

Deficyt transparentności informacji dotyczącej produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych jako zagrożenie bezpieczeństwa konsumenta na rynku usług finansowych

Bożena FRĄCZEK¹

*Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach,
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych*

Streszczenie. Rozwój rynku finansowego – potwierdzany poszerzaniem oferty produktowej, wzrostem obrotów oraz zwiększaniem liczby uczestników – stwarza ogromne możliwości zarówno przedsiębiorstwom, jak i gospodarstwom domowym. Z jego rozwojem wiąże się także wiele zagrożeń wynikających ze wzrastającego poziomu ryzyka, z niedopasowania tempa rozwoju rynku finansowego do poziomu wiedzy, umiejętności finansowych oraz świadomości jego uczestników, a także z niewłaściwej polityki informacyjnej podmiotów kreujących ten rynek. Instytucje finansowe przygotowujące produkty i usługi finansowe, nie zawsze w sposób świadomy, ograniczają przejrzystość informacji dotyczących ofert. Deficyt transparentności informacji dotyczących oferowanych produktów i usług może stanowić poważną barierę ograniczającą efektywne i świadome uczestniczenie w rynku finansowym.

Z uwagi na ogromne znaczenie procesów oszczędnościowo-inwestycyjnych w zarządzaniu finansami osobistymi za cel niniejszego artykułu przyjęto prezentację różnych form niewłaściwej polityki informacyjnej skutkującej brakiem lub ograniczoną przejrzystością informacji dotyczącej ofert rynku finansowego w zakresie gromadzenia nadwyżek finansowych. Poszczególne formy deficytu przejrzystości zostały zweryfikowane i zaprezentowane w oparciu o literaturę krajową i zagraniczną oraz na podstawie analizy przypadków.

Wykazano zarówno nieprecyzyjny i zróżnicowany sposób prezentacji warunków finansowych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych, a w szczególności stosowanie różnych rodzajów stóp dochodowości oraz odmiennych sposobów kalkulacji dochodu z instrumentów oszczędnościowo-inwestycyjnych, jak i różne przypadki jakościowo niewłaściwej informacji o tych produktach.

Słowa kluczowe: transparentność na rynkach finansowych, decyzje inwestycyjne, instytucje finansowe.

Kody JEL: D14, E44, G02, G20.

¹ Kontakt z autorem: Bożena Frączek, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, Polska, e-mail: b.fraczek@ue.katowice.pl.

1. Wstęp

Gromadzenie środków pieniężnych przez gospodarstwa domowe jest bardzo ważnym procesem w ramach zarządzania ich majątkiem. Zgromadzone oszczędności dają poczucie bezpieczeństwa finansowego oraz umożliwiają planowanie wydatków. Efektywna alokacja nadwyżek finansowych dodatkowo umożliwia pomnażanie zgromadzonych zasobów kapitałowych. Oszczędności gospodarstw domowych stanowią ważny element oszczędności narodowych i wpływają na wielkość inwestycji krajowych, determinujących wzrost gospodarczy.

Rynek finansowy oferuje wiele zróżnicowanych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych. Wśród czynników wpływających na oszczędzanie można wyszczególnić zarówno te, które mają wpływ na podjęcie decyzji o oszczędzaniu, jak i te, które odnoszą się do celu gromadzenia środków. Czynniki determinujące oszczędzanie są także dzielone na zewnętrzne (ogólne) – odnoszące się do otoczenia – oraz wewnętrzne (specyficzne) – wynikające ze specyfiki konsumenta, tj. gospodarstwa domowego, którego ten konsument jest członkiem [Krupa, Walczak, Chojnacka 2012, s. 111–122]. Inna klasyfikacja dzieli te czynniki na leżące po stronie konsumenta (czynniki popytowe) oraz leżące po stronie instytucji oferujących produkty oszczędnościowo-lokacyjne (czynniki podażowe).

Jednym z istotnych czynników podażowych, wpływających na efektywne decyzje dotyczące alokacji środków pieniężnych, jest poziom transparentności informacji o ofercie oszczędnościowo-inwestycyjnej. Ograniczona przejrzystość ofert finansowych stanowi poważną barierę uczestnictwa w rynku finansowym, ponieważ zniechęca do korzystania z usług finansowych i zmniejsza zaufanie do rynku finansowego. W związku z tym celem niniejszego artykułu jest przedstawienie różnych przypadków braku lub ograniczonej przejrzystości informacji dotyczącej ofert rynku finansowego w zakresie gromadzenia nadwyżek finansowych.

Założony cel pracy wynika z hipotezy głoszącej, że na rynku finansowym występuje deficyt transparentności informacji dotyczącej produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych.

Do weryfikacji hipotezy oraz osiągnięcia założonego celu w niniejszym przeglądowym artykule wykorzystana zostanie literatura krajowa i zagraniczna oraz analiza przypadków.

2. Brak transparentności w prezentowaniu finansowych warunków produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych – różne rodzaje stopy dochodowości instrumentów umożliwiających alokację kapitału

Konsumenci gromadzący nadwyżki finansowe mogą korzystać z bardzo szerokiej oferty produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych. Jednym z kryterium przy podejmowaniu decyzji o alokacji nadwyżek pieniężnych jest dochód generowany przez poszczególne instrumenty, który może być wyrażany w sposób bezwzględny (np. wysokość odsetek) lub względny (np. stopa dochodu). Porównywanie ofert nie

jest łatwe, głównie z powodu różnych rodzajów instrumentów finansowych oraz charakterystycznych dla nich rodzajów stóp, określających poziom dochodu, jaki można osiągnąć. Już w grupie najbardziej popularnych instrumentów umożliwiających alokację kapitału, takich jak lokaty i depozyty bankowe oraz certyfikaty czy obligacje, można wyszczególnić dwa podstawowe rodzaje stóp o różnych konstrukcjach, określających poziom dochodu.

