

**Alicja Janusz**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
e-mail: alicja.janusz@ue.wroc.pl

---

## **REGULACYJNE RAMY OCHRONY KONSUMENTÓW DETALICZNYCH PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH W UNII EUROPEJSKIEJ**

---

### **REGULATORY FRAMEWORK FOR THE PROTECTION OF PACKAGED RETAIL INVESTMENT PRODUCTS' CONSUMERS IN THE EUROPEAN UNION**

---

DOI: 10.15611/pn.2017.478.21

JEL Classification: G290

**Streszczenie:** Celem artykułu jest identyfikacja zagrożeń dla konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych oraz ocena działań regulacyjnych podejmowanych w UE w celu wzmocnienia ochrony praw i interesów tych konsumentów. Metodami badawczymi, które pozwoliły na realizację celu, były studia literatury przedmiotu oraz obowiązujących i projektowanych w UE regulacji prawnych. Badania przeprowadzono w lutym 2017 roku. Z badań wynika, że w UE w odniesieniu do produktów strukturyzowanych, występujących w różnych formach prawnych i oferowanych różnymi kanałami dystrybucji, zastosowanie mają odmienne wymogi prawne w zakresie przejrzystości produktu, sprzedaży i doradztwa na jego temat. W sytuacji tej brak jest spójnych podstaw dla ochrony inwestorów detalicznych, czy też zrównoważonego rozwoju rynku produktów strukturyzowanych.

**Słowa kluczowe:** detaliczne produkty strukturyzowane, ochrona konsumenta, regulacje Unii Europejskiej.

**Summary:** The purpose of this article is to identify threats faced by the consumers of packaged retail investment products and to evaluate regulatory activities in the EU in order to strengthen the protection of the discussed consumers' rights and interests. The applied research methods, which allowed for the purpose realization, were the subject literature studies and the review of the applicable and drafted EU legal regulations. The research was carried out in February 2017. The conducted analyses showed that in the EU, in terms of packaged retail investment products occurring in various legal forms and offered through diverse distribution channels, different legal requirements were applied for product transparency, sales and the related consultancy. In such a situation there is no consistent basis for the protection of retail investors or for the sustainable development of packaged retail investment products' market.

**Keywords:** packaged retail investment products, consumer protection, European Union regulations.

## 1. Wstęp

Problematyka ochrony praw i interesów konsumentów na rynku detalicznych produktów strukturyzowanych przez wiele lat stanowiła mało istotny przedmiot wprowadzanych standardów regulacyjnych, praktyk nadzorczych oraz inicjatyw biznesowych. Kryzys finansowy uwypuklił znaczenie przejrzystości produktów finansowych i potencjalnych kosztów nieodpowiedzialnej sprzedaży oraz ich wpływu na spadek zaufania inwestorów do rynku. Negatywne doświadczenia uświadomiły pilną potrzebę zapewnienia właściwych ram regulacyjnych, tak by zaufanie to mogło zostać odbudowane na zdrowych fundamentach. Celem artykułu jest identyfikacja zagrożeń dla konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych oraz ocena działań regulacyjnych podejmowanych w Unii Europejskiej (UE) w celu wzmocnienia ochrony praw i interesów tych konsumentów. Realizację celu poprzedzono wyjaśnieniem pojęcia konsumenta detalicznych produktów strukturyzowanych. Metodami badawczymi, które pozwoliły na realizację celu, były studia literatury przedmiotu oraz obowiązujących i projektowanych w UE regulacji prawnych. Badania przeprowadzono w lutym 2017 r.

## 2. Pojęcie konsumenta detalicznych produktów strukturyzowanych

Konsument<sup>1</sup> według *Słownika wyrazów obcych* [Tokarski 1980] to spożywca, nabywca towarów na własny użytek. Pojęcie konsumenta może być definiowane na gruncie nauk ekonomicznych i prawnych. Analizując definicje ekonomiczne, należy zauważyć, że za konsumenta uważa się podmiot ekonomiczny, który spożywa nabyte produkty [Janoś-Kresło, Mróz 2006]. Z konsumentem utożsamia się klienta, nabywcę, użytkownika, odbiorcę czy kupującego, przy czym nie wnika się w osobowość prawną danego podmiotu [Kufel (red.) 1998]. Takie określenie ma szeroki zakres znaczeniowy. Konsumentem może być osoba, grupa osób, przedsiębiorstwo, jak również organizacja, która korzysta z wartości użytkowej produktów. Niemniej zawsze chodzi o finalnego konsumenta, który nabywa i użytkuje dobro bez zamiaru skierowania go ponownie do obrotu [Dąbrowska i in. 2005].

