

PL

PL

PL



KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH

Bruksela, dnia 30.4.2009
KOM(2009) 204 wersja ostateczna

**KOMUNIKAT KOMISJI DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY
W SPRAWIE DETALICZNYCH PRODUKTÓW INWESTYCYJNYCH W
PAKIETACH**

{SEC(2009) 556}
{SEC(2009) 557}

KOMUNIKAT KOMISJI DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY
W SPRAWIE DETALICZNYCH PRODUKTÓW INWESTYCYJNYCH W
PAKIETACH

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

1. WPROWADZENIE

„Detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach” umożliwiają inwestorom detalicznym łatwy dostęp do rynków finansowych. Ramy regulacyjne dla tych produktów muszą dostarczać pewnych i spójnych podstaw dla efektywnych i odpowiedzialnych inwestycji detalicznych. Kryzys finansowy był wstrząsającym świadectwem znaczenia przejrzystości produktów finansowych i potencjalnych kosztów nieodpowiedzialnej sprzedaży. Spadek zaufania inwestorów uwypuklił pilną potrzebę zapewnienia właściwych ram regulacyjnych, tak by zaufanie to mogło zostać odbudowane na zdrowych fundamentach.

Istnieje już wiele aktów prawa wspólnotowego zapewniających ochronę inwestorów. Jednakże w zależności od formy prawnej produktu i kanału dystrybucji, zastosowanie mają różne 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 detalicznych produktów inwestycyjnych sprzedawanych w pakietach. Poziom ochrony zapewniony inwestorom detalicznym nie powinien zależeć od formy prawnej wspomnianych produktów.

Niniejszy komunikat stanowi uwieńczenie prac rozpoczętych w odpowiedzi na wniosek Rady ECOFIN z maja 2007 r. w sprawie zbadania tych zagadnień. Prace te objęły zaproszenie do zgłaszania uwag z października 2007 r., raport z otrzymanych odpowiedzi z marca 2008 r., warsztaty techniczne z przedstawicielami branży z maja 2008 r. oraz otwarty panel wysokiego szczebla z lipca 2008 r.

Niniejszy komunikat przedstawia działania podejmowane przez Komisję Europejską w celu dostosowania do realiów rynku europejskich ram prawnych w zakresie obowiązkowego ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych dotyczących detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach. Ma on na celu wprowadzenie podejścia horyzontalnego zapewniającego spójne podstawy dla regulacji w zakresie obowiązkowego ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych na poziomie europejskim, bez względu na to jakiego pakietu dany produkt jest częścią i jak jest sprzedawany.

Prace te mają na celu dopilnowanie, aby rynki detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach były bardziej przejrzyste, proponowane inwestycje były lepiej wyjaśniane, a sprzedaż produktów była zgodna z interesem inwestorów. Doprowadzi to do powstania rynku, w ramach którego arbitraż regulacyjny nie będzie ukierunkowywał oszczędności na określone rodzaje produktów.

Prace te przyczynią się do odbudowy poważnie nadwyrężonego przez kryzys finansowy zaufania inwestorów do produktów inwestycyjnych w pakietach. Z powodu odpisów aktualizujących wartość aktywów i wycofywania się inwestorów, wartość aktywów

zainwestowanych w najbardziej powszechne detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach spadła z 10 bln EUR na koniec 2007 r. do szacunkowego poziomu około 8 bln EUR na koniec 2008 r. W tym kontekście niniejszy komunikat jest częścią reformatorskich środków opublikowanych w komunikacie Komisji Europejskiej przed wiosennym posiedzeniem Rady Europejskiej mających wyeliminować odsłonięte przez kryzys finansowy braki w zakresie regulacji.

Czym są detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach?

Obecnie inwestycje detaliczne na rynkach finansowych są głównie prowadzone poprzez „pakiety” detalicznych produktów inwestycyjnych. Produkty te mogą przybierać rozmaite formy prawne, dostarczające inwestorom detalicznym zasadniczo porównywalnych funkcji:

- oferują one ekspozycję na bazowe aktywa finansowe, będącą jednak częścią pakietu, co porównaniu z bezpośrednim udziałem modyfikuje tę ekspozycję;
- ich funkcją pierwotną jest akumulacja kapitału, choć niektóre z nich zapewniają jego ochronę;
- są one zwykle zaprojektowane z myślą o średnio- i długoterminowym rynku detalicznym; oraz
- są oferowane inwestorom detalicznym w sprzedaży bezpośredniej, choć mogą być również sprzedawane inwestorom profesjonalnym.

