość doradztwa

Oprócz pewności, że doradca sugeruje produkt inwestycyjny w sposób obiektywny, tzn. mając na uwadze najlepszy interes konsumenta, a nie perspektywę swojego wynagrodzenia, konsument będący inwestorem detalicznym chce mieć pewność, że poziom tego doradztwa będzie odpowiednio wysoki. Wydaje się, że doradca oprócz umiejętności wyjaśnienia potencjalnemu inwestorowi detalicznemu: jak działa dany produkt, od czego uzależniona jest jego zmienna zyskowność, jakie są możliwości wyjścia z inwestycji, na jakim instrumencie bazowym się opiera, powinien także umieć wskazać konsumentowi najlepsze dla niego produkty, biorąc pod uwagę możliwość jak najwyższych zysków (przy akceptacji wówczas wyższego ryzyka), odpowiednio najniższych kosztów. Ponadto, doradca powinien orientować się w sytuacji na rynkach kapitałowych, tak aby

¹⁰ Dot. art. 24 ust. 7–9 dyrektywy MIFID II wraz z przepisami delegowanymi.

¹¹ Tytułem przykładu warto wskazać regulację brytyjską *Retail Distribution Review (RDR)* – wprowadzoną przez FCA w 2012 r. – jej założeniem jest zakaz tzw. bezpłatnego doradztwa, którego koszty były ukryte w innych opłatach ponoszonych przez konsumenta.

wskazywać konsumentom te produkty, które powinny dawać największe prawdopodobieństwo zysków, a nie strat.

By ten postulat realizować, doradcy powinni regularnie i systematycznie szkolić się z zakresu produktów inwestycyjnych, które oferują. Przepisy dotyczące ochrony inwestora detalicznego powinny jednoznacznie wskazywać, jakie działania i z jaką częstotliwością powinny być podejmowane, aby utrzymać prawo do doradzania konsumentom i pośredniczenia w sprzedaży konsumenckiej na rynkach kapitałowych.

V. Podsumowanie

Centralną kwestią, wokół której winny się koncentrować działania legislacyjne dotyczące ochrony konsumenta jako inwestora na rynkach kapitałowych, jest transparentność. Zapewnienie konsumentowi odpowiedniego zestawu informacji jest niezbędne, jeśli chcemy mówić o umocnieniu jego pozycji jako inwestora. W tym miejscu zwrócić należy uwagę, że pomimo uchwalenia i wejścia w życie wielu nowych aktów prawa UE dotyczących produktów inwestycyjnych oferowanych konsumentom, nadal pozycja konsumenta rozważającego inwestowanie swoich oszczędności na rynku kapitałowym jest niełatwa. Porównywanie różnorodnych produktów inwestycyjnych jest utrudnione przez brak pełnej standaryzacji informacji (z pewnymi wyjątkami, takimi jak PRIIPs) i niejasność w zakresie ponoszonych opłat¹². Przekłada się to spadek poczucia bezpieczeństwa konsumenta na rynku kapitałowym i zniechęcenie (Rutkowska-Tomaszewska, 2019, s. 20). Nie należy lekceważyć obowiązków informacyjnych (więcej: Tereszkievicz, 2015, s. 162 i nast.), lecz warto mieć na uwadze, że poprzestawanie jedynie na obowiązkach informacyjnych, opartych na obowiązku ujawniania wszelkich informacji wobec potencjalnego nabywcy produktu inwestycyjnego, jest niewystarczające. Efektywność tegoż przy ocenie w świetle ochrony inwestora detalicznego pozostaje wątpliwa, a mimo to zakres obowiązków informacyjnych jest – często bezrefleksyjnie – przez prawodawców unijnych rozszerzany (Willemaers, 2014, s. 10–11). Dodatkowo obowiązkowi informacyjnym powinny towarzyszyć mechanizmy publicznoprawnej ochrony konsumenta poprzez zaopatrzenie w odpowiednie kompetencje kontrolne odpowiednich organów nadzorczych (D'Ambrosio i Montemaggi, 2019, s. 81–96).

