

*prof. dr hab. Włodzimierz Szpringer*

---

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**Recenzja książki Krzysztofa Waliszewskiego  
pt. „Model doradztwa w obszarze  
finansów osobistych w Polsce  
na tle doświadczeń międzynarodowych”  
(Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego  
w Poznaniu, Poznań 2016, s. 461)**

### **1. Ranga podjętego tematu**

Bezpieczeństwo finansowe rodziny wymaga planowania dochodów i wydatków gospodarstwa domowego, rozsądnego dysponowania jego majątkiem i dochodem. Możliwość samodzielnego zarządzania własnymi finansami jest obecnie niewątpliwie jednym z ważniejszych praw człowieka. Przywilej ten wymaga jednak nie tylko ugruntowanej wiedzy, umiejętności i zaufania, ale też znajomości praktycznych metod i narzędzi. W omawianej publikacji skonstruowano model niezależnego doradztwa, który powinien przybliżyć realizację tego postulatu. Książka K. Waliszewskiego ma także duże znaczenie teoretyczne, wnosząc istotny wkład do nauki. Kojarzy ekonomię i prawo – wyraża podejście holistyczne, instytucjonalne, interdyscyplinarne, a równocześnie została napisana prostym, jasnym, komunikatywnym językiem, zrozumiałym dla przeciętnego czytelnika.

Brak kompetencji finansowych, które pozwalałyby gospodarstwom domowym ocenić proponowane produkty finansowe, stwarza pole do nieprzemysłanych, nieodpowiedzialnych decyzji indywidualnych, potęguje ryzyko ubóstwa, zmniejsza bezpieczeństwo finansowe gospodarstw domowych, a nawet może stwarzać zagrożenie dla stabilności finansowej państwa. Poznanie głównych narzędzi zarządzania finansami osobistymi, oferowanych produktów oszczędnościowych, inwestycyjnych, kredytowych, ubezpieczeniowych, emerytalnych, zasad naliczania podatków i podstawowych metod obliczeń finansowych pozwala odpowiedzial-

nie i w sposób racjonalny rozwiązać wiele problemów dotyczących zarządzania finansami gospodarstw domowych.

Wzrost znaczenia przepływów finansowych, w których uczestniczą gospodarstwa domowe, dla ich dobrobytu i dla gospodarki spowodował, że w skali międzynarodowej proces planowania finansów osobistych doczekał się standaryzacji ISO. Autor pisze o ewolucji doradztwa – od doradztwa (pośrednictwa) kredytowego do kompleksowego planowania finansowego. Planowanie finansowe to proces wykonywany cyklicznie, którego istotą jest osiągnięcie celów gospodarstwa domowego. Obejmuje ono kilka przedmiotowo wyróżnionych obszarów:

- planowanie podatkowe – minimalizacja podatków i optymalizacja podatkowa,
- planowanie dochodów i wydatków (budżetu) – polityka wpływów, wydatków i oszczędności, kształtowanie płynności finansowej, obszar rozliczeń/płatności jako tzw. zarządzanie budżetem gospodarstwa domowego,
- inwestycje – podejmowanie ryzyka w celu osiągnięcia korzyści w przyszłości,
- zarządzanie ryzykiem – stosowanie ubezpieczeń oraz innych praktyk, aby ustalić i ograniczyć ekspozycję gospodarstw domowych na niepewność,
- planowanie emerytalne – planowanie cyklu życia w okresie, w którym dochody związane z pracą ustają,
- planowanie majątkowe – organizowanie finansów z troską o innych członków gospodarstwa domowego, najczęściej na okres po śmierci posiadacza aktywów (tzw. międzypokoleniowy transfer majątku).

Ponadto wymienia się finansowanie potrzeb konsumpcyjnych i inwestycyjnych gospodarstwa domowego, w tym mieszkaniowych – na rynku bankowym lub poza nim (znajomi, rodzina, instytucje pożyczkowe). Kontekst finansów osobistych stanowią nie tylko usługi finansowe np. bankowe, ubezpieczeniowe czy inwestycyjne, ale też system danin publicznych (przede wszystkim podatków), ogólny poziom dobrobytu społecznego, skala wykluczenia finansowego, edukacja finansowa i ochrona konsumenta.

Książka składa się z pięciu rozdziałów, podsumowań każdego z nich oraz rekapitulacji całości. Rozdział 1 dotyczy miejsca i roli pośrednictwa finansowego we współczesnej gospodarce, rozdział 2 – finansów osobistych jako obszaru działalności doradców finansowych, rozdział 3 – miejsca i roli doradztwa finansowego w zarządzaniu finansami osobistymi, pośrednictwie finansowym i gospodarce, a także modelu doradztwa w zakresie finansów osobistych, rozdział 4 – doradztwa w obszarze finansów osobistych w wybranych krajach wysoko rozwiniętych (zawiera szeroki przegląd doświadczeń międzynarodowych), rozdział 5 – współczesnego modelu doradztwa w obszarze finansów osobistych w Polsce. Na koniec Autor opisał nowy, ostatnio uregulowany model niezależnego doradztwa finansowego.