Wielu inwestorów detalicznych porównuje wszystkie właściwe rodzaje produktów przed rozpoznaniem odpowiednich wariantów inwestycyjnych. Ten sposób postępowania jest w coraz większym stopniu ułatwiany przez banki i inne systemy dystrybucji, sprzedające szeroką gamę produktów inwestycyjnych. W polu 1 zamieszczono główne rodzaje produktów omówionych w niniejszym rozdziale. Wspomniane rodzaje produktów różnią się od siebie sposobem opodatkowania i formą oferty inwestycyjnej. Odpowiedni dla danego inwestora wybór produktu będzie uzależniony przede wszystkim od jego lub jej profilu, zmieniającego się w zależności od sytuacji finansowej i potrzeb inwestycyjnych, sytuacji rodzinnej, wieku, profilu podatkowego oraz gotowości do podejmowania ryzyka.

Zamieszczony poniżej wykaz nie jest wyczerpujący. Pojawiają się wciąż nowe produkty inwestycyjne. Nie są to jedyne produkty inwestycyjne odpowiednie dla rynku detalicznego. Opis ten oraz wykaz służą jednak za punkt wyjścia do identyfikacji detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach na potrzeby niniejszej inicjatywy.

Pole 1: Rodzaje detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach

Zamieszczone poniżej opisy produktów są jedynie orientacyjne; w większości przypadków brakuje obecnie powszechnie uznanych prawnych definicji przedmiotowych rodzajów produktów.

- **Fundusze inwestycyjne (lub wzajemne).** Fundusze inwestycyjne są 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 UCITS („przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe”, których działalność została zharmonizowana w ramach dyrektywy w sprawie UCITS), lub jako fundusze podlegające uregulowaniom prawnym na poziomie krajowym (fundusze niezharmonizowane lub nie-UCITS).

- **Inwestycje „w pakiecie” takie jak polisy ubezpieczenia na życie.** W ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych część składki jest wykorzystywana do zakupu ochrony zapewnionej zakresem ubezpieczenia na życie (suma ubezpieczenia), a pozostała jej część jest inwestowana w fundusze typu UCITS. Rentowność polisy jest uzależniona od wyników tych funduszy. W przeciwieństwie do tradycyjnych produktów z zakresu ubezpieczeń na życie, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe nie gwarantują zwykle wypłaty określonej kwoty finansowej w szczególności w przypadku śmierci/dożycia, lecz proponują w zamian kwotę, będącą wielokrotnością wartości rynkowej jednej lub kilku jednostek udziałowych. Ryzyko inwestycyjne spoczywa zatem, z definicji, po stronie ubezpieczającego.
- **Detaliczne, strukturyzowane papiery wartościowe.** Strukturyzowane papiery wartościowe są pochodną jednego rodzaju papieru wartościowego, koszyka papierów wartościowych, wskaźnika, towaru, emisji długu i/lub waluty zagranicznej, lub też bazują na jednej z tych kategorii. W przypadku strukturyzowanych papierów wartościowych bank inwestycyjny zobowiązuje się zwykle do dokonania wypłaty kalkulowanej według z góry określonej formuły w uprzednio określonym terminie. Większość strukturyzowanych papierów wartościowych oferuje pełną ochronę zainwestowanego kapitału na koniec terminu wykupu, podczas gdy pozostałe oferują wyższą rentowność w zamian za ograniczoną ochronę kapitału lub jej brak. Są one sprzedawane inwestorom m.in. jako certyfikaty, strukturyzowane papiery dłużne (obligacje) lub warranty.
- **Strukturyzowane depozyty terminowe.** Strukturyzowane depozyty terminowe są połączeniem depozytu terminowego z wbudowaną opcją lub strukturą opartą na stopach procentowych. Są one projektowane tak, by osiągnąć określony profil wartości inwestycji powiązany z jej ryzykiem, co jest możliwe dzięki transakcjom na finansowych instrumentach pochodnych, takich jak opcje stopy procentowej i opcje walutowe.

W proces tworzenia i sprzedaży tych produktów inwestorom detalicznym zaangażowane są rozmaite instytucje finansowe reprezentujące liczne sektory branży usług finansowych. Produkty te projektują i zarządzają nimi 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 oraz niezależnych doradców finansowych.

Zagrożenia dla inwestorów detalicznych

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.

„Pakowanie” produktów inwestycyjnych może również zapewniać konkretne korzyści, na przykład 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.

Istnieje jednak wyraźna asymetria między informacjami i wiedzą specjalistyczną posiadanymi przez twórców i dystrybutorów tych produktów, a informacjami i wiedzą posiadaną przez inwestorów detalicznych, którzy to wykazują się zwykle względnie niskim poziomem wiedzy finansowej. Działanie polegające na „pakowaniu” inwestycji zwiększa tę asymetrię, chociażby poprzez pogłębienie ich złożoności zmniejszające przejrzystość głównych cech inwestycji oraz poprzez wprowadzanie dodatkowych, nie od razu widocznych kosztów.

W efekcie tego, konsumenci muszą polegać z jednej strony na informacjach o produkcie udostępnianych przez jego twórców, a z drugiej na usługach, takich jak doradztwo, oferowanych przez dystrybutorów produktów i doradców finansowych.