Typowe dla lokat stopy o konstrukcji $r = O/PV$ (O – odsetki, PV – *Present Value*, wartość początkowa) oraz stopy instrumentów dyskontowych o konstrukcji $d = O/FV$ (O – odsetki, FV – *Future Value*, wartość końcowa) stanowią prosty przykład problemu, który może się pojawić w związku z koniecznością wykorzystania tego uniwersalnego parametru dla porównania atrakcyjności finansowej (dochodowości) ofert finansowych. Stopa (r) odzwierciedla relację zmiany wartości kapitału reprezentowaną przez odsetki (O) do wartości początkowej kapitału (PV – *Present Value*), natomiast stopa (d) przedstawia stosunek zmiany wartości kapitału (O) do wartości końcowej (FV – *Future Value*), uzyskanej z instrumentu po zakończeniu inwestycji. W zależności od charakterystyki instrumentów oraz/lub czasu trwania inwestycji na zmianę wartości kapitału (O), a tym samym konstrukcję stopy procentowej, wpływa sposób wyznaczania odsetek. Przy krótkim terminie inwestycji zazwyczaj stosowany jest rachunek odsetek prostych, natomiast w dłuższych okresach – rachunek odsetek złożonych, uwzględniający kapitalizację odsetek. Pojawia się zatem kolejny rodzaj stopy wyrażającej dochodowość instrumentu finansowego, tj. stopa efektywna, $r_{ef} = (1+r)^n - 1$ (gdzie r jest stopą wyrażoną w skali okresu kapitalizacji, natomiast n – liczbą okresów kapitalizacji przypadającą na okres kalkulowanej stopy efektywnej).

Brak transparentności związany ze sposobem kalkulacji odsetek, jako dochodu otrzymanego z tytułu ulokowania środków pieniężnych, jest w praktyce jeszcze bardziej złożony, ponieważ w obliczeniach dotyczących wysokości odsetek wykorzystywane są różne sposoby wyznaczania czasu. Zgodnie z art. 52 pkt 3 prawa bankowego: „Do obliczania należnych odsetek od środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku przyjmuje się, że rok liczy 365 dni, chyba że umowa stanowi inaczej” (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, tekst jedn. Dz. U. z 2016 r., poz. 1988). Zatem za rok powinno się przyjmować 365 dni. Emitenci lokat terminowych, określając czas ich trwania, posługują się ułamkiem, w którym odnoszą czas trwania lokaty (w dniach) do liczby dni w roku. O ile liczba dni w roku (mianownik) jest zwykle określana jako 365 – a więc zgodnie z obowiązującymi przepisami, o tyle czas trwania lokaty (licznik) wyrażany jest jako dokładna lub przybliżona (zakładająca, że każdy miesiąc ma 30 dni) liczba dni pomiędzy datami rozpoczęcia i zakończenia lokaty. Wskazane odmienne sposoby obliczania dni pomiędzy datami rozpoczęcia i zakończenia lokaty skutkują różną wielkością odsetek – jako dochodu osiąganego z tytułu ulokowania środków pieniężnych, przy tej samej stopie procentowej i tym samym czasie trwania lokaty – por. tabela 1.

Tabela 1. Przykład I ofert lokat dwóch banków

Bank	Kwota	Okres	Oprocentowanie	Zysk netto	Obliczenia
InBank	10 000	6 m-cy	2,4%	97,20 zł	$O = 10\,000 * (1 + 2,4\%)^{183/365}$ (dokładny rachunek dni) Odsetki po zapłaceniu podatku: $O = 120 (1 - 0,19) = 97,20$
IdeaBank	10 000	6 m-cy	2,4%	95,87 zł	$O = 10\,000 * 2,4\% * 180/365$ (mieszany rachunek dni) Odsetki po zapłaceniu podatku: $O = 118,36 * (1 - 0,19) = 95,87$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://inbankpolska.pl/lokaty/o-lokacie/>; <https://www.ideabank.pl/klienci-indywidualni-lokata-cloud>; <https://finanse.rankomat.pl/oszczedzanie/porowny-warka-lokat> (dostęp: 3.04.2017).

Przedstawione w tabeli 1 stopy procentowe są jednakowego rodzaju (r), tzn. odsetki są obliczane na podstawie kapitału początkowego (PV). W zaprezentowanych przykładach odsetki obliczane są z wykorzystaniem kolejno rachunku odsetek złożonych (w przypadku InBanku zastosowano kapitalizację roczną dla półrocznej lokaty) oraz rachunku odsetek prostych w okresie półrocznym (w przypadku Idea Banku półroczna lokata oznacza półroczną kapitalizację odsetek). Dokonanie właściwych kalkulacji w przypadku oferty InBanku wymaga świadomości, że podana stopa 2,4% jest możliwa do uzyskania w wyniku rolowania lokaty półrocznej na kolejny okres (półroczny), co potwierdza zasadność stosowania zasad oprocentowania złożonego.

Nie jest to jednak jedyna przyczyna różnicy odsetek. W zaprezentowanych ofertach zastosowano także wspomniane wcześniej zróżnicowane sposoby obliczania czasu trwania lokaty: w przypadku InBanku zastosowano metodę dokładną, natomiast w przypadku IdeaBanku metodę mieszaną, co wpłynęło na zmniejszenie wartości odsetek w drugim zaprezentowanym banku. Informacje dotyczące stosowanego w obliczeniach rachunku dni nie są zwykle podawane.