## 2. Kontekst regulacji doradztwa

Krzysztof Waliszewski poruszył wiele istotnych dla gospodarstw domowych zagadnień, będących przedmiotem regulacji i stanowiących kontekst doradztwa. pisząc np. o ograniczeniach lichwy, upadłości konsumenckiej, ochronie deponentów oraz inwestorów. Główny problem polega na tym, jak najlepiej chronić konsumenta, nie kształtując jednocześnie postaw roszczeniowych ani nie prowokując do hazardu moralnego. W ostatnich kilku latach w większości krajów uprzemysłowionych limitowanie stóp procentowych traci wszakże na znaczeniu, a rośnie liczba krajów, które liberalizują regulacje na rynku finansowym. W wielu państwach kryzys finansowy wywołał jednak debatę na temat kontroli stóp procentowych jako narzędzia ochrony konsumentów.

W długim okresie istnieją skuteczniejsze sposoby redukcji oprocentowania kredytów i poprawy dostępu do finansowania – zwiększają one konkurencyjność oraz innowacyjność produktów, poprawiają warunki ramowe ochrony konsumentów usług finansowych (edukacja w zakresie finansów, działalność biur informacji kredytowej, wymuszanie ujawniania informacji dotyczących stóp procentowych oraz promowanie produktów mikrokredytowych). Środki te należy stosować w sposób zintegrowany. Jeśli ograniczenia uznać za użyteczne narzędzie polityki regulacyjnej, to z zastrzeżeniem, że nie są w pełni skuteczne i powinny być ukierunkowane na ograniczanie najbardziej drastycznych przejawów drapieżnego pożyczania. Wprowadzenie regulacji powinno zostać poprzedzone dogłębną analizą jej skutków dla uczestników życia gospodarczego. W celu uzyskania pełnego obrazu należy dokonać analizy skutków w ujęciu jakościowym oraz ilościowym.

Dyskusja dotyczy m.in. kwestii, czy powinno się zakazać nabywania pewnych produktów przez określone kategorie klientów (np. niebędących profesjonalistami). Czy klienta chronić przed produktem, przed instytucją finansową – czy może przed nim samym? Jak zdefiniować przeciętnego inwestora, a jak amatora i profesjonalistę? Lista pytań jest długa. Wiele uwagi poświęca się zbiorowej (kolektywnej) ochronie całych grup inwestorów – na wzór ochrony zbiorowych interesów konsumentów. Regulacje mają także prowadzić do ograniczenia wykluczenia finansowego. Każdy obywatel UE ma obecnie prawo założyć rachunek płatniczy o podstawowych rodzajach funkcjonalności – bezpłatnie lub za „rozsądną opłatą”. Jeśli konto byłoby płatne – o tym, czy wysokość opłaty jest rozsądna, decyduje krajowy urząd nadzoru nad rynkiem finansowym. Rachunki podstawowe w każdym kraju musi oferować co najmniej jeden bank wskazany przez państwo. W dyrektywie zaleca się również, aby ułatwiać przenoszenie rachunków pomiędzy bankami. Procedura ta nie powinna trwać długo, a za wszystkie formalności odpowiada bank przejmujący konto. Klienci mają być też lepiej informowani o wysokości opłat za usługi, także dzięki internetowym porównywarkom cen.

Należy zwrócić uwagę na fakt, że jedną z przesłanek regulacji ochrony konsumenta usług finansowych jest stabilność finansowa, o czym pisze Autor. Powstaje

pytanie o to, czy detaliczne usługi finansowe, zwłaszcza w zakresie *consumer finance*, świadczone na rzecz konsumentów mogą stać się istotną przesłanką ryzyka systemowego. Negatywne zjawiska, np. nadmierne zadłużenie o dużej skali, mogą mieć znaczenie w kontekście stabilności finansowej. Ryzyko systemowe może powstać na skutek zadłużania się konsumentów w walutach obcych. Może być ono generowane na poziomie mikro – jako tzw. efekt zarażenia, a także w rezultacie działalności detalicznych systemów płatności. Ideę demokratyzacji kredytu oraz integracji finansowej rozumianej jako łagodzenie wykluczenia finansowego można rozważać z wielu punktów widzenia: politycznego, ekonomicznego i społecznego. Łatwy dostęp do kredytu nawet dla osób o wątpliwej zdolności kredytowej tworzy pułapkę nadmiernego zadłużenia oraz skutkuje wtórnym wykluczeniem społecznym. Nawet bowiem osoby, które skorzystały z instytucji upadłości konsumenckiej, są w jakiś sposób stygmatyzowane, choć formalnie zaczynają wszystko od nowa (*fresh start*). W połączeniu z deregulacją, innowacjami finansowymi pozwalającymi w drodze sekurytyzacji rozpraszać ryzyko, a tym samym jeszcze szerzej oferować kredyty wciąż zagraża to stabilności finansowej.