Nieco inaczej pojęcie to jest definiowane przez prawników. Zgodnie z obowiązującym w Polsce Kodeksem cywilnym [Ustawa z 23 kwietnia 1964] konsument to „osoba fizyczna dokonująca z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Z kolei dyrektywy Unii Europejskiej definiują to pojęcie różnie, w zależności od zakresu regulowanych przez nie umów, jednakże elementami stałymi są cechy podmiotowe (osoba fizyczna) oraz konsumencki charakter umowy (brak związku z prowadzoną działalnością zarobkową) [Kunkiel-Kryńska 2012]. Na potrzeby niniejszych rozważań przez konsumenta produktów strukturyzowanych autorka rozumie osobę fizyczną zawierającą

<sup>1</sup> Łac. *consumens*.

umowę kupna produktu strukturyzowanego z instytucją finansową lub kredytową a czynność ta nie ma związku z działalnością zarobkową.

Tak rozumiani konsumenci stanowią bardzo zróżnicowaną grupę: od osób posiadających prawie ekspercką wiedzę na temat produktów finansowych, do podmiotów niemających nawet świadomości o ich istnieniu i możliwościach wykorzystania. Konsumentem, który powinien być objęty szczególną ochroną, jest klient „detaliczny”. Zgodnie z dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych MiFID II (*Markets in Financial Instruments Directive*) [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014] klientem detalicznym jest klient nieprofesjonalny, a więc taki, który nie posiada doświadczenia, wiedzy i fachowości umożliwiających podejmowanie niezależnych decyzji inwestycyjnych i właściwej oceny ryzyka, z którym się one wiążą. Ochroną objęci powinni być konsumenci nabywający detaliczne produkty strukturyzowane, tj. produkty strukturyzowane skierowane do klienta detalicznego.

W literaturze przedmiotu brak jest jednolitej definicji produktu strukturyzowanego, a poszczególne definicje podkreślają często charakterystyczne cechy tego rodzaju instrumentów [Zaremba 2009; Mokrogulski, Sepielak 2010] lub wyjaśniają to pojęcie poprzez wskazanie ich specyficznej konstrukcji [Jajuga 2009; Das 2001; Mikta, Pełka 2014], czy też, podobnie jak w definicjach instrumentów pochodnych, wskazuje się na jedną, najistotniejszą ich cechę, jaką jest zależność ich rozliczenia od cen instrumentów bazowych [Chorafas 2007]<sup>2</sup>. Na potrzeby niniejszego opracowania produkty strukturyzowane to złożone instrumenty finansowe o charakterze inwestycyjnym, będące kombinacją cech tradycyjnych i/lub alternatywnych inwestycji finansowych z pochodnymi instrumentami finansowymi. Takie połączenie produktów pozwala stworzyć nowe, unikalne produkty o specyficznych cechach. Mnogości komponentów możliwych do użycia przy ich budowie powoduje znaczną ich złożoność. Produkty te mogą przybierać rozmaite formy prawne. Na rynkach europejskich można zidentyfikować je jako:

1. Strukturyzowane depozyty terminowe, będące połączeniem depozytu terminowego z wbudowaną opcją lub strukturą opartą na stopach procentowych.

2. Fundusze inwestycyjne (lub wzajemne), będące formą instrumentu zbiorowego inwestowania, w ramach którego w zamian za opłatę inwestowane są połączone środki finansowe wielu inwestorów. Fundusze zdobywają środki pieniężne dzięki sprzedaży „jednostek” funduszu inwestorom. W UE fundusze inwestycyjne mogą działać jako przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe UCITS (*The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE], których działalność została zharmonizowana w ramach dyrektywy w sprawie UCITS, lub jako alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) zharmonizowane znacznie później

---

<sup>2</sup> Tego typu definicja zamieszczona jest także na oficjalnej stronie internetowej GPW w Warszawie ([http://www.gpw.pl/produkty\\_strukturyzowane\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/produkty_strukturyzowane_instrumenty)) oraz na stronie Structured Retail Product (<http://www.structuredretailproducts.com>).

dyrektywą AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2011/61]<sup>3</sup>.

3. Ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane, takie jak polisy ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. W przypadku tych ubezpieczeń część składki jest wykorzystywana do zakupu ochrony zapewnionej zakresem ubezpieczenia na życie (suma ubezpieczenia), a pozostała jej część jest inwestowana w fundusze typu UCITS.

4. Strukturyzowane papiery wartościowe (obligacje, certyfikaty, warranty), będące pochodną jednego rodzaju papieru wartościowego, koszyka papierów wartościowych, wskaźnika, towaru, emisji długu i/lub waluty zagranicznej, lub też bazując na jednej z tych kategorii.

Te złożone produkty mogą być oferowane różnym inwestorom, którzy w ten sposób mogą ulokować nadwyżki inwestycyjne na rynkach wcześniej dla nich niedostępnych. Nabywcy tych produktów z jednej strony są inwestorami, którzy akceptują określony poziom ryzyka inwestycyjnego związanego z danym produktem strukturyzowanym, ale z drugiej strony są konsumentami, których z uwagi na niedoskonałość rynku państwo powinno chronić.

### **3. Identyfikacja zagrożeń dla konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych**

Na prawidłowo funkcjonującym rynku konkurencja między produktami inwestycyjnymi może być źródłem znacznych korzyści dla inwestorów detalicznych i dla całej gospodarki. Silna konkurencja może bardziej zachęcać do wprowadzania produktów będących odpowiedzią na zmieniające się warunki rynkowe i ewoluujące potrzeby inwestorów. Na przykład w okresie historycznie niskich stóp procentowych firmy inwestycyjne oferowały inwestorom złożone produkty inwestycyjne opracowane tak, aby umożliwić inwestorom indywidualnym dostęp do różnego rodzaju aktywów (akcji, obligacji, towarów) i strategii inwestycyjnych, które dotychczas były dostępne wyłącznie dla inwestorów profesjonalnych. Strukturyzowane produkty inwestycyjne mogą również zapewniać konkretne korzyści, np. w postaci oferowania inwestorom detalicznym możliwości rozłożenia ryzyka lub koncentracji na konkretnym jego rodzaju oraz wysokości nagrody za przyjęcie go na siebie, lub też poprzez zapewnienie dostępu do profesjonalnej wiedzy specjalistycznej w zakresie zarządzania inwestycjami na zasadach, które w przypadku inwestycji bezpośrednich byłyby niepraktyczne lub zbyt kosztowne.

---

<sup>3</sup> Alternatywne fundusze inwestycyjne zostały wprowadzone dyrektywą AIFM, która w 2011 r. objęła harmonizacją fundusze wcześniej niezharmonizowane, działające w oparciu o regulacje krajów członkowskich, nazywane funduszami niezharmonizowanymi lub nie-UCITS. W Polsce do AFI zaliczone zostały: specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego oraz funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

Chociaż produkty strukturyzowane mogą zapewniać korzyści, to istnieją pewne zagrożenia związane z inwestowaniem w nie i potencjalne minusy takich inwestycji, które mogą nie być oczywiste czy łatwe do zrozumienia. Istnieje wyraźna asymetria między informacjami i wiedzą specjalistyczną posiadanymi przez twórców i dystrybutorów tych produktów a informacjami i wiedzą posiadaną przez inwestorów detalicznych, którzy zwykle wykazują się względnie niskim poziomem wiedzy finansowej. Złożoność produktów strukturyzowanych dodatkowo zwiększa tę asymetrię, chociażby poprzez zmniejszenie przejrzystości głównych cech inwestycji oraz poprzez wprowadzanie dodatkowych, nie od razu widocznych kosztów.

Zarówno bezpośrednie nabycie produktu u twórcy, jak i za pośrednictwem doradcy wiąże się z poleganiem na informacji o produkcie przekazanej przez twórców, dystrybutorów czy doradców. Ważne jest zatem, aby ta informacja była rzetelna. Niejasne lub niekompletne ujawnianie informacji może doprowadzić do częstszego wyboru produktów nieodpowiednich lub zrozumianych w niewłaściwy sposób. Analogicznie, jeśli w procesach sprzedaży i doradztwa finansowego nie zostanie położony akcent na potrzeby klienta, może dojść do sprzedaży niewłaściwych produktów (tzw. *misselling*). Zjawisko to bywa jeszcze bardziej powszechne, gdy interesy sprzedających i kupujących nie pokrywają się z sobą, np. gdy w zamian za sprzedaż swoich produktów ich twórcy dostarczają zachęt finansowych dystrybutorom lub doradcom.

