



**RADA
UNII EUROPEJSKIEJ**

**Bruksela, 10 lipca 2012 r. (16.07)
(OR. en)**

**Międzyinstytucjonalny numer
referencyjny:
2012/0169(COD)**

**12402/12
ADD2**

**EF 167
ECOFIN 690
CONSOM 97
CODEC 1879**

PISMO PRZEWODNIE

Od:	Sekretarz Generalny Komisji Europejskiej, podpisał dyrektor Jordi AYET PUIGARNAU
Data otrzymania:	5 lipca 2012 r.
Do:	Uwe CORSEPIUS, Sekretarz Generalny Rady Unii Europejskiej
Nr dok. Kom.:	SWD(2012) 188 final
Dotyczy:	DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW Towarzyszący dokumentowi Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących produktów inwestycyjnych

Delegacje otrzymują w załączeniu dokument Komisji SWD(2012) 188 final.

Załącznik: SWD(2012) 188 final



KOMISJA EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 3.7.2012 r.
SWD(2012) 188 final

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Towarzyszący dokumentowi

Wniosek

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

w sprawie

**dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących produktów
inwestycyjnych**

{COM(2012) 352 final}

{SWD(2012) 187 final}

DOKUMENT ROBOCZY SŁUŻB KOMISJI

STRESZCZENIE OCENY SKUTKÓW

Towarzyszący dokumentowi

Wniosek

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

w sprawie

dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących produktów inwestycyjnych

1. WPROWADZENIE

Niniejsza ocena skutków dotyczy kwestii ujawniania informacji o produktach oferowanych na rynku detalicznych produktów inwestycyjnych.

Rynek ten jest zdominowany przez tzw. „konfekcjonowane” detaliczne produkty inwestycyjne – twórcy produktów finansowych pełnią przy tym rolę pośrednika między inwestorami indywidualnymi a rynkami finansowymi, „konstruuja” produkty służące osiągnięciu określonych celów inwestycyjnych, zazwyczaj z zamiarem sprzedaży ich inwestorom indywidualnym (bezpośrednio lub przez pośredników). Typowe przykłady konfekcjonowanych detalicznych produktów inwestycyjnych stanowią fundusze inwestycyjne w rodzaju UCITS (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe), detaliczne produkty strukturyzowane oraz umowy ubezpieczeniowe powiązane z jednostkami uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych; istnieją jednak również inne ich warianty.

Aby zapewnić ochronę inwestorów, w przyjętych w odniesieniu do branży finansowej środkach ustalono, że inwestorom indywidualnym należy udostępniać określone informacje. Informacje te są przez nich wykorzystywane na potrzeby podjęcia decyzji inwestycyjnych, aczkolwiek nie zawsze zostały one pomyślane wyłącznie w tym celu. Istniejące środki okazały się w niektórych przypadkach niewystarczające – wymogi różnią się w zależności od formy prawnej produktów, a nie ich charakteru ekonomicznego bądź wiążącego się z nimi ryzyka, co utrudnia porównanie produktów i zrozumienie ich właściwości. W praktyce ujawnianie informacji o produktach częściej służy raczej zabezpieczeniu tworzącego lub oferującego je podmiotu przed ryzykiem prawnym, a nie skutecznej i wyważonej komunikacji z klientami.

W opublikowanym w kwietniu 2009 r. komunikacie dotyczącym konfekcjonowanych detalicznych produktów inwestycyjnych Komisja doszła do wniosku, że tego rodzaju niedostatki wynikają między innymi z braku wspólnych ram i jednolitego podejścia na szczeblu unijnym, czemu zaradzić można wyłącznie w drodze zmiany przepisów prawa europejskiego. (W komunikacie tym wymieniono dwa obszary wymagające podjęcia działań, a mianowicie przepisy odnoszące się do sprzedaży oraz przepisy dotyczące ujawniania informacji o produktach – niniejsza ocena skutków dotyczy tylko tego drugiego obszaru).