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. Jest to jeszcze bardziej powszechne zjawisko gdy interesy sprzedających i kupujących nie pokrywają się ze sobą, na przykład gdy w zamian za sprzedaż swoich produktów ich inicjatorzy dostarczają zachęt finansowych dystrybutorom lub doradcom.

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 produktów inwestycyjnych w pakietach.

Regulacja w zakresie ujawniania informacji o produktach i sprzedaży detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach

W świetle tych potencjalnych zagrożeń dla inwestorów detalicznych, wprowadzono regulację na poziomie europejskim i na poziomie państw członkowskich.

W niektórych przypadkach przyczyniły się do tego uregulowania prawne dotyczące samych produktów, na przykład poprzez ograniczanie dostępu inwestorów detalicznych do niektórych typów produktów lub zawężenie zakresu aktywów, w które mogą inwestować podmioty zarządzające inwestycjami detalicznymi. Mimo iż podejście to okazało się skuteczne w niektórych sektorach, trudno je skutecznie wdrożyć w obliczu innowacji finansowych.

Regulatorzy skupiali się raczej zatem zwykle na umożliwieniu inwestorom podejmowania lepszych decyzji, koncentrując się na przepisach w dwóch obszarach:

- formie i treści podstawowych **informacji ujawnianych** inwestorom i towarzyszącym im materiałom marketingowym udostępnianym inwestorom przed podjęciem decyzji inwestycyjnej. Rośnie znaczenie informacji ujawnianych w formie streszczenia, opisujących główne cechy ofert inwestycyjnych (koszty, oczekiwany stosunek ryzyka do nagrody itd.) oraz ukierunkowanych na zaspokojenie potrzeb informacyjnych inwestorów detalicznych;

- sposobie prowadzenia działalności gospodarczej przez dystrybutorów produktów oraz unikaniu i ujawnianiu konfliktów interesów w procesach sprzedaży i doradztwa jak również zarządzaniu nimi (**przepisy w zakresie sprzedaży**).

Takie przepisy nie gwarantują dobrych decyzji inwestycyjnych. Biorąc pod uwagę towarzyszące większości produktów inwestycyjnych ryzyko rynkowe, nie mogą one również zapewnić ochrony na wypadek niekorzystnych wyników inwestycyjnych. Mogą one jednak zminimalizować ryzyko doświadczania przez inwestorów niekorzystnych sytuacji, o których nie zostali wcześniej uprzedzeni.

Istotnym elementem uzupełniającym te przepisy jest ciągłe dążenie do poprawy poziomu **edukacji finansowej** inwestorów detalicznych w Unii Europejskiej, stanowiące sposób na wyposażenie inwestorów o najmniejszej wiedzy w odpowiednie narzędzia do podejmowania decyzji finansowych. Jednakże edukacja finansowa nie może zwalniać z odpowiedzialności inicjatorów produktów inwestycyjnych i oferujących je pośredników.

2. CZY EUROPEJSKIE RAMY PRAWNE SĄ ODPOWIEDNIE ?

Prawo wspólnotowe zawiera wiele rozbieżnych postanowień dotyczących instytucji inicjujących, dystrybuujących i sprzedających detaliczne produkty inwestycyjne.

Regulacja w zakresie obowiązkowego ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych na poziomie europejskim obejmuje dyrektywy sektorowe dotyczące sektorów funduszy, ubezpieczeń i papierów wartościowych oraz prawodawstwa przekrojowego dotyczącego konkretnych kanałów sprzedaży lub praktyk handlowych. 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 odbywa się poprzez dwa główne akty prawne: dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) i dyrektywę w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (IMD). Dyrektywy te określają m.in. zasady świadczenia usług w punktach sprzedaży, oraz zarządzania i ujawniania konfliktów interesów.

Zgodnie z tym co zostało zaprezentowane w tabeli 1, ten stan rzeczy skutkuje wysoce rozdrobnioną „mozaiką regulacyjną” w prawie wspólnotowym. Detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach 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.

Tabela 1: Przepisy w sprawie ujawniania informacji i sprzedaży detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach w prawie wspólnotowym

	UCITS	Niezharmonizowane fundusze inwestycyjne	Ubezpieczenie we fundusze kapitałowe	Strukturyzowane papiery wartościowe i fundusze zamknięte	Strukturyzowane depozyty terminowe
Przepisy w sprawie informacji o produkcie mające zastosowanie do jego twórców, emitentów lub pośredników	Uproszczony prospekt emisyjny dyrektywy w sprawie UCITS	MiFID (wysokie wymagania w zakresie ujawniania informacji o produkcie mające zastosowanie do pośredników MiFID podczas sprzedaży instrumentów finansowych)	Skonsolidowana na dyrektywa w sprawie ubezpieczeń na życie	Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego	Brak przepisów na poziomie UE ¹
	MiFID (wysokie wymagania w zakresie ujawniania informacji o produkcie mające zastosowanie do pośredników MiFID podczas sprzedaży instrumentów finansowych)		IMD w zakresie wymogów dotyczących ujawniania informacji na temat niektórych produktów	MiFID (wysokie wymagania w zakresie ujawniania informacji o produkcie mające zastosowanie do pośredników MiFID podczas sprzedaży instrumentów finansowych)	
	Dyrektywa o handlu elektronicznym lub dyrektywa dotycząca sprzedaży usług finansowych na odległość				
Przepisy w zakresie sprzedaży	MiFID	MiFID	IMD	MiFID	Brak przepisów na poziomie UE
	Dyrektywa w sprawie UCITS				
	Dyrektywa o handlu elektronicznym lub dyrektywa dotycząca sprzedaży usług finansowych na odległość				