Nie zmienia to faktu, że dużą rolę odgrywają regulacje mające wspierać odpowiedzialne kredytowanie, motywować strony umowy (np. kredytu konsumenckiego czy hipotecznego) do lojalności i uczciwości, zapewnić dostęp do rachunku bankowego lub płatniczego, niezależne doradztwo i zwiększać mobilność klientów. Skutki unormowań na rynku *consumer finance* jest bardzo trudno ocenić ze względu na współistnienie regulacji uchwalonych w różnych okresach, efekty synergii (kolizyjność, komplementarność, substytucyjność) różnych aktów prawnych, zróżnicowanie strategii interesariuszy dotyczących arbitrażu prawnego, konkurencję regulacyjną między poszczególnymi jurysdykcjami krajowymi. Mimo to podejmowane są próby oszacowania kosztów i korzyści dla całości rynku finansowego oraz poszczególnych interesariuszy, np. nadmierna ochrona konsumenta może podnieść koszt usług finansowych i zwiększyć skalę wykluczenia finansowego, jak również utrudniać budowę zaufania i lojalności między stronami kontraktu. Podejście zorientowane wyłącznie na uprawnienia, przywileje czy informacje dla konsumenta nie może wszelako zapewnić skutecznego systemu ochrony.

Prawa te nie zawsze zaspokajają realne potrzeby konsumentów. Znajomość uprawnień oraz ich egzekwowanie mogą tylko złagodzić problemy, które wiążą się przede wszystkim z kompleksowymi (złożonymi) usługami finansowymi, trudnościami ze zmianą dostawcy oraz handlem transgranicznym. Wzmocnienie pozycji konsumentów wymaga zatem koncentracji na potrzebach przy zachowaniu względnej równowagi praw i interesów stron (zapobieganie hazardowi moralnemu – by konsument odpowiedzialnością za wszystkie swoje niepowodzenia i rozczarowania nie mógł obarczyć dostawcy).

Klient powinien rozumieć, na czym polega istota danego produktu – informacja to za mało (nie mniejsze znaczenie mają psychologia inwestora i skłonność do ryzyka). Autor słusznie rozróżnia pojęcia informacji, reklamy oraz doradztwa.

Zrozumienie przez inwestora, jak działa produkt finansowy, nie jest równoznaczne ze zdolnością do oceny ryzyka. Oprócz ryzyka rynkowego istnieją wszakże jeszcze inne, np. kontrahenta, operacyjne czy kredytowe. Pakiet MiFID II/MiFIR zwiększa stabilność, przejrzystość rynku finansowego, możliwości długookresowego, bezpiecznego inwestowania, wprowadzania innowacji finansowych niepsujących zaufania do rynku i niewymykających się spod regulacji. W kontekście nowych regulacji AIFM czy MiFID II powstaje pytanie, w jakim kierunku powinna pójść ochrona inwestorów. Czy należy postawić na silny paternalizm zamiast dotychczasowego akcentowania wymogów informacyjnych? Nie jest to oczywiste, nawet w ramach ekonomii behawioralnej. Poza pełną informacją oraz wymogiem ujawniania konfliktu interesów istotne są także preferencje dotyczące akceptacji ryzyka i umiejętności przełożenia wiedzy o rynku kapitałowym na praktykę inwestowania. W tym zakresie może pomóc właśnie niezależne doradztwo, o którym pisze K. Waliszewski. Konieczna wydaje się korekta założeń o racjonalności zachowań rynkowych – uwzględnianie sfery emocjonalnej.

Banki tworzą systemy wczesnego ostrzegania o kredytobiorcach potencjalnie narażonych na problemy ze spłatą. W świetle badań można mówić o generalnie pozytywnym wpływie bliskiej, opartej na wzajemnym zaufaniu współpracy banku z klientami. Autor słusznie podkreśla jednak, że niezależnego doradztwa nie można utożsamiać z aktywnością sprzedawcy produktu finansowego. Trzeba rozwijać badania nad metodyką edukacji finansowej, w szczególności konsumentów wrażliwych, przeciwdziałać wykluczeniu finansowemu. Są to działania zdecydowanie bardziej konstruktywne niż kolejne sugestie, aby państwo bezpośrednio ingerowało w rynek detalicznych usług finansowych, co generalnie jest nieskuteczne.