Kolejnym przykładem braku przejrzystości/czytelności warunków lokat bankowych jest brak eksponowania wszystkich elementów wpływających na dochodowość inwestycji – por. tabela 2.

Przykład zaprezentowany w tabeli 2 tylko z pozoru jest oczywisty i przejrzysty. Pierwsza oferta obejmuje dwukrotnie wyższą roczną stopę procentową (4%) i dwukrotnie krótszy czas trwania lokaty (3 miesiące) w porównaniu z drugą ofertą (2% i 6 miesięcy). Podane wartości stóp (4% dla lokaty 3-miesięcznej i 2% dla lokaty półrocznej) nie uwzględniają jednak różnej częstotliwości wypłaty odsetek (kapitalizacji), która to częstotliwość jest inna z uwagi na odmienny okres zapadalności lokat. W efekcie lokata 3-miesięczna jest bardziej korzystna niż lokata 6-miesięczna nie tylko z powodu wyższego oprocentowania, ale także częstszej kapitalizacji odsetek.

Tabela 2. Przykład II ofert lokat dwóch banków

Bank	Kwota	Okres	Oprocentowanie	Zysk netto	Obliczenia
NestBank	10 000	3 m-cy	4%	79,89 zł	$O = 10\,000 * 4\% * 90 / 365$ Odsetki po zapłaceniu podatku: $O = 98,63 * (1 - 0,19) = 79,89$
Credit Agricole	10 000	180 dni	2%	79,89 zł	$O = 10\,000 * 2\% * 180 / 365$ Odsetki po zapłaceniu podatku: $O = 98,63 * (1 - 0,19) = 79,89$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://finanse.rankomat.pl/oszczedzanie/porownywarka-lokat> (dostęp: 5.04.2017).

Zaprezentowanie podstawowych rodzajów stóp oraz zwrócenie uwagi na ich odmienną konstrukcję oraz różny sposób wykorzystywania do obliczania efektu finansowego inwestycji (odsetek) służyło podkreśleniu znaczenia pełnej informacji dotyczącej rodzajów stóp, prezentowanych jako parametry porównawcze ofert finansowych. Wykorzystanie stóp dla porównania dochodowości różnych instrumentów jest możliwe tylko w sytuacji, gdy wskaźniki te są jednakowego rodzaju, uwzględniają wszystkie elementy wpływające na dochodowość, wyznaczone są dla jednakowego okresu, a w obliczeniach z ich wykorzystaniem są stosowane te same zasady (dotyczące np. rachunku dni).

Konsumenci na rynku finansowym, podejmujący decyzję w oparciu o stopy odzwierciedlające dochodowość inwestycji, często nie są świadomi różnicy w konstrukcji wykorzystywanych parametrów, ponieważ nie znają cech wykorzystywanych instrumentów finansowych. Ponadto większość z nich, nawet jeśli ma świadomość występowania różnych parametrów (stóp), nie potrafi zamienić (przeliczyć) jednego rodzaju stopy na drugi, tak by móc dokonać poprawnego porównania.

Wskaźniki opisujące dochodowość inwestycji najczęściej podawane są w skali roku. Dotyczy to np. wartości stóp prezentowanych w tabelach ofert instytucji finansowych. W przypadku produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych pojawiają się także przypadki stóp zwrotu (określających poziom dochodowości) dla okresów innych niż roczny. Sytuacja taka występuje często w przypadku prezentacji wyników wielu ryzykownych inwestycji finansowych na rynku akcji czy wyników osiąganych przez fundusze inwestycyjne w okresach dłuższych niż rok, np. trzyletnich, pięcioletnich itd. Porównanie dochodowości inwestycji w takich przypadkach wymaga ujednoczenia okresu parametru, np. wyliczenia stopy rocznej. Chociaż przeliczenie stopy pięcioletniej na stopę roczną wydaje się proste, nie każdy inwestor używa najbardziej zasadnej w takich przypadkach średniej geometrycznej.

Ponadto dla instrumentów ryzykownych podawana jest najczęściej stopa wyznaczona za okresy historyczne, która nie zawsze jest reprezentatywna dla okresów nadchodzących. Informacja ta (o braku gwarancji reprezentatywności) nie jest zwykle

eksponowana, co wpływa na niewłaściwą interpretację prezentowanych historycznych stóp zwrotu. Zwykle wielkość ta jest odbierana przez konsumentów finansowych jako oczekiwana stopa dochodowości, co nie zawsze jest zgodne z prawdą.

Tabela 3. Przykłady różnych rodzajów stóp procentowych wykorzystywanych do porównywania odmiennych form alokacji kapitału