Czy ta „mozaika regulacyjna” jest powodem do obaw?

Odziedziczonym przez nas europejskim ramom regulacyjnym brakuje spójności i adekwatności do współczesnego rynku inwestycji detalicznych. Niespójności i luki w przepisach sektorowych zmniejszają pewność co do tego, że właściwy poziom ochrony inwestorów jest zapewniony w przypadku wszystkich produktów.

Istnieje wiele przykładów skutecznego, ukierunkowanego na konsumenta ujawniania informacji oraz sprzedaży koncentrującej się na potrzebach konsumenta, na podstawie których można sformułować odpowiednie zalecenia. Mimo tego liczne są przypadki strat spowodowanych wadliwym projektowaniem produktów i udzielaniem błędnych informacji na jego temat lub sprzedawaniem ich w sposób nie odpowiadający standardom. Praktyki te ciągle mają miejsce, a inwestorzy detaliczni nadal kupują produkty, których cech dobrze nie rozumieją.

¹ Niezbędna będzie dalsza analiza, aby ustalić jakie szczególne wymogi stosować w zależności od formy strukturyzowanego produktu, ponieważ możliwe jest, że w niektórych okolicznościach istniejące wymogi mogą być stosowane.

Zakres strat ponoszonych przez inwestorów jest trudny do oszacowania, częściowo dlatego, że przyjmuje on często formę kosztów alternatywnych. Ocena skutków zawiera streszczenie materiałów dowodowych i ekspertyz przekazanych przez takie zainteresowane strony jak konsumenci i ich przedstawiciele, krajowi regulatorzy i uczestnicy rynku. Jest to argument na rzecz poglądu, że zawodne rozwiązania regulacyjne działają w znacznym stopniu ze szkodą dla inwestorów.

Zagadnienia problematyczne związane z przepisami UE w zakresie kluczowych informacji ujawnianych inwestorom

Istnieją znaczne niespójności co do formy i treści ujawnianych w formie streszczenia informacji dotyczących zasadniczo porównywalnych produktów. 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 niektórych przypadkach konsumenci są konfrontowani z informacjami, które są zbyt techniczne, źle przedstawione lub trudne do zrozumienia, co powoduje „przeładowanie informacjami”. W innych sytuacjach istniejące obowiązki w zakresie ujawniania informacji o charakterze sektorowym nie sprawdzają się w przypadku detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, tak jak ma to miejsce w sektorze ubezpieczeń, gdzie wymogi w zakresie obowiązkowego ujawniania informacji zostały zaprojektowane dla pełnej gamy produktów ubezpieczeniowych, a nie dla produktów posiadających funkcję inwestycyjną. W jeszcze innych okolicznościach - jak w przypadku strukturyzowanych depozytów terminowych - europejskie przepisy w ogóle nie istnieją. Niespójności te są przeszkodą w skutecznym porównywaniu cech rozmaitych typów produktów i szkodzą jakości decyzji podejmowanych przez inwestorów.

Doświadczenia związane z kryzysem finansowym uwypukliły znaczenie skutecznego ujawniania informacji w tych obszarach. Zrodziły one poważne wątpliwości co do zrozumienia przez inwestorów możliwości wystąpienia ryzyka spadku wartości aktywów bazowych inwestycji lub ryzyka kontrahenta, nierozzerwalnie związanych z niektórymi produktami.

Mając na względzie właśnie te kwestie Komisja Europejska zaproponowała zastąpienie wymaganego obecnie uproszczonego prospektu emisyjnego dla UCITS dokumentem „kluczowych informacji dla inwestorów”, w ramach którego informacje, których ujawnianie jest obowiązkowe, przedstawiane są w sposób krótszy, jaśniejszy i ukierunkowany na inwestora. Kluczowe informacje dla inwestorów są przygotowywane przy dużym zaangażowaniu zainteresowanych stron i uwzględniają rygorystyczne testy projektów ujawnianych informacji wśród inwestorów detalicznych. Prace te są punktem odniesienia dla procesu ustalania udoskonalonych obowiązków informacyjnych dla całego rynku detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach.