### 3. Pośrednictwo a doradztwo

Jednym z głównych tematów w książce K. Waliszewskiego jest problem doradztwa, zwłaszcza w kontekście zapewnienia jego niezależności. Cały czas trwa dyskusja nad racją bytu prowizji (*commission*) oraz honorariów (*fee*). Prowizje uważa się za jedną z przyczyn kryzysu. Sprawiają one, że nie można mówić o niezależnym doradztwie, a raczej o promocji i sprzedaży różnych, często bardzo złożonych produktów finansowych, nie zawsze adekwatnych do realnych potrzeb konsumenta, a nawet szkodliwych czy toksycznych (*poisonous products*). Ponadto opieka nad klientem nie trwa przez cały okres świadczenia usługi.

W rezultacie licznych skandali i afer na szkodę konsumentów Holandia wprowadziła zakaz prowizji, stawiając na niezależnych konsultantów. Pośrednicy byli opłacani i wprost, i pośrednio, np. oferowano im atrakcyjne, egzotyczne podróży (podobnie jak nieraz dzieje się to w relacjach między lekarzami a firmami farmaceutycznymi). Zmiana doprowadziła do obniżki honorariów za doradztwo, a także powstania nowych modeli biznesowych (*advice only, service subscription, digital intermediary, commission fee*).

Sytuacja nie jest wszelako łatwa. Należy dbać o konkurencję i przejrzystość relacji między dostawcami a klientami, ale nie można ograniczyć się do nakładania restrykcji. Szczególną uwagę należy zwrócić na produkty złożone, np. *bankassurance*, produkty inwestycyjne, polisolokaty itp., gdyż ich jakość, ceny i przejrzystość nie zawsze są zadowalające. Konieczna stała się reforma doradztwa w kierunku jego wyodrębnienia i oddzielenia od usługodawców, a nawet poddania nadzorowi ze strony państwa. Obsługi klienta nie można traktować w kategoriach doradztwa, gdyż jej głównym celem jest sprzedaż produktu finansowego. W tych warunkach bank może nie mieć interesu, aby oferować produkt adekwatny do potrzeb danego klienta.

Rozważa się zakaz pobierania prowizji w ramach doradztwa finansowego, aby wykluczyć oferowanie produktów tylko dlatego, że dają one wysokie prowizje. W kontekście regulacji (IMD II, MiFID II, MCD II i PRIIPS najbardziej prawdopodobne jest współistnienie doradztwa honoraryjnego (*fee*) i prowizyjnego (*commission*). Konsument powinien swobodnie rozstrzygać, z którego chciałby skorzystać. Sugeruje się natomiast, aby uściślić wymogi prawne i odpowiedzialność doradztwa opartego na prowizjach, np. zabronić równoczesnego pobierania wynagrodzeń od dostawców i klientów, aby można je było łatwo odróżnić od przejrzystego, niezależnego doradztwa opartego na honorariach (Dania).

Kluczową zaletą systemu opartego na honorarium jest uzależnienie wynagrodzenia doradcy od efektu porady (*success fee*), oczywiście z uwzględnieniem czynników ryzyka, które świadomie bierze na siebie (i rozumie) inwestor, oraz wzięcia pod uwagę wpływu innych niż ceny fluktuacji rynkowych. System oparty na honorarium daje zatem szansę, aby realnie zagwarantować niezależność doradcy od sprzedawcy instrumentów finansowych. System oparty na prowizji sprawia, że role te przenikają się, a na kliencie wymusza się kupno instrumentów finansowych, których do końca nie rozumie i które nie odpowiadają jego preferencjom i skłonności do ryzyka. W pakiecie MiFID II sformułowano ideę, aby wyodrębnić i zdefiniować niezależne doradztwo – oparte na honorarium, nie zaś prowizji. Istnieją już przykłady jej implementacji do prawa krajowego, o których pisze Autor (np. niemiecka Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente – Honoraranlageberatungsgesetz).

Kwestia wynagradzania doradców finansowych za świadczone przez nich usługi należy do najbardziej kontrowersyjnych i wywołujących burzliwe dyskusje aspektów działalności tych relatywnie nowych instytucji finansowych w Polsce. Obowiązujący w Wielkiej Brytanii od początku 2013 r. zakaz pobierania opłat i prowizji od instytucji finansowych przez doradców finansowych skłania do podjęcia refleksji nad modelami wynagradzania doradców w zakresie finansów osobistych w Polsce na tle rozwiązań międzynarodowych. Kwestię tę należy rozpatrywać z punktu widzenia interesu klienta, którego finansami doradca pomaga zarządzać, i optymalizacji celów tego zarządzania. Ponadto model wynagradzania doradców jest korelatem poziomu wiedzy ekonomicznej, inteligencji finansowej

i świadomości społeczeństwa, że gospodarstwa domowe muszą zarządzać finansami – jeśli będzie nieodpowiedni do warunków krajowych, może to doprowadzić do zaniku doradztwa finansowego.