Negatywne konsekwencje mogą spowodować także wprowadzające w błąd reklamy, przyczyniające się do mylnego przekonania konsumenta, że przyszła inwestycja przyniesie stopę zwrotu zbliżoną do stopy zwrotu osiągniętej przez prezentowane wyniki historyczne.

Zagrożeniem dla konsumenta nie jest tylko brak lub wadliwa informacja, ale także brak jej zrozumienia. Nabywca detalicznego produktu strukturyzowanego może nie zrozumieć ryzyka inwestycyjnego czy nie zrozumieć skomplikowanych zapisów dokumentów przygotowanych i dostarczonych przez instytucje finansowe.

Zagrożenia te, działające ze szkodą dla inwestora, czy to w formie bezpośrednich strat finansowych, czy też kosztów alternatywnych nieodpowiednich inwestycji, mogą osłabić zaufanie konsumentów do detalicznych strukturyzowanych produktów inwestycyjnych, a nawet do instytucji finansowych, które je oferują. A przecież utrzymanie zaufania jest fundamentem funkcjonowania rynku finansowego.

#### **4. Ramy regulacyjne w zakresie ochrony konsumenta produktów strukturyzowanych w Unii Europejskiej przed wprowadzeniem Pakietu MiFID II**

W Unii Europejskiej podstawą prawną ochrony konsumentów (w tym finansowych) są artykuły 114 i 169 Traktatu o funkcjonowaniu UE [2012], z których wynikają także zobowiązania UE do wspierania prawa konsumentów do informacji, edukacji i organizowania się w celu zachowania ich interesów. Kwestie ochrony konsumenten-

tów usług finansowych, w tym konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych, znalazły się bezpośrednio w obszarze zainteresowań instytucji unijnych dopiero wraz z powołaniem do życia w 2011 r. Europejskich Organów Nadzorczych<sup>4</sup>. Instytucje te podjęły szereg działań na rzecz wzmocnienia ochrony konsumenta, ponadto kwestie te stały się w ostatnich latach kluczowymi zadaniami w działalności tych instytucji [Monkiewicz, Monkiewicz 2015].

Obowiązujące w UE regulacje chroniące konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych skupiają się na umożliwieniu inwestorom podejmowania lepszych decyzji i koncentrują się na przepisach w dwóch obszarach:

- **przekazywanie informacji o produktach:** formie i treści podstawowych informacji ujawnianych inwestorom i towarzyszącym im materiałom marketingowym udostępnianym inwestorom przed podjęciem decyzji inwestycyjnej;
- **praktyki sprzedażowe:** sposób prowadzenia działalności gospodarczej przez dystrybutorów produktów czy unikanie i ujawnianie konfliktów interesów w procesach sprzedaży i doradztwa; również zarządzanie nimi.

Zadaniem tych regulacji nie jest gwarantowanie dobrych decyzji inwestycyjnych ani też ochrona przed ryzykiem inwestycyjnym, lecz ochrona przed ryzykiem doświadczenia przez inwestorów niekorzystnych sytuacji, o których nie zostali wcześniej uprzedzeni. Szczególnie ważnym instrumentem równoważenia pozycji stron na rynku usług finansowych jest ochrona przez informację.

W proces powstawania i sprzedaży produktów strukturyzowanych inwestorom detalicznym zaangażowane są rozmaite instytucje finansowe reprezentujące liczne sektory branży usług finansowych: podmioty zarządzające funduszami, zakłady ubezpieczeń oraz banki komercyjne i inwestycyjne. Ich dystrybucja na rzecz inwestorów detalicznych ma charakter bezpośredni lub odbywa się poprzez sieć pośredników finansowych, w tym maklerów, pośredników ubezpieczeniowych i niezależnych doradców finansowych. W konsekwencji regulacje w zakresie obowiązkowego ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych na poziomie europejskim obejmują dyrektywy sektorowe dotyczące sektorów funduszy, ubezpieczeń i papierów wartościowych oraz prawodawstwa przekrojowego dotyczącego konkretnych kanałów sprzedaży (np. dyrektywa o handlu elektronicznym [Dyrektywy 2000/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady] lub dyrektywa dotycząca sprzedaży usług finansowych na odległość [Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady]. Większość dyrektyw sektorowych zawiera przepisy w sprawie ujawniania informacji, które, gdy jest to właściwe, są uzupełniane przepisami prawodawstwa przekrojowego.