Słabości regulacji w zakresie praktyk sprzedażowych

Europejskie przepisy dotyczące praktyk sprzedażowych dążą do zapewnienia profesjonalnego i uczciwego zachowania ze strony dystrybutorów oraz tego, by w trakcie sprzedaży produktu lub doradzania go mieli na względzie potrzeby inwestora. Ich celem jest również unikanie

konfliktów interesów, skuteczne nimi zarządzanie lub ujawnianie ich. Ma to kluczowe znaczenie. Przeprowadzona ostatnio wśród doradców inwestycyjnych ankieta wskazuje na to, że 72 % respondentów uważa, że sposób w jaki skonstruowane są prowizje sprzedażowe może wpływać na to jakie produkty są sprzedawane inwestorom².

Istnieją jednak pewne różnice w przepisach mających zastosowanie w tym zakresie w ramach dwóch głównych aktów prawa wspólnotowego: MiFID i IMD. W odniesieniu do konfliktów interesów MiFID wprowadziła skomplikowany system mający na celu unikanie konfliktów interesów, skuteczne nimi zarządzanie i ujawnianie ich, obejmujący szczegółowe przepisy dotyczące wypłacania zachęt finansowych na rzecz pośredników. IMD natomiast nie zawiera równoważnych przepisów dotyczących konfliktu interesów lub zachęt. Wymaga ona od pośredników, by poinformowali klienta o tym, czy świadczą usługi doradcze na podstawie rzetelnej analizy (do której wykorzystano wystarczającą liczbę umów ubezpieczenia), czy też łączą ich zobowiązania umowne z jednym lub kilkoma ubezpieczycielami.

Praktyczne doświadczenia, zarówno w obszarze MiFID jak i IMD pozostają ograniczone. Mimo tego Komisja Europejska obawia się, że niespójności w zakresie standardów praktyk sprzedaży detalicznej produktów inwestycyjnych w pakietach w tych dwóch dyrektywach zwiększą możliwość działania na szkodę inwestora i arbitrażu regulacyjnego.

Dyrektywy te nie obejmują niektórych produktów i kanałów dystrybucji. Sprzedaż bezpośrednia (ang. - *direct sales*) prowadzona przez twórców produktów (na przykład podmioty zarządzające funduszami lub zakłady ubezpieczeń) nie podlega tym samym przepisom co sprzedaż przez pośredników. Ponadto brak jest europejskich przepisów dotyczących dystrybucji strukturyzowanych depozytów terminowych niebędących instrumentami finansowymi w znaczeniu MiFID. Luki te powodują nierówne warunki działalności.

3. CZY ZMIANY W PRAWODAWSTWIE EUROPEJSKIM WPLYNĄ NA POPRAWĘ WYNIKÓW?

Czy słabości te są wynikiem niespójności legislacyjnych na poziomie europejskim, czy u ich podstaw leżą inne przyczyny, takie jak słabe egzekwowanie prawa? Czy niedoskonałości w prawie wspólnotowym mogą zostać skompensowane działaniem ze strony państw członkowskich lub zainteresowanych branży?

Niektóre państwa członkowskie zareagowały już na niespójności i luki w europejskich ramach regulacyjnych nakładając dodatkowe wymogi w zakresie obowiązków informacyjnych i praktyk sprzedażowych na poziomie krajowym. W wielu sektorach twórcy i dystrybutorzy podjęli również działania by udoskonalić dokumenty ujawniające informacje i promować odpowiedzialne procedury sprzedaży i doradztwa poprzez kodeksy postępowania i oświadczenia w sprawie najlepszych praktyk.

Jednakże odpowiedzi te mają siłą rzeczy ograniczony zasięg terytorialny. Nie mogą one zapewnić skoordynowanej ani systematycznej odpowiedzi na niedoskonałości europejskich ram prawnych. Niespójności prawa wspólnotowego są przeszkodą dla krajowych regulatorów, gdy próbują oni osiągnąć większy poziom spójności, w szczególności w

² CFA Institute European Union Member Poll on Executive Compensation and Retail Investment Products, styczeń 2009 r.

przypadku gdy przepisy prawa wspólnotowego nie pozwalają na przyjęcie dodatkowych środków krajowych. Dzieje się tak nawet w przypadku produktów sprzedawanych w przeważającej mierze na rynku lokalnym.

Ponadto nieskoordynowane odpowiedzi krajowe mogą działać jako przeszkoda w funkcjonowaniu jednolitego rynku. W przypadku tych produktów, dla których nie istnieją obecnie formalne przepisy harmonizujące warunki ich dystrybucji transgranicznej, bardziej konsekwentne przepisy UE w sprawie ujawniania informacji i praktyk sprzedażowych na poziomie europejskim mogą usunąć niektóre przeszkody dla transgranicznej dystrybucji detalicznej.