Autor przedstawia definicje kluczowe dla tematu niezależnego doradztwa finansowego. Według Europejskiej Federacji Doradców Finansowych (EFFP) doradca finansowy to wszechstronnie wykształcony specjalista, który ma chronić majątek i bezpieczeństwo finansowe klienta przez analizę jego potrzeb, dobór produktów do realizacji celów finansowych, zapewnienie płynności finansowej oraz przygotowanie klienta do korzystania z usług instytucji finansowej. Doradca finansowy nie jest jednak pośrednikiem finansowym (w szczególności kredytowym). Z kolei według Europejskiej Federacji Doradców i Pośredników Finansowych (FECIF), zrzeszającej krajowe samorządy doradców i pośredników finansowych, niezależny doradca/broker finansowy (*independent financial advisor* – IFA) to jednostka niepowiązana z żadną instytucją finansową, mająca kompetencje do swobodnego doboru produktów i usług finansowych dostępnych na rynku. Cechami doradcy są:

- świadczenie usług dla klienta,
- całkowita niezależność i zobowiązanie do dostarczania najlepszych rozwiązań (brokera wynagradza klient).

Nie powstały dotąd kompleksowe opracowania na temat pozycji prawnej i faktycznej doradcy finansowego. W związku z tym pojawiają się problemy z podaniem jednoznacznej definicji niezależnego doradztwa finansowego. Książka K. Waliszewskiego w dużym stopniu tę lukę wypełnia. Posiłkując się dyrektywą Unii Europejskiej dotyczącą pośrednictwa finansowego, można stwierdzić, że doradca finansowy to obiektywny profesjonalista, którego rolą jest przekazywanie klientowi szerokiej, merytorycznej wiedzy na temat gospodarowania kapitałem, i to w taki sposób, by klient sam mógł podejmować decyzje co do kupna tego czy innego produktu i swobodnie poruszać się po rynku finansowym. Doradca finansowy powinien wiązać się z klientem na długo, być doradcą nie tylko na etapie kupna instrumentu finansowego.

Obszarem działania doradców osobistych są finanse osób prywatnych (gospodarstw domowych), gdzie podejmowane są decyzje ekonomiczne dotyczące konsumpcji bieżącej i przyszłej (oszczędności), decyzje kredytowe odnoszące się do nowych kredytów, ale również zarządzania istniejącym zadłużeniem (refinansowanie, konsolidacja), decyzje ubezpieczeniowe w zakresie ochrony majątku, zdrowia i życia, a także gromadzenia kapitału emerytalnego. Ostatnio wyzwaniem jest także doradztwo automatyczne (*robo-advice*), które monitoruje ESMA. Z jednej strony umożliwia ono korzystanie z doradztwa także osobom poniżej progów *private banking*, ale z drugiej należy pamiętać o zagrożeniu nadmierną jednostronnością i procyklicznością, gdy wiele osób naraz podejmuje podobne decyzje inwestycyjne. Przykładem pozytywnej innowacji finansowej są fundusze typu Exchange-Traded-Funds (ETF), które szerokiemu gronu inwestorów ułatwiają dostęp do różnych zestawów niskokosztowych rozwiązań inwestycyjnych.

W Polsce planuje się zmiany w regulacji rynku pośrednictwa finansowego. W projekcie ustawy o kredycie hipotecznym początkowo pojawił się zakaz wypłacania przez banki wynagrodzenia pośrednikom, a zatem opłacałoby ich wyłącznie klienci. Bardzo dobrze, że propozycja ta nie została zaakceptowana, gdyż miałyby negatywne skutki dla konsumentów, którzy utraciliby możliwość bezpłatnego, profesjonalnego wsparcia przy porównaniu ofert kredytowych w jednym miejscu, a być może także doszłoby do bankructwa branży pośrednictwa finansowego oraz pogorszenie warunków prowadzenia działalności bankowej. Wiązałoby się to ze znacznym pogorszeniem pozycji rynkowej konsumentów w wyniku ograniczenia dostępu do finansowania ich istotnych potrzeb życiowych kredytem hipotecznym.

Autor recenzowanej książki szeroko bada fenomen pośrednictwa finansowego, który dotychczas wyjaśniano za pomocą teorii kosztów transakcyjnych i asymetrii informacji. Pośrednicy finansowi są w gospodarce potrzebni, ponieważ zawieranie transakcji finansowych wiąże się z dużymi kosztami, które trzeba ponieść przy finansowaniu bezpośrednim. Asymetria informacji może prowadzić do ujemnych efektów zarówno przed zawarciem transakcji (negatywna selekcja), jak i po niej (pokusa nadużycia). Rozwój instrumentów pochodnych i duża rola w tym procesie pośredników finansowych w zakresie zarządzania ryzykiem skłaniają do podkreślenia roli ryzyka w teorii pośrednictwa finansowego. Stanowiło to podstawę do krytyki dotychczasowych teorii pośrednictwa finansowego, opartych na teorii kosztów transakcyjnych i asymetrii informacji, oraz sformułowania nowych koncepcji.