Rodzaj instrumentu	Rodzaj stopy	Uwagi i przykłady
Instrumenty o znanej stopie dochodowości (instrumenty bezpieczne)		
Instrumenty procentowe (lokaty, depozyty)	r_n – stopa procentowa nominalna, zwykle podawana w tabelach ofert r_{ef} – stopa procentowa efektywna, wyliczana na podstawie podawanej w tabelach ofert stopy nominalnej oraz informacji o częstotliwości kapitalizacji	lokaty krótkoterminowe – dochód (odsetki) generowany przez dany walor jest obliczany z wykorzystaniem zasad oprocentowania prostego; nie ma konieczności obliczania stopy efektywnej, ponieważ w warunkach oprocentowania prostego stopa efektywna jest równa stopie nominalnej instrumenty o średnim i długim czasie trwania oraz instrumenty rolowane – dochód (odsetki) generowany przez dany walor jest obliczany z wykorzystaniem zasad oprocentowania złożonego, tzn. na wartość odsetek (dochodu) wpływają: wartość ulokowanego kapitału, stopa nominalna, czas oraz częstotliwość kapitalizacji odsetek
Instrumenty dyskontowe (np. obligacje i inne instrumenty dłużne)	d – stopa dyskontowa, zwykle podawana w informacjach o danym walorze	obligacje zerokuponowe lub inne instrumenty dyskontowe, dla których określona jest wartość nominalna (N) na dzień wykupu przez emitenta; wartość nominalna (N) jest wartością końcową kapitału
Porównując dochodowość instrumentów procentowych i dyskontowych za pomocą wartości stopy procentowej i stopy dyskontowej, należy wcześniej dokonać przekształcenia stopy procentowej na dyskontową lub odwrotnie, w wyniku czego możliwe będzie porównanie wartości tych samych rodzajów stóp.		
Instrumenty o nieznanym stopie dochodowości (instrumenty ryzykowne)		
Akcje i inne walory ryzykowne o charakterze finansowym, w tym tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych Walory o charakterze rzeczowym (np. złoto, nieruchomości)	$E(r)$ – oczekiwana stopa zwrotu, najczęściej podawana (sugerowana) na podstawie historycznych stóp zwrotu	wartość oczekiwanej stopy jest wartością hipotetyczną, więc nie jest gwarantowana; często jest podawana na podstawie historycznych okresów, nie zawsze reprezentatywnych; należy zwracać uwagę na okres, dla którego została wyznaczona, gdyż nie zawsze trwa on rok; aby wyznaczyć stopę roczną dla okresów wieloletnich, należy wykorzystać średnią geometryczną

Źródło: opracowanie własne.

Zjawisko braku wyraźnego rozróżnienia stóp określających dochodowość instrumentów finansowych jest jednym z przejawów braku przejrzystości na rynkach finansowych. Mogłoby ono zostać znacznie ograniczone poprzez informowanie o rodzaju stosowanej stopy wraz z prezentacją jej konstrukcji lub przeliczanie różnych rodzajów stóp na rodzaj stopy charakterystyczny dla najbardziej powszechnego instrumentu oszczędnościowego, np. lokaty. Rozwiązanie takie nie zawsze jest jednak zgodne z interesem emitenta instrumentów finansowych, co nie sprzyja jego rozpowszechnieniu. Innym bardzo skutecznym sposobem ograniczającym skutki braku transparentności w prezentacji stóp dochodowości jest nabycie odpowiedniej wiedzy i umiejętności finansowych umożliwiających dokonywanie poprawnych interpretacji i porównań produktów finansowych przez samego konsumenta finansowego – por. tabela 3.

3. Formy deficytu transparentności informacji dotyczącej produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych

Na dochodowość produktów oszczędnościowo inwestycyjnych wpływają liczne dodatkowe elementy, także w sposób pośredni. W wielu przypadkach są to koszty charakterystyczne dla danego produktu finansowego, o których konsument finansowy nie zawsze jest informowany z należytą starannością. O atrakcyjności instrumentu oszczędnościowo-inwestycyjnego stanowi także bezpieczeństwo ulokowanych środków, którego poziom jest bardzo często trudny do określenia z powodu braku wyczerpującej informacji o produkcie. Deficyt transparentności informacji występuje w bardzo różnych formach, ma wiele źródeł i dotyczy prawie wszystkich kategorii oszczędnościowo-inwestycyjnych instrumentów finansowych. Do najczęściej spotykanych form braku przejrzystości na rynku produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych należy zaliczyć:

- nieuczciwą reklamę oraz nierzetelną informację o produkcie,
- trudną do zrozumienia i interpretacji konstrukcję umów dotyczących instrumentu finansowego, zawierających niedozwolone (abuzywne) klauzule,
- brak przejrzystości procesu tworzenia, emisji oraz obrotu instrumentami finansowymi,
- deficyt transparentności informacji dotyczącej kondycji finansowej emitenta instrumentów finansowych,
- brak niezależności i tendencyjność informacji dostarczanej przez pośredników i doradców finansowych,
- ograniczony dostęp do informacji o dodatkowych kosztach wpływających na dochodowość inwestycji,
- fałszywe informacje oraz manipulację informacją.

Konsumenci usług finansowych, w tym bankowych, bardzo często podejmują decyzje dotyczące alokacji swoich środków pod wpływem nieuczciwej i tendencyjnej reklamy [Rutkowska 2006, s. 1–5]. W relacjach z bankami oraz innymi instytucjami finansowymi – jako słabsze strony umów – są narażeni na niewłaściwą ocenę prawi-

dłowości przygotowywanych i przedstawianych im do zaakceptowania umów dotyczących instrumentów finansowych, przez co często padają ofiarą niekorzystnych, nieuczciwych i krzywdzących rozwiązań.

W przypadku wielu nowych instrumentów finansowych pojawia się problem deficytu przejrzystości w samej ich konstrukcji. Sytuacja taka pojawia się najczęściej w związku z instrumentami złożonymi, hybrydowymi oraz innymi rozwiązaniami opartymi na portfelach czy złożonych strategiach inwestycyjnych. Problem może wynikać zarówno z braku standaryzacji w procesie ich tworzenia, jak i z celowego braku informacji o składzie instrumentu, portfela inwestycyjnego czy referencyjnego. Ponadto w przypadku bardziej wyrafinowanych produktów finansowych pojawia się problem wypracowania w pełni wiarygodnych i skutecznych metod analizy ryzyka i wyceny tych instrumentów [Krześniak 2009, s. 27–50]. Do wiadomości klientów podawane są informacje ogólne, zdawkowe, wybiórcze lub też ważne informacje nie są podawane.