Regulacja w obszarze sprzedaży i doradztwa odbywają się poprzez takie akty prawne, jak:

---

<sup>4</sup> Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA, *European Banking Authority*), Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA, *European Insurance and Occupational Pensions Authority*) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA, *European Securities and Markets Authority*).

- pakiet MiFID I obejmujący 3 akty prawa UE dotyczące rynków instrumentów finansowych, w tym: dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (tzw. MiFID 1) [Dyrektywa 2004/39/WE]; oraz dwa akty wykonawcze, tj. dyrektywę [Dyrektywa Komisji 2006/73/WE] oraz rozporządzenie [Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006] wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy MiFID 1;
- dyrektywę w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (IMD, *Insurance Mediation Directive*) [Dyrektywa 2002/92/EC] w zakresie wymogów dotyczących ujawniania informacji na temat niektórych produktów;
- dyrektywę w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe UCITS [Dyrektywa 2014/91/UE]<sup>5</sup>, której kolejne nowelizacje (oznaczone symbolami od I do V) zmieniały zakres wymagań informacyjnych.

Dyrektywy te określają m.in. zasady świadczenia usług w punktach sprzedaży oraz zarządzania i ujawniania konfliktów interesów. Szczegółowy wykaz regulacji w omawianym zakresie prezentuje tabela 1.

Detaliczne produkty strukturyzowane są podporządkowane różnym przepisom w zakresie ujawniania informacji o produktach oraz praktyk sprzedażowych w zależności od formy prawnej, jaką przybierają, lub sposobu ich sprzedaży. Ponadto niektóre produkty oraz kanały dystrybucji nie są obecnie objęte prawem wspólnotowym. Jak wynika z informacji podanych w tabeli 1, regulacje w omawianym zakresie są mocno rozdrobnione i stanowią swoistą „mozaikę regulacyjną” w prawie UE.

Wspólnotowym ramom regulacyjnym brakuje spójności i zupełności. Ponadto istnieją znaczne niespójności co do formy i treści ujawnianych w formie streszczenia informacji dotyczących poszczególnych rodzajów detalicznych produktów strukturyzowanych. Brakuje konsekwentnego podejścia w zakresie udostępniania inwestorom detalicznym kluczowych informacji na temat kosztów ostatecznych, ryzyka i nagrody związanej z produktem oraz warunków, na jakich kapitał jest gwarantowany.

W konsekwencji zróżnicowana „jakość” i zakres informacji towarzyszącej poszczególnym produktom strukturyzowanym poważnie utrudniają inwestorom ich porównywanie<sup>6</sup>.

Podstawowe dyrektywy (MiFID I i IMD) nie obejmują niektórych produktów i kanałów dystrybucji. Sprzedaż bezpośrednia (*direct sales*) prowadzona przez twórców produktów (np. podmioty zarządzające funduszami lub zakłady ubezpieczeń) nie podlegała tym samym przepisom, co sprzedaż przez pośredników. Ponadto brak jest europejskich przepisów dotyczących dystrybucji strukturyzowanych depozytów terminowych (lokat strukturyzowanych) niebędących instrumentami finansowymi w znaczeniu MiFID I. Luki te powodują nierówne warunki działalności.

---

<sup>5</sup> Najnowsza z dyrektyw, UCITS V, wprowadziła zmiany w zakresie ujawniania informacji, które są zgodne z propozycjami Pakietu MIFID II i PRIIPS.

<sup>6</sup> W praktyce informacje na temat produktu często mają bardziej na celu ograniczenie ryzyka prawnego twórcy produktu niż dostarczenie klientom jasnej i zrozumiałej informacji na temat produktu.