Dynamiczny rozwój nowoczesnych technologii i coraz łatwiejszy dostęp do informacji przez strony transakcji spowodował obniżenie kosztów transakcyjnych i ograniczenie negatywnych skutków asymetrii informacji, ale rola pośrednictwa finansowego i pośredników finansowych się nie zmniejszyła. Przyczyny jego istnienia wiąże się z handlem ryzykiem (*risk trading*), kosztami partycypacji (*participation costs*), a także kastomizacją, tj. dostosowywaniem produktu finansowego do potrzeb klienta (*customization*) i kreowaniem dla niego wartości, tworzeniem innowacji finansowych oraz zarządzaniem ryzykiem. Zmiany w teorii pośrednictwa finansowego wynikają zatem nie tylko z obniżania kosztów transakcyjnych i przeciwdziałania negatywnym skutkom asymetrii informacji przed transakcją i po niej, lecz także z zarządzania ryzykiem i kreowania wartości dodanej dla klientów.

Zmienia się zatem rola pośredników – z podmiotów redukujących koszty transakcyjne i asymetrię informacyjną przekształcają się oni w instytucje przejmujące część ryzyka i nim zarządzające. Pośrednicy są potrzebni właśnie po to, by łagodzić zawodność rynku, zwłaszcza w przypadku złożonych produktów finansowych. Struktura pośrednictwa finansowego i oparcie jej działania przede wszystkim na prowizjach stały się jednak przyczyną kryzysu. Istnieje pogląd, że należy wprowadzić minimalne standardy dotyczące wykształcenia, podnoszenia kwalifikacji przez pośredników, dobrych praktyk, rejestracji i licencji na wykonywanie zawodu, a także edukacji finansowej konsumentów.



## 4. Ochrona konsumenta – pośrednictwo – doradztwo

Sektor finansowy nie może istnieć sam dla siebie, lecz powinien tworzyć infrastrukturę finansową i kreować zaufanie, działając na rzecz zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Porównując niedostateczną reregulację sektora finansowego po ostatnim kryzysie z doświadczeniami lat trzydziestych, należy stwierdzić, że zabrakło silnego mechanizmu na wzór słynnej komisji Senatu USA pod kierunkiem prawnika i sędziego z czasów wielkiego kryzysu – Ferdinanda Pecory. Być może wynika to z faktu, że kryzys nie dotknął zbyt mocno krajów bogatych, które w większości przypadków uniknęły przekształcenia recesji w depresję, co pozwoliło bankom szybko wrócić do koncepcji *business as usual*.

Znaczące błędy skonstatowano w odniesieniu do tzw. lekkiej, łagodnej regulacji (*light-touch regulation*). Miały to być normy przyjazne dla rynku, bazujące na samoregulacji, o niskim koszcie *compliance*, ale banki ewidentnie je łamały. Ślepa wiara w wolny rynek doprowadziła do sytuacji, w której najmniejszym zaufaniem społecznym w dziedzinie gospodarki cieszy się sektor finansowy, co jest najbardziej widoczne w krajach wysoko rozwiniętych. Szczególne oburzenie – oprócz nadużyć i skandali rynkowych – wywołuje fakt, że wyższej kadrze kierowniczej, określanej pejoratywnym mianem *banksters*, wciąż są wypłacane wielkie bonusy.

Znacznym zagrożeniem dla rynku *consumer finance* oraz wyzwaniem dla doradztwa jest polityka niskich stóp procentowych EBC i krajowych banków centralnych. Mając w perspektywie stratę lub tylko niewielki zysk, konsumenci i inwestorzy coraz częściej wycofują się z rynku. Oszczędności ludzi stają się coraz mniejsze, są gorzej zabezpieczeni na starość. Zwracają się oni ku inwestycjom alternatywnym, czasami ryzykownym – w rezultacie w szarej strefie rozwijają się parabanki, często prowadzące nieuczciwą działalność. Nadmiernie rozwija się akcja kredytowa, powstają liczne zbędne inwestycje, np. w nieruchomości. W związku z tym w wielu krajach (np. w USA, Wielkiej Brytanii) powstał trzeci wymiar nadzoru – ochrona konsumenta na rynku usług *consumer finance*. Pozostaje jednak wątpliwość, czy ochrona zbiorowych interesów konsumentów nie jest bardziej kwestią nadzoru makro- niż mikroostrożnościowego.