Kluczowe znaczenie w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym (np. inwestycje w akcje, obligacje) odgrywa przejrzystość informacji na temat kondycji finansowej emitenta instrumentów finansowych, jego perspektyw rozwoju czy struktury akcjonariatu. Dostęp do tych danych oznacza lepszą ochronę interesów inwestorów. W rzeczywistości polityka informacyjna wielu podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym prowadzona jest nierzetelnie, co pogłębia asymetrię informacyjną pomiędzy osobami mogącymi mieć dostęp do informacji poufnych (insiderami) a inwestorami, którzy nie mają dostępu do takich informacji.

Produkty i usługi finansowe mogą być sprzedawane na rynku zarówno przez podmioty, które kreują te produkty (np. banki, firmy zarządzające funduszami inwestycyjnymi), jak i przez instytucje, które pośredniczą w zawieraniu transakcji (np. firmy doradztwa finansowego) [Iwanicz-Drozdowska 2009, s. 10]. Na rynku finansowym funkcjonuje dużo firm świadczących usługi doradztwa finansowego w zakresie alokacji środków pieniężnych. Oferują one produkty lokacyjne, oszczędnościowe, inwestycyjne i ubezpieczeniowo-oszczędnościowe, doradzając jednocześnie klientowi w wyborze struktury aktywów [Stawska 2015, s. 144–158]. Doradztwo finansowe powinno obejmować pomoc udzielaną klientowi w wyborze najlepszej dla niego oferty dostępnej na rynku, wraz z uwzględnieniem jego potrzeb [Waliszewski 2010, s. 200]. Z założenia doradca finansowy powinien świadczyć klientowi usługi na jak najwyższym poziomie, winien być niezależny i zobowiązany do udzielania bezstronnych porad oraz uświadamiania klienta co do jego praw wynikających z przepisów w zakresie ochrony konsumenta usług finansowych [Waliszewski 2014, s. 212]. W praktyce „niezależni” doradcy finansowi często są powiązani z instytucjami finansowymi: kapitałowo lub poprzez otrzymywaną prowizję [Kordos 2013]. W efekcie informacja przekazywana klientowi nosi znamiona niewyczerpującej, nieobiektywnej i często także tendencyjnej.

Znane są także przypadki braku transparentności w ofertach produktów ubezpieczeniowych o charakterze oszczędnościowym. Produkty takie jak polisy z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (np. UFK), które z definicji mają ograniczać

dolegliwość finansową przedwczesnej śmierci, a w przypadku długiego życia – łagodzić finansowe skutki spadku dochodów i wyczerpania zasobów, posiadają także mało eksponowane wady. Należą do nich niedozwolone (abuzywne) klauzule, z których wynikają wysokie opłaty likwidacyjne, naliczane przez ubezpieczycieli w przypadku zerwania umowy w pierwszych latach ubezpieczenia. Skutkiem stosowania takich klauzul wartość gotówkowa polisy może zostać zredukowana w stosunku do kwoty, która wynika z przemnożenia nabytych jednostek funduszu przez ich aktualną wartość². W takich przypadkach brak rzetelnego i uczciwego informowania klientów o wszystkich elementach produktu powoduje, że niektóre produkty są chętniej nabywane przez konsumentów i w krótkim czasie mogą zdominować dotychczasowe rozwiązania, a nawet wyprzeć je z rynku³. Sytuacja taka miała miejsce w Polsce w przypadku polis z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK), po czym wspomniane produkty stały się przedmiotem silnej krytyki, ze strony klientów rezygnujących wcześniej z umowy ubezpieczenia i nagłaśnianej przez media⁴. Nabywający ubezpieczenie UKF nie byli wystarczająco dobrze informowani o wysokich kosztach początkowych związanych z akwizycją [Wiśniewski 2012, s. 29–44], jakimi był obciążony oferowany produkt, i nie znali skutków tego obciążenia, zwłaszcza w przypadku wcześniejszej likwidacji polisy. Za główne źródło tego problemu uważana jest asymetria informacji przy zawieraniu umów ubezpieczenia z UFK, co świadczy o braku transparentności tych umów. Eliminację problemu dodatkowo utrudniały: brak wiedzy na temat reguł podejmowania decyzji i ich skutków oraz brak pomocy pośrednika ubezpieczeniowego w zrozumieniu istoty i mechanizmu działania produktu⁵.

Innym przejawem braku przejrzystości warunków oferty na rynku ubezpieczeniowym jest tzw. misselling, czyli świadoma sprzedaż produktu oszczędnościowego osobom, które np. ze względu na wiek nie mają szans na uczestniczenie w długoterminowym programie oszczędnościowym. Pomimo odpowiednich regulacji prawnych zobowiązujących instytucje finansowe do prowadzenia uczciwej polityki informacyjnej (np. zapisów dyrektywy MiFID), przypadki złej sprzedaży wciąż się zdarzają⁶.

² W 2012 r. rezygnacja po pierwszym roku ubezpieczenia przynosiła rezygnującym w wielu przypadkach zerową wartość gotówkową polisy.