**Tabela 1.** Regulacje w sprawach ujawniania informacji i sprzedaży detalicznych produktów strukturyzowanych w Unii Europejskiej przed wprowadzeniem Pakietu MiFID II

REGULACJE W SPRAWACH UJAWNIANIA INFORMACJI I SPRZEDAŻY DETALICZNYCH PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH W UE (do czasu wprowadzenia pakietu MiFID II)					
Przepisy dotyczące przekazywania informacji o produktach	Strukturyzowane depozyty terminowe	UCITS	AFI	Strukturyzowane papiery wartościowe i fundusze zamknięte	Strukturyzowane produkty ubezpieczeniowe
	Brak przepisów na poziomie UE	MiFID I	MiFID I	MiFID I	Skonsolidowana dyrektywa w sprawie ubezpieczeń na życie
		Dyrektywy: UCITS I-IV (Uproszczony prospekt emisyjny) UCITS V (KII kluczowa informacja dla inwestorów)		Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego	
<b>Dyrektywa o handlu elektronicznym lub dyrektywa dotycząca sprzedaży usług finansowych na odległość</b>					
Przepisy w zakresie sprzedaży	Brak przepisów na poziomie UE	MiFID I	MiFID I	MiFID I	IMD
		Dyrektywy UCITS I-V			

Brak regulacji

Regulacje właściwe tylko danej grupie produktów

Regulacje wspólne dla różnych produktów

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady 2009].

Istnieją także pewne różnice w przepisach dotyczących praktyk sprzedażowych, co do których mają zastosowanie wspomniane dwa główne akty prawa wspólnotowego: MiFID I i IMD. W odniesieniu do konfliktów interesów MiFID I wprowadziła skomplikowany system mający na celu unikanie konfliktów interesów, skuteczne nimi zarządzanie i ujawnianie ich oraz szczegółowe przepisy dotyczące wypłacania zachęt finansowych na rzecz pośredników. IMD natomiast nie zawiera równoważnych przepisów dotyczących konfliktu interesów lub zachęt.



## 5. Zmiany regulacyjne wprowadzone Pakietem MiFID II

Ujawnione luki i niespójności w regulacjach dotyczących ochrony konsumentów detalicznych produktów strukturyzowanych unaocznily potrzebę wzmocnienia ram regulujących w tym zakresie.

W połowie 2014 r. opublikowane zostały w Dzienniku Urzędowym UE Dyrektywa MiFID [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE] oraz Rozporządzenie MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*) [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014], tworzące wspólnie tzw. Pakiet MiFID II, który ma zastąpić od 3 stycznia 2018 r. obecnie obowiązujący pakiet MiFID I. Przepisy Dyrektywy MiFID będą wymagały implementacji do krajowych porządków prawnych krajów członkowskich, a Rozporządzenie MiFIR będzie obowiązywało wprost, bez konieczności implementacji. Pakiet MiFID II tworzy ramy prawne regulujące wymogi mające zastosowanie do wszystkich rodzajów produktów strukturyzowanych (tab. 2). Pakiet ten będzie o tyle bardziej skomplikowanym systemem aniżeli obowiązujący MiFID I, że oprócz dyrektywy i rozporządzenia będzie składał się także z innych aktów, jakimi są rozporządzenia wykonawcze i delegowane.

**Tabela 2.** Regulacje w sprawach ujawniania informacji i sprzedaży detalicznych produktów strukturyzowanych w Unii Europejskiej po wejściu w życie Pakietu MiFID II

REGULACJE W SPRAWACH UJAWNIANIA INFORMACJI I SPRZEDAŻY DETALICZNYCH PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH W UE (po wejściu w życie Pakietu MiFID)					
Przepisy dotyczące przekazywania informacji o produktach	Strukturyzowane depozyty terminowe	UCITS	AFI	Strukturyzowane papiery wartościowe	Strukturyzowane produkty ubezpieczeniowe
	Pakiet MiFID II PRIIPS (KID kluczowy dokument informacyjny)				
				Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego	<b>Znowelizowana skonsolidowana dyrektywa w sprawie ubezpieczeń na życie</b> <b>IDD</b>
Przepisy w zakresie sprzedaży	<b>Dyrektywa o handlu elektronicznym lub dyrektywa dotycząca sprzedaży usług finansowych na odległość</b>				
	<b>Pakiet MiFID II, PRIIPS (KID kluczowy dokument informacyjny)</b>				
					IDD

Regulacje właściwe tylko danej grupie produktów

Regulacje wspólne dla różnych produktów

Źródło: opracowanie własne na podstawie Pakietu MiFID II, projektu rozporządzenia PRIIPS i dyrektywy IDD.