Kryzys finansowy potwierdził, jak ważna jest przejrzystość i porównywalność informacji o produktach przeznaczonych dla zwyczajnych inwestorów. Inwestorzy indywidualni ponieśli straty na inwestycjach, z którymi wiązało się ryzyko, które albo nie było oczywiste dla inwestorów, albo nie zostało przez nich zrozumiane. W konsekwencji doszło do – niewykluczone, że uzasadnionej – utraty zaufania przez inwestorów: przeprowadzone niedawno wśród konsumentów w całej UE badanie opinii pokazało, że spośród wszystkich gałęzi gospodarki branża usług finansowych cieszy się najmniejszym zaufaniem.

Zwiększenie przejrzystości jest zasadniczym warunkiem odbudowy zaufania na solidnych podstawach. Unia Europejska podjęła już w tym względzie nowatorskie kroki w postaci zrealizowanej w przepisach dyrektywy UCITS koncepcji dokumentu zawierającego „kluczowe informacje dla inwestorów”. Przepisy dotyczące innych konfekcjonowanych produktów inwestycyjnych czekają jednak jeszcze na modernizację, jaka miała miejsce

w przypadku ujawniania informacji dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Należy zatem rozważyć możliwe rozwiązania dla tych pozostałych produktów.

2. NA CZYM POLEGA PROBLEM?

Inwestorzy indywidualni nie zawsze otrzymują informacje, które mogą zrozumieć i łatwo porównać. W niniejszej ocenie skutków wskazano trzy zasadnicze związane z tym problemy i zaproponowano rozwiązania dla drugiego i trzeciego z nich.

2.1.1. *Problem nr 1: Namnożenie się różnych produktów służących takim samym celom inwestycyjnym*

Inwestorzy indywidualni są skonfrontowani z potencjalnie oszałamiająco bogatą ofertą różnych produktów inwestycyjnych, aczkolwiek leżące u ich podstawy podobne instrumenty inwestycyjne są często tylko opakowane w różne formy prawne. Wiele jest przyczyn takiego rozwoju sytuacji, niemniej zasadniczo wszystkie te produkty służą zaspokojeniu stosunkowo prostej potrzeby inwestorów, a mianowicie akumulacji kapitału (innymi słowy: zaakceptowaniu pewnego ryzyka celem osiągnięcia wyższej stopy zwrotu niż w przypadku inwestycji pozbawionych ryzyka).

2.1.2. *Problem nr 2: Niejednolite regulacje*

Większość produktów jest już objęta europejskimi i krajowymi przepisami dotyczącymi ujawniania informacji. Prawo europejskie rozwijało się jednak w dużej mierze w postaci przepisów sektorowych, przygotowywanych w różnym tempie i służących osiągnięciu różnych celów. Brak jednolitych regulacji może prowadzić do wyższych kosztów administracyjnych i zachęcać do arbitrażu regulacyjnego, którego skutkiem będzie preferowanie takich struktur produktów, które podlegają mniej surowym wymogom.

Mozaika niejednolitych przepisów stwarza dwa dodatkowe zagrożenia, odrębne od tych związanych bezpośrednio z kwestią ochrony inwestorów. Po pierwsze, istniejący wewnętrzny rynek dla UCITS konkuruje bezpośrednio z produktami, które – jeśli chodzi o ujawnianie informacji – są objęte lżejszymi regulacjami lub nie są regulowane w ogóle. Po drugie, istniejące różnice pod względem ujawniania informacji mogą być postrzegane zarówno przez inwestorów, jak i branżę jako czynnik fragmentacji rynku wzdłuż granic państwowych, co stoi na przeszkodzie dalszemu rozwojowi w kierunku silniejszej integracji rynku. Podejmowane obecnie na szczeblu krajowym działania dotyczące innych niż UCITS konfekcjonowanych produktów inwestycyjnych są siłą rzeczy nieskoordynowane i przy braku koordynacji na szczeblu unijnym mogą prowadzić do narastania różnic między podejściami stosowanymi przez poszczególne państwa członkowskie, a także w odniesieniu do różnych sektorów.