³ W 2015 r. segment ubezpieczeń z UFK odnotował przypis składki brutto na poziomie 12,7 mld zł, co stanowiło 46,2% całkowitej składki na rynku ubezpieczeń na życie. Aktywa UFK stanowiły prawie 2/3 rezerw techniczno-ubezpieczeniowych brutto kapitalizujących zobowiązania całego sektora życiowego. Według danych z pierwszego półrocza 2016 r. umowy z UFK obejmują 2 mln 878 tys. polis indywidualnych oraz 55 tys. polis grupowych wystawionych na 918 tys. osób [KNF 2013, 2014, 2015, 2016].

⁴ Pierwsza fala krytyki pojawiła się w 2012 r., a obecnie obserwowane jest jej ponowne narastanie.

⁵ Poza wprowadzeniem w 2016 r. stosownych regulacji mających na celu ograniczenie braku transparentności w tym obszarze poprzez wprowadzenie „rekomendowanego minimalnego okres trwania umowy wraz z uzasadnieniem rekomendacji”, co zostało przedstawione w następnym punkcie, należy wspomnieć o ugodach zawartych przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów z ubezpieczycielami, którzy zgodzili się obniżyć swoim klientom owe wysokie, sięgające nawet 100% wpłaconych środków, opłaty likwidacyjne.

⁶ Szacuje się, że 2/3 przypisu składki w ubezpieczeniach na życie przebiega przez zewnętrzne kanały sprzedaży i wymagania informacyjne MiFID mogą być wypełniane bez należytej staranności.

Skrajnym przypadkiem braku przejrzystości informacji na rynkach finansowych są oferty finansowe wielu podmiotów, które nie są objęte nadzorem finansowym. Należą do nich nierzadko oszukańcze twory o hierarchicznej strukturze, nazywane piramidami finansowymi. Instytucje te prowadzą działalność poza nadzorem państwa, a często nawet działają bezprawnie. Skrupulatnie budują wśród inwestorów przekonanie, że ci uczestniczą w wyjątkowej inwestycji. Często opierają się na wizerunku osób znanych i kuszą wysokimi zyskami. Jednak jako podmioty, które nie podlegają regulacjom odpowiednich organów nadzorczych, nie ujawniają szczegółów działalności inwestycyjnej lub zatajają fakt, że nie prowadzą takiej działalności. Narażają w ten sposób konsumentów finansowych na utratę zainwestowanego kapitału [Cantoni 2009; Schiller 2010, s. 48; Potocki 2012; Radziwinowicz 2012; Makusiewicz 2014].

4. Sposoby ograniczania deficytu transparentności na rynkach finansowych

Produkty i usługi finansowe charakteryzuje nieporównywalnie duży (w stosunku do innych produktów) stopień trudności w przełamywaniu deficytu transparentności. Mimo to zwiększanie poziomu ochrony konsumenta finansowego w tym obszarze jest niezbędne. Zarówno w dotychczasowych regulacjach, jak i w propozycjach nowych rozwiązań prawnych zauważalny jest trend tzw. ochrony konsumenta finansowego przez informację. Coraz częściej ustanawiane są minimalne wymagania kompletnych, przejrzystych i adekwatnych informacji, które powinny być znane konsumentowi już przed zawarciem umowy. Stosowne wymagania wynikają z odpowiednich regulacji tworzonych na poziomie międzynarodowym oraz regulacji krajowych (dostosowywanych do przepisów międzynarodowych).

Od kwietnia 2010 r. w Polsce istnieje obowiązek przestrzegania unijnej dyrektywy (MiFID) (Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, MFiD; Dz. Urz. UE L 145/1 z dnia 30 kwietnia 2004 r.), zgodnie z którą instytucje finansowe podczas sprzedaży swoich produktów mają obowiązek rzetelnego informowania klientów o ryzyku. Podmioty – takie jak banki, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, domy maklerskie oraz pośrednicy finansowi – które oferują produkty i usługi oszczędnościowo-inwestycyjne, zobowiązane są przekazywać w sposób uczciwy, rzetelny i profesjonalny, a także zrozumiały i przejrzysty, wszelkie informacje wiążące się z instrumentami finansowymi. W 2014 r. wprowadzono nową dyrektywę (MiFID II) (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, Dz. Urz. UE L 173/349 z dnia 12 czerwca 2014 r.), która dodatkowo zwiększa przejrzystość rynku finansowego, zwłaszcza w przypadku bardziej skomplikowanych usług oferowanych przez różne podmioty funkcjonujące na rynku finansowym.

Zwiększanie stopnia transparentności sprzyja polepszeniu możliwości porównywania ofert finansowych. Dlatego też określone organy europejskie, np. Komisja Europejska oraz Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny (EKES), wspierają

działania zmierzające do zwiększania możliwości porównywania produktów finansowych, co umożliwi dokonywanie świadomych wyborów finansowych, w tym w zakresie oszczędzania i inwestowania. Wspomniane organy w pełni aprobują i promują zmiany wymuszające większą przejrzystość oraz ujawnianie większej ilości informacji dotyczących detalicznych produktów finansowych – głównie w przypadku produktów zbiorowego inwestowania oraz ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych [Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny 2016].

Regulacje zobowiązujące do informowania o kondycji finansowej emitentów inwestycyjnych instrumentów finansowych obligują do wypełnienia obowiązków informacyjnych uczestników rynku publicznego. Na tej podstawie emitenci papierów wartościowych przekazują inwestorom informacje okresowe i bieżące. Zakres i forma udostępniania tych informacji w Polsce wynika z przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538 z późn. zm.) oraz rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. Nr 33, poz. 259 z późn. zm.).