Uzupełnieniem tych regulacji, szczególnie ważnym z punktu widzenia detalicznych produktów strukturyzowanych, jest projekt rozporządzenia w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje dotyczące detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych PRIIP (*Packaged Retail and Insurance based Investment Products*) [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014], który ma zostać wprowadzony do porządku prawnego jeszcze w tym roku. Projekt PRIIPS jest częścią regulacyjnego pakietu obejmującego również dyrektywę w sprawie dystrybucji ubezpieczeń IDD (*Insurance Distribution Directive*) [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/97]<sup>7</sup>, która zastąpić ma dyrektywę w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (IMD). Regulacje te mają zwiększyć poziom ochrony klienta detalicznego nabywającego produkty strukturyzowane. W projekcie rozporządzenia PRIIPS próbuje się objąć wspólnymi wymogami wszystkie rodzaje dostępnych na rynku UE produkty strukturyzowane, co powinno się przyczynić do zlikwidowania istniejącej „mozaiki regulacyjnej”.

Głównym założeniem nowych regulacji jest ustalenie jednolitego wzorca ochrony inwestora. W zakresie ujawniania informacji zasadnicza zmiana polega na ujednoliceniu sposobu prezentacji informacji na temat produktu (tzw. pełna standaryzacja), co ma ułatwić porównywanie produktów strukturyzowanych oraz umożliwić jasny przekaz informacji ważnych z perspektywy klienta. Ponadto twórca produktu będzie obowiązany przygotować dla klienta (a dystrybutor dostarczyć klientowi) kluczowy dokument informacyjny KID (*Key Information Document*), czyli dokument opisujący w sposób przejrzysty szereg parametrów produktu, przy czym „twórcą” produktu będą określane nie tylko firmy konstruujące oryginalny produkt, ale także te firmy, które dokonają zmian w produkcie (np. w zakresie struktury ryzyka czy struktury kosztów).

Zmiany dotyczą również przepisów w obszarze praktyk sprzedażowych. Nowe regulacje wprowadzają m.in.: obowiązek tworzenia w firmach zasad/polityki ochrony inwestora, w tym także prowadzenia odpowiedniej sprawozdawczości oraz mechanizmów reklamacji dla klientów. Firmy będą musiały określać rynki docelowe oraz strategię dystrybucji dla danego produktu, jak również dostosować cechy produktu do potrzeb klientów na danym rynku docelowym. Wprowadzony ma zostać obowiązek rejestrowania wszelkiej komunikacji z klientem w zakresie dotyczącym transakcji klienta oraz udostępnienie nagrań rozmów oraz korespondencji mailowej (lub potwierdzeń) klientowi w określonych przypadkach. Przewiduje się zwiększenie staranności przy zarządzaniu konfliktami interesów oraz doprecyzowanie wymogów odnośnie zachęt (premię pobieranych przez dystrybutorów produktów).

Regulacje wzmacniają również ochronę inwestorów poprzez zwiększenie uprawnień instytucji nadzorczych, co przejawia się poprzez uprawnienie dla EBA,

---

<sup>7</sup> Państwa członkowskie mają obowiązek jej implementacji do prawodawstwa krajowego do 23.02.2018 r.

EIOPA, ESMA oraz lokalnych regulatorów do zakazu lub ograniczenia: marketingu, sprzedaży, dystrybucji danego produktu, danej działalności lub np. praktyki sprzedażowej oraz koniecznością ustalenia odpowiedniego procesu akceptacji instrumentu finansowego (oraz istotnych modyfikacji) przed rozpoczęciem sprzedaży.

## 6. Zakończenie

Zidentyfikowane zagrożenia związane z nabywaniem detalicznych produktów strukturyzowanych uzasadniają konieczność istnienia ochrony praw i interesów tych konsumentów. Ramy regulacyjne tworzone na poziomie UE powinny dostarczać pewnych i spójnych podstaw dla efektywnych i odpowiedzialnych inwestycji detalicznych w produkty strukturyzowane.

Uporządkowanie „mozaiki” regulacyjnej oraz ujednoczenie wymogów prawnych w zakresie przejrzystości produktów strukturyzowanych, ich sprzedaży i doradztwa na ich temat to dobra zmiana, która powinna zapewnić porównywalny poziom ochrony konsumentów w przypadku wszystkich rodzajów detalicznych produktów strukturyzowanych, niezależnie od kanału ich dystrybucji. Powinno to także zapobiec arbitrażowi regulacyjnemu.