2.1.3. *Problem nr 3: Brak postępów w skutecznym zmniejszaniu różnic w dostępie do informacji między inwestorami indywidualnymi a podmiotami branży finansowej*

Trudności ze zrozumieniem usług finansowych, po części ze względu na ich złożoność, mają niekiedy nawet profesjonalni uczestnicy rynku. W przypadku inwestorów indywidualnych problemy te są niewątpliwie potęgowane przez niski poziom wiedzy i umiejętności w dziedzinie finansów. Ponadto wielu klientów ma niewiele okazji do zdobywania

doświadczeń na rynkach detalicznych produktów inwestycyjnych: typowy klient nie podejmuje decyzji inwestycyjnych regularnie, lecz tylko przy okazji określonych, występujących w znacznych odstępach czasowych wydarzeń (np. odziedziczenie majątku lub dokonanie inwestycji z myślą o konkretnych przyszłych zobowiązaniach lub celach, takich jak zakup nieruchomości, przejście na emeryturę lub plany rodzinne).

Obowiązujące standardy ochrony inwestorów są jednak nieskuteczne i niespójne, a szybki wzrost liczby nowych produktów oraz innowacje rynkowe doprowadziły do tego, że produkty są oferowane w formach, których nie przewidywano, gdy opracowywano istniejące wymogi dotyczące ujawniania informacji. W ocenie skutków szczegółowo przedstawiono przykłady niewątpliwych trudności, jakie inwestorzy indywidualni mają ze **zrozumieniem i porównaniem** produktów inwestycyjnych na podstawie ujawnianych obecnie informacji. Przedstawiono w niej również problemy związane z **terminowym udostępnianiem informacji**, gdyż należy w pierwszym rzędzie zagwarantować, by klienci indywidualni faktycznie otrzymali wymagane informacje.

2.2. Skala problemów i konsekwencje niepodjęcia działań

Opisanej wyżej problemy prowadzą do poszkodowania inwestorów na skutek oferowania im niewłaściwych produktów, do nierównych warunków konkurencji między poszczególnymi sektorami branży finansowej, a także do powstawania barier dla dalszego rozwoju rynku wewnętrznego.

- Jeśli chodzi o inwestorów indywidualnych, niedawne badanie przeprowadzone w drodze anonimowych zakupów testowych w całej UE wykazało, że około 60 % oferowanych produktów można uznać za „niewłaściwe”. Tego rodzaju sprzedaż „niewłaściwych” produktów inwestorom może wprawdzie wynikać z różnych czynników, jednak sama skala problemu bez wątpienia wymaga podjęcia działań. Łączną skalę tego problemu można sobie wyobrazić za pomocą następującego eksperymentu myślowego: nawet jeśli tylko 10 % produktów sprzedawanych inwestorom indywidualnym uznamy za „niewłaściwe”, wartość tej sprzedaży wynosi ciągle niemal 1 bln EUR. Nawet jeśli ujawnianie informacji o produktach miałyby się przyczynić do lepszych decyzji inwestycyjnych tylko w przypadku 1 % tego wolumenu sprzedaży, oznaczałoby to kwotę aż 10 mld EUR.
- W przypadku przedsiębiorstw nierówne warunki działania prowadzą do zakłóceń konkurencji. Arbitraż regulacyjny może zachęcać do rozwijania tych produktów lub sektorów działalności, które podlegają najłżejszym regulacjom, co miałyby również negatywny wpływ na ogólną skuteczność regulacji i potencjalnie ograniczało konkurencję cenową, szkodząc w ten sposób interesom inwestorów poprzez wyższe koszty. Istotne są jednak również inne, bardziej bezpośrednie skutki niedociągnięć regulacyjnych. Sprzedaż „nieodpowiednich” produktów może mieć poważne konsekwencje dla przedsiębiorstw, prowadząc do wzrostu zarówno liczby skarg, jak i wysokości roszczeń odszkodowawczych oraz wiążących się z tym kosztów wewnętrznych. Może ona również zaszkodzić renomie przedsiębiorstwa.
- Zgodnie z wnioskami Komisji zawartymi w ocenie skutków towarzyszącej opublikowanemu w 2009 r. komunikatowi w sprawie konfekcjonowanych detalicznych produktów inwestycyjnych, w niniejszej ocenie skutków stwierdzono, że konieczne są działania na szczeblu europejskim służące zlikwidowaniu niespójności i luk w unijnych

przepisach dotyczących ujawniania informacji o produktach finansowych, gdyż w innym przypadku zmarnowana zostanie szansa rozwiązania opisanych problemów, a w rezultacie utrzymywać się będą praktyki szkodliwe dla inwestorów i zakłócenia rynkowe, z naruszeniem zasad i celów jednolitego rynku.