Polski regulator wprowadził także kilka rozwiązań, które są bezpośrednią reakcją na zgłaszane przez opinię publiczną zastrzeżenia wobec ubezpieczeń o charakterze oszczędnościowym (UFK), w związku z opisanymi skutkami wcześniejszych rezygnacji z polis. Zgłaszane od dłuższego czasu postulaty dotyczące rozszerzenia ogólnych warunków ubezpieczeń o informacje wskazujące zalecany minimalny okres ubezpieczenia, czyli okres, po którym umowa powinna przynieść ubezpieczonemu zyski, zaowocowały stosowanym przepisem zawartym w art. 22 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. U. poz. 1844) dotyczącym tzw. rekomendowanego minimalnego okresu trwania umowy wraz z uzasadnieniem rekomendacji. Regulacja ta sprzyja zwiększeniu przejrzystości umów z UFK przez wprowadzenie do ogólnych warunków ubezpieczenia scenariuszowych analiz ostrzegawczych, pokazujących, jakie decyzje są szczególnie ryzykowne. Kolejnym sposobem zwiększenia transparentności informacji o produktach ubezpieczeniowych z opcją oszczędzania jest wzmocnienie porównywalności kosztowej ubezpieczeń z UFK z produktami rynku finansowego na podstawie wzorcowej wyceny efektów własnego produktu (dokonanej np. w oparciu o rachunek symulacyjny nakładów i efektów), opracowanej według jednolitej metodologii dla wszystkich podmiotów oferujących produkty związane z jednostkami funduszu inwestycyjnego na rynku ubezpieczeniowym oraz finansowym [Wiśniewski 2016, s. 67–80].

W Polsce istnieją także obszary, w których odnotowywany jest brak prawnych regulacji zwiększających przejrzystość rynku finansowego. Przykładem może być rynek doradztwa finansowego, który pomimo wzrostu jego znaczenia wciąż nie jest wystarczająco prawnie uregulowany. Innym przykładem ograniczonych regulacji prawnych zmniejszających deficyt transparentności jest rozproszony zbiór prze-

pisów dotyczących różnych nadużyć związanych z prowadzeniem niewłaściwej polityki informacyjnej przez podmioty działające poza systemem nadzorowanym. Regulacje zakazujące podawania nieprawdziwych i/lub niewyczerpujących informacji, jak również przemilczania prawdziwych informacji zawiera art. 311 kodeksu karnego (Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. – Kodeks karny, Dz. U. Nr 88, poz. 553 z późn. zm.). Do regulacji prawnych mających zapobiegać niewłaściwej polityce informacyjnej można także zaliczyć zapis art. 4 ustawy z dnia 23 sierpnia 2007 r. o przeciwdziałaniu nieuczciwym praktykom rynkowym (Dz. U. Nr 171, poz. 1206 z późn. zm.), odnoszący się do szeroko rozumianych praktyk rynkowych wprowadzających w błąd konsumenta i mogących zniekształcić jego zachowania rynkowe.

W literaturze przedmiotu można znaleźć sugestie dotyczące tworzenia hierarchii stosowanych narzędzi sprzyjających zwiększaniu przejrzystości rynku finansowego, tak aby była ona odpowiednia, a co najważniejsze skuteczna w odniesieniu do danego rynku [UKNF 2011, s. 3–18].

5. Wnioski

Brak przejrzystości na rynkach finansowych jest niemal powszechny. Może on wynikać ze specyfiki produktu lub celowych działań instytucji finansowych, a także być efektem niewystarczającej wiedzy i umiejętności finansowych konsumenta finansowego. Bez względu na powód dokonywanie optymalnych wyborów finansowych w warunkach ograniczonej przejrzystości jest trudniejsze i nie sprzyja efektywnemu gromadzeniu środków. W wielu przypadkach zniechęca wręcz do korzystania z usług finansowych i zmniejsza zaufanie do rynku finansowego.

Z kolei zdrowe zasady obrotu gospodarczego w dziedzinie usług finansowych narzucają konieczność rzetelnej polityki informacyjnej sprzyjają zmniejszeniu asymetrii informacji pomiędzy instytucjami oraz osobami posiadającymi dostęp do informacji poufnej a inwestorami. Zmniejszenie asymetrii informacji oznacza redukcję niepewności i ryzyka. Bardziej transparentne rynki finansowe z reguły lepiej się rozwijają, bo większe obowiązki informacyjne oznaczają lepszą ochronę interesów inwestorów. Dostarczanie pełnej informacji zwiększa poziom zaufania inwestorów do rynku finansowego, co w konsekwencji może skutkować wzrostem zainteresowania ze strony tychże. Transparentność sprzyja zatem płynności rynku, natomiast jej brak może przyczynić się do załamania na rynkach finansowych. Szersza informacja dostępna uczestnikom rynku wpływa także na obniżenie kosztów monitorowania rynku oraz sprzyja efektywnemu poszukiwaniu niezbędnych informacji przez inwestorów, a tym samym redukuje ich oczekiwania co do zwrotu z inwestycji (w związku z redukcją kosztów).

Działania w kierunku zwiększania przejrzystości na rynkach finansowych są niezbędne, jednak napotykają na wiele trudności. Tworzenie regulacji zwiększających przejrzystość umów dotyczących różnych instrumentów finansowych nie jest do końca skuteczne, z uwagi na otwarte katalogi produktów, które sprzyjają pojawianiu się nowych instrumentów, niosących zarówno szanse, jak i zagrożenia, włączając

w to zagrożenia wynikające z braku przejrzystości umów oraz z niewystarczającej informacji dotyczącej charakterystyki instrumentów i mechanizmów ich funkcjonowania.