Transparentność winna mieć także zastosowanie do działania doradców, którzy muszą być z jednej strony odpowiednio szkoleni, z drugiej zaś – jednoznacznie deklorować ewentualne konflikty interesów¹³. Konsumenci rozczarowani niską jakością i niewiarygodnością doradztwa nie będą chcieli angażować się dalej w inwestycje kapitałowe – zwłaszcza w bieżącej sytuacji, gdy wielu oszustów za pośrednictwem mediów społecznościowych i stron internetowych, namawia do „inwestowania” w oszukańcze inicjatywy, imitujące inwestycje. Ponadto ze względu na wspomnianą wyżej niewystarczającą rolę informacji, konsumenci opierają się w sposób często całkowity na doradztwie (Willemaers, 2014, s. 10). Rynek musi być wysokiej jakości, by przeciwstawić się nieuczciwym, ale także nieprofesjonalnym podmiotom napędzającym nieracjonalne decyzje konsumentów (szerzej: Wasilik, 2014).

¹² Widać jednak, że na rynku istnieje świadomość tego fenomenu, dlatego zaczynają pojawiać się oferty produktów, które podkreślają przede wszystkim prostotę opłat, zachęcając w ten sposób konsumentów do zainteresowania się nią.

¹³ W ten sposób np. przepis art. 19 i 29 dyrektywy IDD.

Ustawodawcy powinni dążyć do prostoty. Tworzenie nowych aktów prawnych, mimo nazywania ich „kolejnymi warstwami ochronnymi”, powoduje niestety coraz bardziej utrudnione zrozumienie ram prawnych. Ponadto różne reżimy prawne prowadzą do arbitrażu regulacyjnego, którego skutkiem jest tworzenie produktów w taki sposób, by było to korzystne z punktu widzenia oferenta bądź pośrednika, a nie – jak być powinno – z punktu widzenia konsumenta (Moloney, 2014, s. 780). Łączenie aktów w większe, spójne i rozsądne akty prawa UE, obejmujące zasadniczo cały rynek, bez przedmiotowego wyliczania bądź wyłączenia, pozwolą na zwiększoną pewność po stronie potencjalnych inwestorów. KE powinna przestać szukać kolejnych aktów o ładnych nazwach, lecz zebrać i ujedynolnić to, co przez ostatnią dekadę uchwalono.

Należy mieć także na uwadze, że na tym „rynku” wymiany informacji na temat oferowanych produktów finansowych niezbędne jest nie tylko zapewnienie „podaży” po stronie obowiązanych do realizacji obowiązków informacyjnych, lecz także „popytu” po stronie konsumentów, którzy muszą rozumieć treść kierowanych do nich komunikatów (więcej: Ramakrishnan, 2011). By to osiągnąć konieczne jest zadbanie zarówno przez instytucje nadzorcze, jak i przez legislatorów krajowych w państwach członkowskich o zapewnienie odpowiedniego poziomu edukacji finansowej, bez której inkluzja konsumentów na rynek kapitałowy się nie powiedzie.

Bibliografia

- Barcz, J. (2012). Akty delegowane i akty wykonawcze – pojęcie i kryteria rozróżnienia. *Europejski Przegląd Sądowy*, (3).
- Biernat, T. (2011). Soft law a proces tworzenia prawa w Unii Europejskiej. Wpływ soft law na konstrukcję i treść uzasadnień aktów normatywnych, *Studia Prawnicze. Rozprawy i Materiały*, 2(11). Krakowska Akademia im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego.
- Blackrock. (2017). *Blackrock 2017 Investor Pulse survey*. Pozyskano z: <https://www.blackrock.com/ch/individual/en/insights/investor-pulse> (10.08.2022).
- Colaert, V. (2015). European banking, insurance and investment services law: Cutting through sectoral lines? *Common Market Law Review*, 52, 1579–1616.
- D’Ambrosio, R. i Montemaggi, S. (2020). Connecting private and public enforcement. W: R. D’Ambrosio, S. Montemaggi (red.), *Private and public enforcement of EU investor protection regulation. Conference papers. Banca d’Italia, Rome, 4 October 2019*. Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, (90), 59–96. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3708166>.
- Decision Technology Ltd., Chater, N., Huck, S., Inderst, R. i Online Interactive Research Ltd. (2010). Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective. Final Report. November. Pozyskano z: https://slidelegend.com/consumer-decision-making-in-retail-investment-services-european-_59d49eea1723ddd1ed5a1696.html.
- ESMA. (2022). Final Report on the European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, 29 April 2022, ESMA35-42-1227. Pozyskano z: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-makes-recommendations-improve-investor-protection>.
- European Commission, Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Uličná, D., Vincze, M. i Mosoreanu, M. (2023). *Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study: final report*. Publications Office of the European Union. <https://data.europa.eu/doi/10.2874/459190>.