Komisja Europejska doszła zatem do wniosku, że zarządzenie w sposób systematyczny i skoordynowany zagrożeniom wiążącym się z rozdrobnionymi ramami regulacyjnymi w zakresie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach wymaga podjęcia zdecydowanych działań na poziomie europejskim. W celu wprowadzenia bezpiecznego i zrównoważonego otoczenia regulacyjnego w całej Europie i wniesienia wkładu do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku, konieczna jest większa spójność europejskiego otoczenia regulacyjnego.

4. PROPOZYCJE KOMISJI EUROPEJSKIEJ

Komisja Europejska jest zdania, że istniejąca „mozaika” sektorowa musi zostać zastąpiona **podejściem horyzontalnym, zarówno w zakresie obowiązków informacyjnych jak i praktyk sprzedażowych**. Podejście to będzie promowało konsekwentny sposób traktowania, bez względu na formę prawną produktu lub wykorzystywany w jego przypadku kanał dystrybucji, i mogłoby zostać rozszerzone na wciąż pojawiające się innowacje na rynku detalicznym.

Podejście oparte na zmianie istniejącego prawodawstwa sektorowego i wprowadzeniu nowego prawodawstwa w sektorach, które aktualnie nie są nim objęte, może wydawać się rozwiązaniem zakłócającym w mniejszym stopniu istniejące wymogi. Jednakże byłoby ono mniej skuteczne przy wprowadzaniu konsekwentnego i spójnego podejścia i utrwałoby ryzyko niepełnego lub nieaktualnego zakresu rodzącego konieczność dalszych interwencji w przyszłości.

Środki horyzontalne nie wykluczają pewnych dostosowań w wymogach regulacyjnych w celu oddania w nich obiektywnych różnic w cechach poszczególnych produktów. W ramach środków horyzontalnych, w formie aktów prawnych przyjmowanych w ramach procedury Lamfalussy’ego, możliwe byłoby połączenie jednolitych zasad i podstawowych wymogów dla wszystkich odnośnych produktów lub podmiotów, przy jednoczesnym dopuszczeniu, by szczegółowa treść i forma wymogów została dostosowana do specyfiki poszczególnych produktów.

Jak będzie wyglądać podejście horyzontalne?

Zamieszczona poniżej sekcja określa podejście, które zamierza się przyjąć przy opracowywaniu przepisów horyzontalnych, dotyczących zarówno przygotowywania kluczowych informacji dla inwestorów przez twórców detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, jak i sprzedaży tych produktów przez pośredników lub przez innych dystrybutorów, w tym przez inicjatorów produktów. W tych dwóch obszarach

przewidziano odrębne inicjatywy legislacyjne, głównie dlatego, że w sprzedaż i inicjację produktów zaangażowane są różne jednostki. Te odrębne instrumenty powinny skutecznie ze sobą współgrać.

Kluczowe informacje ujawniane inwestorom przez inicjatorów produktów

Horyzontalne podejście w tym obszarze będzie się wiązało z opracowaniem nowego instrumentu, zastępującego istniejące przepisy sektorowe lub włączającego do nich odpowiednie przepisy oraz rozszerzającego ich zakres o produkty, do których nie mają obecnie zastosowania żadne przepisy.

Kluczowe elementy horyzontalnego instrumentu w sprawie produktów w pakietach zostały opisane w poniższym polu.

Pole 2: Kluczowe obowiązki informacyjne wobec inwestorów

Cele:

- Celem byłoby osiągnięcie możliwie jak największego stopnia harmonizacji i standaryzacji kluczowych obowiązków informacyjnych w obrocie detalicznym, w celu umożliwienia porównywania produktów, przy pewnym dostosowaniu szczegółowych zasad do specyfiki poszczególnych produktów.

Zakres

- Nowy instrument horyzontalny miałby zastosowanie wobec wszystkich twórców detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, nawet jeśli produkt jest „przetworzoną” formą innego produktu bazowego, jak ma to miejsce w przypadku „pakowania” produktów.
- Produktami objętymi tym zakresem byłyby produkty wchodzące w zakres definicji detalicznego produktu inwestycyjnego w pakiecie, nakreślonej tymczasowo w skróconej formie w sekcji 1.

Zasady, na podstawie których zostaną określone kluczowe obowiązki informacyjne wobec inwestorów

- Ujawniane informacje na temat produktów powinny być uczciwe, jasne i niewprowadzające w błąd. Powinny one być zrozumiałe dla inwestorów docelowych, którzy mają często niewielkie doświadczenie inwestycyjne lub nie mają go wcale.
- Powinny one zawierać informacje niezbędne do podjęcia świadomej decyzji inwestycyjnej (np. obejmować dane dotyczące rentowności produktu i związanego z nim ryzyka, opłat, gwarancji kapitału i sposobu działania produktu, na przykład istnienia określonych terminów zapadalności). Na tyle na ile to możliwe, powinny one być zaprojektowane w wystandaryzowany sposób ułatwiający porównywanie produktów.
- Powinny one być prezentowane w formie odpowiednim dla inwestora detalicznego: powinny być zwięzłe i proste (lecz zawierać kluczowe informacje) oraz szeroko testowane

wśród inwestorów w celu dopilnowania, aby działały zgodnie z zamierzeniami.