Należy dodać, że w świecie niskich stóp procentowych konsumenci są bardziej narażeni na oszustwa, usługodawcy zaś mają większą pokusę, by wymuszać umowy nieodpowiadające ich ekonomicznym interesom, a także przerzucać na nich większą niż dotychczas część ryzyka. Można rozważać celowość ochrony konsumenta przed nim samym – jest to niewątpliwie podejście paternalistyczne, z którego należy korzystać powściągliwie. Można np. zabronić nabywania przez inwestorów amatorów (konsumentów) instrumentów pochodnych (derywatów) lub korzystania z usług alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Zakaz taki mógłby zostać uchylony, gdyby konsument wykazał, że odbył specjalistyczny kurs, który służy zwiększeniu przejrzystości rynku i łagodzeniu asymetrii informacyjnej. Nie ułatwiają tego jednak coraz bardziej skomplikowane regulacje.

W koncepcji Bazylei III *implicite* przyjęto założenie, że wobec wielkiej komplikacji rynków finansowych należy wprowadzić równie szczegółowe regulacje nadzorcze. Nie da się go jednak do końca urzeczywistnić. Ratingi wewnętrzne są zbyt złożone, zawierają zbyt wiele parametrów, nie w pełni obserwowalnych i nie zawsze opartych na dobrych modelach. Normy adekwatności kapitałowej ustanowione w ramach Bazylei 3, choć generalnie oceniane pozytywnie i zmniejszające zagrożenie kryzysami, mają też swoje wady. Dyskusje toczą się także wokół nowych narzędzi pokrywania kosztów kryzysu przez wierzycieli i właścicieli banku (*bail-in* zamiast *bail-out*), czyli proponowanej przez EBA koncepcji MREL (*minimum requirements for own funds and eligible liabilities*) oraz stworzonej przez FSB konstrukcji TLAC (*total loss absorbing capacity*). Ten stan rzeczy jest wyzwaniem dla doradztwa finansowego.

Na implementację czeka wskaźnik stabilnego finansowania netto (NSFR), dzięki któremu bank w każdej chwili będzie dysponował łatwo zbywalnymi aktywami. Uzgodniono minimalny wiążący wskaźnik dźwigni (MBLR), określający ilość kapitału (obliczaną na podstawie wielkości sumy bilansowej – z wyłączeniem różnych profili ryzyka posiadanych aktywów), którą banki mają utrzymywać. Chodzi o uzupełnienie obecnie obowiązujących wymogów kapitałowych opartych na analizie ryzyka i ograniczenie stosowania przez banki tzw. modeli wewnętrznych, które okazały się nadmiernie skomplikowane i mało porównywalne – na rzecz powrotu do pomiaru ryzyka za pomocą metod standardowych. W tym celu wprowadza się tzw. dolne pułapy produktywności (*output floors*), aby wykluczyć sytuację, w której wartość uzyskana z kalkulacji w ramach modelu wewnętrznego będzie niższa od wartości z modelu standardowego. Natomiast ustalenie minimalnych wartości parametrów (*input floors*) ma zapobiegać błędom pomiarowym.

Pakiet MiFID II/MiFIR zwiększa stabilność, przejrzystość rynku finansowego, możliwości długookresowego, bezpiecznego inwestowania, wprowadzania innowacji finansowych, które nie niszczą zaufania do rynku i nie wymykają się spod regulacji. Na uwagę zasługuje koncepcja wdrożenia nowego zestawu informacji, który lepiej chroniłby konsumenta w przypadku korzystania z produktów złożonych, np. bankowo-ubezpieczeniowo-inwestycyjnych. Poddanie niezależnych doradców nadzorowi może być rozwiązaniem słusznym – nie w wymiarze indywidualnym jednak, a raczej spełnienia wymogów formalnych, np. kierunkowego wykształcenia (ekonomia, prawo), odbytych szkoleń specjalistycznych, uzyskanych certyfikatów, znajomości kodeksów dobrych praktyk itp. W tej mierze krajom członkowskim można pozostawić pewną elastyczność. Źródłem inspiracji może być nadzór nad agencjami ratingowymi.

Pomimo ogromu pracy wykonanej przez instytucje finansowe w dalszym ciągu istnieje potrzeba, aby uświadamiać sprzedawcom znaczenie komunikacji z klientami, jak również rzeczowego informowania o zakresie świadczonych usług inwestycyjnych. Informacji nie można jednak utożsamiać z doradztwem. Klient może niejednokrotnie uznać rozmowę za poradę inwestycyjną, choć w umowach

i regulaminach instytucja zastrzega, że nie świadczy takich usług. Może to prowadzić do dezinformacji, a w efekcie do sytuacji, w której klient oczekuje ponadprzeciętnych zysków z inwestycji. Istotne może okazać się wdrożenie w instytucjach finansowych wewnętrznych programów w obszarze *treating customers fairly*, co dzieje się obecnie na rynkach zachodnioeuropejskich.