Pozytywnie należy ocenić też wzmocnienie wymogów w zakresie ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych, które wzmocniają pozycję klienta detalicznego, jednak ich wdrożenie w praktyce może być trudne i przynieść rezultaty inne od zamierzonych (doświadczenie z przeszłości, związane z wprowadzonymi na podstawie MIFID I testami odpowiedniości oferowanych instrumentów i produktów finansowych, pokazały, że w praktyce okazały się one fikcją). Istnieje obawa, że nowe regulacje w tym zakresie tylko formalnie wzmocnią ochronę konsumenta.

Konieczność efektywnej ochrony konsumenta produktów strukturyzowanych nie budzi wątpliwości, dyskusyjna wydaje się jednak pełna ich skuteczność. Dlatego nie należy poprzestawać na działaniach regulacyjnych, ale jednocześnie promować i rozwijać edukację konsumentów w omawianym zakresie.

## Literatura

- Chorafas D.N., 2007, *Wealth Management: Private Banking, Investment Decisions and Structured Financial Products*, Elsevier Finance, Oxford, London, s. 209.
- Das S., 2001, *Structured Products & Hybrid Securities*, WILEY, Singapur, wydanie II, s. 1-2.
- Dąbrowska A., Janoś-Kresło M., Ozimek I., 2005, *Ochrona konsumentów we współczesnej gospodarce rynkowej*, PWE, Warszawa, s. 13.
- Dyrektywy 2000/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 8 czerwca 2000 r. w sprawie niektórych aspektów prawnych usług społeczeństwa informacyjnego, a w szczególności handlu elektronicznego w obrębie Wspólnego Rynku (dyrektywa w sprawie handlu elektronicznego), Dz. Urz. WE L 178 z 17.07.2000.

- Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 23 września 2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca Dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE, Dz. Urz. WE L 271 z 9.10.2002, P. 0016-0024.
- Dyrektywa 2002/92/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 9 grudnia 2002 r. w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (IMD), Dz. Urz. UE L 9 z 15.01.2003.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG, MiFID 1), Dz. Urz. L 145 z 30.04.2004, s. 1-44.
- Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (MiFID 2), Dz. Urz. L 241 z 2.09.2006, s. 26.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS IV), Dz. Urz. UE L 23 z 17.11.2009, s. 203.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2011/61 z 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz. Urz. UE L 174 z 1.07.2011, s. 1.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 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, s. 349.
- Dyrektyw Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z 23 lipca 2014 r. zmieniającą Dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (UCITS V), Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014, s. 186.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/97 z 20 stycznia 2016 r. w sprawie dystrybucji ubezpieczeń, Dz. Urz. UE L 26 z 2.02.2016, s. 19.
- Jajuga K., 2009, *Rynek wtórny papierów wartościowych*, KNF, Warszawa, s. 11.
- Janoś-Kresło M., Mróz B., 2006, *Konsument i konsumpcja we współczesnej gospodarce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa, s. 14.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, KOM (2009) 204. wersja ostateczna z 30 kwietnia 2009 r.
- Kufel J. (red.), 1998, *Ochrona prawna konsumenta w uregulowaniach publicznoprawnych*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań, s. 6.
- Kunkiel-Kryńska A., 2012, *Metody harmonizacji prawa konsumenckiego w Unii Europejskiej i ich wpływ na procesy implementacyjne w państwach członkowskich*, Wolters Kluwer, Warszawa, s. 260.
- Mikta M., Pełka W., 2014, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa, s. 154.
- Mokrogulski M., Sepielak P., 2010, *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000-2010*, KNF, Warszawa, s. 5.
- Monkiewicz J., Monkiewicz M., 2015, *Tendencje rozwoju ochrony konsumentów na rynku ubezpieczeniowym: nowe koncepcje i rozwiązania*, Rozprawy Ubezpieczeniowe, nr 1 (18), s. 11-12.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy, Dz. Urz. L 241 z 2.09.2006, s. 1.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z 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 9.12.2014, s. 1.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, Dz. Urz. UE Seria L nr 173, s.84.

Tokarski J. (red.), 1980, *Słownik wyrazów obcych*, PWN, Warszawa, s. 383.

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, 2012, Dz. Urz. UE C 326, T. 55, 26.10.2012.

Ustawa z 23 kwietnia 1964 Kodeks cywilny, Dz.U. 1964, nr 16, poz. 93 ze zm.

Zaremba A., 2009, *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Wydawnictwo Helion, Gliwice, s. 13-18.