- Ujawniane informacje powinny być dostarczane inwestorom w odpowiednim czasie, tak aby mogły wpłynąć na decyzję dotyczącą zakupu lub niekupowania inwestycji. Wszystkie podmioty sprzedające detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach powinny być objęte wymogiem dostarczania inwestorowi obowiązkowych materiałów informacyjnych opracowanych przez twórcę produktu. Obowiązek ten miałby zastosowanie zarówno w przypadku pośredników jak i twórców sprzedających swoje własne produkty, bez względu na to czy sprzedaż łączy się z usługami takimi jak doradztwo.
- Wszelkie towarzyszące im komunikaty marketingowe powinny być uczciwe, jasne i niewprowadzające w błąd oraz powinny być jasno oddzielone od informacji ujawnianych obowiązkowo, zachowując z nimi jednocześnie pełną spójność.

Najnowsze prace nad opracowywaniem kluczowych informacji dla inwestorów w przypadku UCITS stanowią jasny punkt odniesienia w zakresie standardowych obowiązków informacyjnych wobec innych detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, nawet jeśli obowiązki te powinny zostać dostosowane tak, by odzwierciedlały szczególne cechy i formy prawne innych produktów. Inne prace przygotowane przez Komisję, takie jak *Standardowy europejski arkusz informacyjny dotyczący kredytu konsumenckiego*, o którym mowa w dyrektywie w sprawie kredytu konsumenckiego, mogą również być źródłem wiedzy na temat znaczenia jakie ma dla konsumentów standaryzacja informacji udzielanych przed zawarciem umowy.

Sprzedaż detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach przez pośredników i innych dystrybutorów

Komisja Europejska uważa, że właściwym podejściem jest stosowanie tych samych wymogów legislacyjnych do wszystkich rodzajów sprzedaży detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, bez względu na to jaki kanał dystrybucji jest wykorzystywany do tego celu. Jasnym punktem odniesienia dla tego typu wymogów są przepisy MiFID dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej i konfliktów interesów. Objęcie tymi środkami wszystkich detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach mogłoby zostać osiągnięte poprzez rozszerzenie zakresu odpowiednich przepisów MiFID, tak by miały zastosowanie do wszystkich podmiotów sprzedających dane produkty.

Kluczowe elementy horyzontalnego podejścia do praktyk sprzedażowych będą następujące:

Pole 3: Horyzontalne podejście do regulacji praktyk sprzedażowych

Zakres

- Przepisy w sprawie konsekwentnego prowadzenia działalności gospodarczej, zachęt i konfliktu interesów, z MiFID jako punktem odniesienia, stosowałyby się wobec wszystkich tych, którzy sprzedają detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach, bez względu na to czy dany podmiot jest pośrednikiem czy sam jest twórcą produktu. Możliwe jest, że w ramach szczegółowych wymogów znajdzie potrzeba wzięcia pod uwagę rodzaju oferowanej usługi (doradztwo, przekazywanie zlecenia).

Zasady

- Praktyki sprzedażowe muszą być ukierunkowane na uczciwe traktowanie inwestora.
- Udzielając porady inwestycyjnej inwestorowi, doradca powinien poczynić niezbędne kroki w celu dopilnowania, by sprzedawane produkty odpowiadały profilowi i potrzebom inwestora oraz by inwestor rozumiał charakter usługi świadczonej przez doradcę.
- Jeśli produkt sprzedawany jest bez tego typu porady, należy w sposób jasny zakomunikować, jakie są granice świadczonych usług i zagrożenia dla inwestora. Ocena adekwatności produktu ze względu na potrzeby inwestora może być mimo wszystko wymagana w pewnych okolicznościach.
- Konflikty interesów nie mogą wpływać negatywnie na inwestorów ani w przypadku sprzedaży połączonej z usługą doradztwa, ani sprzedaży z tą usługą niepowiązanej. Należy, w miarę możliwości, ich unikać, lub identyfikować je, zarządzać nimi i ujawniać je w sposób zrozumiały dla inwestorów.
- Inwestorzy muszą otrzymywać jasne, przedstawiające stan faktyczny informacje na temat ustaleń dotyczących wynagrodzeń oraz wszelkich kosztów, prowizji lub opłat, w formie, z której będą mogli skorzystać.
- Osoby oceniające, czy dane produkty są odpowiednie dla poszczególnych inwestorów, muszą w pełni rozumieć te produkty i ich parametry.

Jakie są kluczowe wyzwania towarzyszące opracowywaniu podejścia horyzontalnego?

Mimo iż ogólne pojęcie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach jest względnie jasne, konieczna będzie ogólna definicja, będąca definicją wystarczająco precyzyjną by uniknąć prawnej niepewności i arbitrażu prawnego. Konieczne będzie uzupełnienie tej ogólnej definicji jasnym określeniem produktów wchodzących w jej zakres. Komisja Europejska zdaje sobie sprawę z tego, że jest to duże wyzwanie.