Za niezbędny warunek wzrostu przejrzystości na rynku finansowym należy także uznać podniesienie poziomu alfabetyzacji finansowej, ze szczególnym uwzględnieniem wiedzy dotyczącej wykorzystywanych instrumentów finansowych, umiejętności interpretacji warunków umów dotyczących tych instrumentów oraz ich porównywania z alternatywnymi rozwiązaniami, a także zalet i wad poszczególnych rozwiązań oraz niedociągnięć rynku w zakresie przejrzystości oferty produktowej.

Bibliografia

Cantoni C.J., 2009, *A Brief History of Ponzi Schemes*, „Journal of American Physicians and Surgeons” nr 14 (1).

Europejski Komitet Społeczno-Ekonomiczny, 2016, *Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie: „Zielona księga w sprawie detalicznych usług finansowych. Lepsze produkty, szerszy wybór i większe możliwości dla konsumentów i przedsiębiorstw”*, Dz. Urz. UE C 264/35 z dnia 20 lipca 2016 r.

Iwanicz-Drozdowska M., 2009, *Produkty finansowe i edukacja finansowa w Polsce na tle wybranych krajów wysoko rozwiniętych*, Raport z badań 04/S/0010/08, SGH, Warszawa.

KNF, 2016, *Biuletyn kwartalny. Rynek ubezpieczeń 2/2016*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

KNF, 2015, *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartałach 2015*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

KNF, 2014, *Biuletyn roczny. Rynek ubezpieczeń 2014*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

KNF, 2013, *Biuletyn roczny. Rynek ubezpieczeń 2013*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa.

Kordos I., 2013, *Doradcy finansowi niezależni tylko pozornie*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Doradcy-finansowi-niezalezni-tylko-pozornie-2767534.html> (dostęp: 1.04.2017).

Krupa D., Walczak D., Chojnacka E., 2012, *Preferencje w zakresie form alokacji gospodarstw domowych w Polsce*, „Copernican Journal of Finance & Accounting” nr 1 (1).

Krześniak A., 2009, *Brak płynności i transparentności rynków finansowych jako wybrane przyczyny zaburzeń w latach 2007–2008*, „Finanse. Czasopismo Komitetu Nauki o Finansach PAN” nr 1 (1).

Makusiewicz P., 2014, *Piramidy finansowe*, „Zarządzanie i Finanse” nr 4.

Potocki M., 2012, *Piramidy Finansowe. Sprawdź, jak skończyli ich twórcy*. „Dziennik Gazeta Prawna” z 7 sierpnia 2012 r., dodatek „Biznes”.

Radziwinowicz W., 2012, *Rosyjski arcyoszust Mawrodi, twórca finansowych piramid, włączył się do walki z opozycją*, „Gazeta Wyborcza” z 23 października 2012 r.

Rutkowska E., 2006, *Konsument w stosunkach umownych z bankiem*. KBKE e-biuletyn nr 4, http://www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/23642/Konsument_w_stosunkach_umownych.pdf (dostęp: 27.03.2017).

Schiller J., 2015, *Avoid Financial Fraud*, CreateSpace Charleston SC.

Stawska J., 2015, *Znaczenie regulacji rynku doradztwa finansowego oraz pośrednictwa finansowego w kontekście ochrony konsumenta i wspierania bezpieczeństwa systemu finansowego*. „Opitimum. Studia Ekonomiczne” nr 6 (78).

UKNF, 2011, *Wzmocnienie ochrony uczestników rynku kapitałowego*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.

Waliszewski K., 2010, *Nadzór i licencjonowanie doradców finansowych i pośredników kredytowych a stabilność i bezpieczeństwo polskiego systemu bankowego*, [w:] Janc A. (red.), *Banki i system bankowy w obliczu kryzysów finansowych*, Wydaw. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, s. 200.

Waliszewski K., 2014, *Planowanie finansów osobistych (zarządzanie finansami osobistymi) z udziałem doradców finansowych – znaczenie dla gospodarstw domowych i gospodarki*, „Problemy Zarządzania” vol. 12, nr 4 (48), t. 1, *Współczesne wyzwania w bankowości i finansach*.

Wiśniewski M., 2012, *Wartość wykupu polis życiowych z Ubezpieczeniowym Funduszem Kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 2.

Wiśniewski M., 2016, *Ubezpieczenia o charakterze oszczędnościowym w świetle nowych regulacji*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 3.

Deficit of information transparency in savings-investment products as the consumer security risk on the financial services market

Abstract. The development of the financial market, confirmed by the broadening financial offers, the increase of turnover and the raised number of participants, creates tremendous opportunities for both companies and households, exerting further impact on the economies of particular countries. It also develops different types of risk due to the incongruity of the financial market development pace with the knowledge, the financial skills with the awareness of the participants, as well as the improper information policy of the financial institutions. Financial institutions preparing products and services in their area of operation often, consciously or unconsciously, limit the transparency of information relating to their financial offers. This constitutes a key barrier to effective and informed participation in the financial market.

Due to the great importance of the savings and investment processes in the management of personal finances, this article focuses on various forms of improper information policy in relation to these products, which result in the lack or limitation of transparency on the financial market and threaten the development of the financial market.

Individual forms of transparency deficit have been verified and presented based on the local and foreign literature as well as case studies.

The article identifies imprecise and differentiated way of presenting features of financial savings-investment products emphasizing in particular the application of different types of yields, various calculation ways of income from the savings-investment instruments and cases of the products' information of low quality.

Keywords: financial markets transparency, investment decisions, financial institutions.

JEL Codes: D14, E44, G02, G20.