- Komisja Europejska. (2015). Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, COM(2015) 468 final. Bruksela, 30.09.2015 r. Pozyskano z: <https://eur-lex.europa.eu/PL/legal-content/summary/capital-markets-union-action-plan.html>.
- Komisja Europejska. (2018). Distribution systems of retail investment products across the European Union: final report. Publications Office. <https://data.europa.eu/doi/10.2874/037900>.
- Komisja Europejska. (2021). Strategia UE na rzecz inwestorów detalicznych – Roadmap, Ref. Ares (2021)2651854. 20.04.2021 r. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12755-EU-strategy-for-retail-investors_pl (31.01.2023).
- Komisja Europejska. (2022a). Call for Evidence for an Evaluation and Impact Assessment Run in Parallel – Retail Investment Package. 3.05.2022 r. Ref. Ares(2022)339135.
- Komisja Europejska. (2022b). Retail investment – new package of measures to increase consumer participation in capital markets. 3.05.2022 r. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13395-Retail-investment-new-package-of-measures-to-increase-consumer-participation-in-capital-markets_en (9.08.2022).
- Lamfalussy, A., Herkströter, C., Rojo, L.A., Ryden, B., Spaventa, L., WalTter, N. i Wicks, N. (2001, 15 lutego). Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets. Bruksela: The Committee of Wise Men.
- Moloney, N. (2014). *EU Securities and Financial Markets Regulation* (wyd. 4). Oxford University Press.
- OEE i IODS. (2013). Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-listed companies between 1970 and 2012, Paryż.
- Pleśniak, A. (2014). Konsekwencje przemian demograficznych w świetle adekwatności i stabilności systemów emerytalnych. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, (167).
- Ramakrishnan, R. (2011). Financial Literacy – The Demand Side of Financial Inclusion. Referat z konferencji 26th SKOCH Summit 2011 Swabhimani-Inclusive Growth and Beyond 2–3 czerwca, Mumbai Indie. Pozyskano z: <https://ssrn.com/abstract=1958417>. <http://doi.org/10.2139/ssrn.1958417>.
- Rutkowska-Tomaszewska, E. (2018). *Zaufanie do rynku finansowego i instytucji finansowych jako przedmiot ochrony prawnej (kilka uwag na tle nadużyć instytucji finansowych wobec klientów)*, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie* (t. XIX, z. 9, cz. II, s. 15–28). Łódź: Wydawnictwo SAN.
- Rutkowska-Tomaszewska, E. (2019). Czy struktura instytucjonalna ochrony konsumenta na rynku usług finansowych wymaga zmian. *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 11(857), 15–23.
- Tereszkiewicz, P. (2015). *Obowiązki informacyjne w umowach o usługi finansowe*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Vianelli, A. i Valenti, F. (2020). *MiFID II and Inducements: A Copernican Revolution in the Investment Services Ecosystem? Speculative Thoughts on the Inducements Regime After Two Years From MiFID II Introduction in the Light of the Recent ESMA Technical Advice*. Pozyskano z: <https://ssrn.com/abstract=3584710> (31.01.2023). <http://doi.org/10.2139/ssrn.3584710>.
- Wasilik, K. (2014). Trendy w zachowaniach współczesnych konsumentów – konsumpcjonizm a konsumpcja. *Konsumpcja i Rozwój*, 1(6), 66–74.
- Willemaers, G.S. (2014). Client Protection on European Financial Markets – From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2. *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 4(3).
- Youngdahl, J. (2013). Investment Consultants and Institutional Corruption. Harvard University. *Edmond J. Safra Research Lab Working Papers*, (7).