Nie uważa ona jednak, by te problemy pojęciowe były nie do przezwyciężenia. W ramach działań następczych w stosunku do niniejszego komunikatu opracowana zostanie ogólna definicja, uzupełniona „białą listą” produktów objętych lub nieobjętych jej zakresem.

Drugie kluczowe wyzwanie będzie polegało na pogodzeniu tego(tych) nowego(-ych) instrumentu(-ów) z istniejącym prawodawstwem sektorowym. Aby uniknąć nakładania się na siebie wymogów, wszystkie właściwe środki istniejące obecnie muszą zostać faktycznie uchylone i zastąpione nowymi środkami horyzontalnymi.

Duże wyzwania będą również związane z opracowaniem szczegółowych propozycji kształtu ujawnianych informacji, na przykład w kwestii spójnego ujawniania informacji na temat opłat, zagrożeń i potencjalnych nagród związanych z produktem, w sytuacji gdy produkty bazowe istotnie się od siebie różnią pod względem sposobu działania. Doświadczenie uzyskane podczas opracowywania udoskonalonych informacji ujawnianych inwestorom w przypadku UCITS wskazuje, że pociąga to za sobą znaczne nakłady pracy technicznej nad szczegółami i w zakresie testowania propozycji wśród inwestorów.

Stworzenie ram dla lepszej regulacji nie jest samo w sobie wystarczającym warunkiem osiągnięcia opisanych tu wyników. Decydującą rolę odegra skuteczna współpraca między krajowymi organami nadzoru oraz konsekwentny i skuteczny nadzór w zakresie poszanowania wymogów. Ponadto, by móc oprzeć się na udoskonalonych uregulowaniach prawnych, konieczne będzie położenie ze strony branży znacznego nacisku na potrzeby inwestora oraz poprawa zdolności finansowej inwestorów detalicznych.

5. WNIOSEK

W obliczu kryzysu finansowego konieczne jest położenie fundamentów pod przyszłe wznowienie zainteresowania detalicznymi produktami inwestycyjnymi w pakietach ze strony inwestorów: będą oni nadal oszczędzać i inwestować, a także będą nadal potrzebować dobrze zarządzanych, bezpiecznych produktów, które będą w stanie zrozumieć i które zostaną im wyjaśnione zgodnie ze stanem faktycznym oraz sprzedane w uczciwy sposób.

Komisja Europejska zdaje sobie sprawę z tego, że detaliczne produkty inwestycyjne w pakietach odgrywają istotną rolę, zarówno dzięki temu, że dostarczają rynkom detalicznym szereg efektywnych instrumentów inwestowania, jak i temu, że sprzyjają wydajnym rynkom kapitału. W tym kontekście decydującą rolę w budowaniu efektywnych i wydajnych rynków detalicznych odgrywają twórcy produktów i pośrednicy, pomagający potencjalnym inwestorom wybrać inwestycje, które będą odpowiadały ich potrzebom. Twórcy produktów i pośrednicy muszą oczywiście otrzymywać w zamian za pełnienie tej roli wynagrodzenie.

Komisja Europejska jest zdania, że nie da się ustanowić trwałego i satysfakcjonującego otoczenia regulacyjnego w zakresie sprzedaży i informacji ujawnianych na temat detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, dopóki nie zostaną wyeliminowane głębokie różnice wpływające z prawodawstwa europejskiego. Opracowanie tego podejścia wiąże się z dużymi wyzwaniem, w tym z wyzwaniami stojącymi przed organami nadzoru związanymi z egzekwowaniem nowych wymogów prawnych oraz z wyzwaniami dla branży związanymi z rozpoczęciem ich stosowania. Aby zminimalizować skutki kosztowe trzeba będzie działać niezwykle ostrożnie. Horyzontalne podejście przekrojowe będzie również implikować potrzebę znacznej, dodatkowej koordynacji i dialogu pomiędzy istniejącymi sektorowymi organami nadzoru w celu zapewnienia spójnej interpretacji i skutecznego działania w stosunku do nadzorowanych przez nich branży.

Kolejne kroki

Komisja Europejska rozpocznie obecnie prace nad szczegółowymi wnioskami w sprawie opracowania nakreślonego w komunikacie podejścia legislacyjnego. Będą one obejmować:

- zebranie uwag o charakterze technicznym od komitetów organów państw członkowskich, komitetów technicznych i innych grup skupiających zainteresowane strony, aby pomóc w przygotowywaniu tych środków,
- rozpoczęcie badań w celu stworzenia bazy informacyjnej dla przygotowywania środków legislacyjnych i kolejnych ocen skutków;
- publikacja pierwszego zarysu możliwej formy i treści opisanych powyżej środków do końca 2009 r. Dokument ten będzie przedmiotem konsultacji z zainteresowanymi stronami.