Nowością jest wymóg określenia przez emitenta instrumentu finansowego, do którego segmentu inwestorów go adresuje. Duże znaczenie ma przejrzystość, inwestor musi uzyskać informacje o pełnych kosztach usługi i zrozumieć, jak będą się one kształtować w stosunku do przewidzianych korzyści. Kluczowym celem jest ochrona inwestorów i zapobieganie konfliktom interesów. Często podkreśla się, że należy lepiej chronić drobnych inwestorów, zwłaszcza w kontekście funduszy rynku pieniężnego (Money Market Funds – MMF), gdyż oczekują oni zachowania kapitału, a równocześnie chcą mieć możliwość wycofania zaangażowanych środków w każdym czasie. Powinni jednak odróżniać usługi inwestycyjne MMF od depozytów bankowych, które podlegają ochronie funduszy gwarancyjnych.

Należy zwrócić uwagę na generalny charakter regulacji ESMA, które mają zapewnić zachowanie równych reguł gry rynkowej i zadowalającego poziomu ochrony konsumentów. Liczne dokumenty wydane przez ESMA, np. dotyczące standardów technicznych RTS 20, mają zastosowanie niezależnie od tego, czy normy MIFiD 2 są wykorzystywane przez instytucje finansowe, czy inne podmioty. W kontekście dyrektywy AIFM, skierowanej do profesjonalnych inwestorów, można wskazać na wymogi informacyjne. W Niemczech istnieją kategorie profesjonalisty, amatora oraz inwestora półprofesjonalisty (używa się kombinacji kilku kryteriów: minimalnej kwoty inwestycji, oświadczenia inwestora o przejęciu ryzyka, ewaluacji jego wiedzy fachowej), w Luksemburgu – inwestora instytucjonalnego i profesjonalnego oraz dobrze poinformowanego inwestora, a w Szwajcarii – m.in. kwalifikowanego inwestora (pod uwagę bierze się m.in. jego sytuację majątkową).

## 5. Wnioski

W książce problemy doradztwa finansowego przedstawiono kompleksowo, z perspektywy ekonomicznej, socjologicznej i psychologicznej (behawioralnej). Zaletą opracowania jest jego przekrojowy charakter – uwzględniono aspekty prawne, omówiono teorię finansów, pośrednictwo finansowe, finanse osobiste, a ponadto wyeksponowano kwestie praktyczne, związane z edukacją finansową (np. nauczania matematyki na użytek gospodarstwa domowego – obliczanie oprocentowania, systematyczne oszczędzanie).

Na wysoką ocenę zasługuje umiejętne skojarzenie badań teoretycznych i empirycznych, co ma znaczenie poznawcze i praktyczne. Autor tworzy model niezależnego doradztwa finansowego, opierając się na regulacjach prawnych, a także na dorobku nauki i praktyki. Słusznie zauważa, że trzeba raczej przewidywać

współistnienie modelu opartego na prowizji oraz na honorarium. Recenzowaną pozycję należy ocenić wysoko i polecić ją szerokiemu gronu czytelników.

Monografia ma ogromną wartość faktograficzną i jest pierwszym w Polsce tak kompleksowym studium doradztwa w obszarze finansów osobistych, wypełniając lukę w rodzimej literaturze. Zdiagnozowano w niej stan doradztwa finansowego oraz przedstawiono jego autorską koncepcję. Szeroka baza dokumentacyjna książki, systematyczność analiz uwzględniających wątki ekonomiczne, prawne i organizacyjne, wybitna znajomość tematyki czynią ją niezmiernie użyteczną dla praktyków życia gospodarczego oraz naukowców, inspirując do podejmowania dalszych badań w tym obszarze.

Publikacja na pewno znajdzie licznych odbiorców, m.in. wśród studentów studiów ekonomii, prawa i zarządzania, a także wśród naukowców, wykładowców i wszystkich, którzy chcieliby lepiej zarządzać własnymi finansami w coraz bardziej skomplikowanym otoczeniu. Podejmowanie racjonalnych decyzji finansowych przez miliony gospodarstw domowych przełoży się nie tylko na wzrost ich dobrobytu, ale również na stabilizację polskiego systemu finansowego.

Książka może być bardzo dobrym podręcznikiem dla studentów kierunków ekonomicznych oraz dla doradców finansowych i osób przygotowujących się do pracy w tym zawodzie. Wykorzystano w niej liczne dane, krajową i międzynarodową literaturę przedmiotu oraz badania własne. Jest to pozycja interesująca, w której umiejętnie i w sposób interdyscyplinarny wprowadzono problemy, z którymi stykają się zarówno teoretycy poszukujący właściwej interpretacji zjawisk ekonomicznych, jak i gospodarstwa domowe, każdego dnia zarządzające swoimi finansami.