3. ZASADA POMOCNICZOŚCI

Podjęcie działań na szczeblu UE jest konieczne, gdyż stwierdzone problemy ulegają zaostrzeniu przez niespójności i luki w podejściu regulacyjnym na poziomie UE. Państwa członkowskie nie są w stanie zlikwidować w drodze indywidualnych działań niespójności w regulacjach dotyczących kwestii o charakterze transgranicznym i nie są w stanie osiągnąć spójności w ustawodawstwie UE. Środki na szczeblu UE zapewniają ponadto maksymalną skuteczność działań służących standaryzacji ujawnianych informacji oraz zwiększeniu ich porównywalności.

4. CELE

Inicjatywa ustawodawcza ma na celu poprawę jakości decyzji inwestycyjnych i funkcjonowania rynków kapitałowych w UE, służąc odbudowie zaufania na rynkach dla inwestorów indywidualnych. Konkretnie cele operacyjne w zakresie rozwoju spójniejszych i skuteczniejszych standardów regulacyjnych wynikają z analizy problemu i obejmują: poprawę **zrozumiałości i porównywalności** produktów oraz **zapewnienie udostępniania informacji** we właściwym momencie na etapie dystrybucji, a dzięki temu ogólne **zwiększenie spójności regulacji**.

5. WARIANTY STRATEGICZNE

Strategiczne warianty ulepszenia unijnych przepisów w zakresie ujawniania informacji o produktach finansowych opracowano na podstawie szerokich konsultacji oraz doświadczeń zgromadzonych w trakcie prac nad ulepszeniem odnośnych wymogów w przypadku funduszy UCITS. Warianty te opracowano w kontekście ewentualnego nowego instrumentu obejmującego środki poziomu 1 i poziomu 2. Na obecnym etapie analiza dotyczy środków poziomu 1 określających ogólne podejście; środki poziomu 2 zostaną przygotowane później i będą objęte odrębną oceną skutków. Ogólnie wyróżnić można następujące kluczowe obszary i preferowane warianty:

- (1) **Zakres inicjatywy.** Decyzja, które produkty mają zostać objęte zakresem inicjatywy, ma wpływ na wszystkie cele operacyjne. Dostępne warianty obejmowały niepodjęcie działań, wąski zakres produktów (wyłącznie produkty konfekcjonowane), szeroki zakres produktów (wszystkie oferowane produkty inwestycyjne, w tym produkty niekonfekcjonowane). *Preferowany jest wariant koncentrujący się na produktach konfekcjonowanych, gdyż to z nimi wiążą się szczególne problemy dotyczące ochrony konsumentów i stanowią one znaczną część oferty rynkowej dla inwestorów indywidualnych; wybór tego wariantu będzie jednak podlegał przyszłym przeglądom.*
- (2) **Stopień i rodzaj standaryzacji ujawnianych informacji o produkcie.** Standaryzacja dotyczy zarówno zakresu wymogów nakładanych na przedsiębiorstwa jeśli chodzi

o treść i format informacji ujawnianych inwestorom indywidualnym, jak i stopnia spójności wymogów dotyczących poszczególnych produktów i sektorów branży finansowej. Rozważane warianty obejmowały różne zakresy wymogów i stopnie standaryzacji w odniesieniu do jasności języka, długości dokumentu zawierającego ujawniane informacje i porównywalności tych informacji. W ocenie skutków zaproponowano swego rodzaju „ukierunkowaną standaryzację”, pozwalającą na elastyczne traktowanie poszczególnych produktów, ale zapewniającą możliwie daleko idącą standaryzację kluczowych informacji dotyczących ryzyka, kosztów i wyników; szczegóły dotyczące standaryzacji i jej zastosowania w odniesieniu do poszczególnych rodzajów produktów byłyby określane przy pomocy środków poziomu 2.

- (3) **Odpowiedzialność za przygotowanie.** Zainteresowane strony i uczestnicy konsultacji niemal jednogłośnie podkreślali wagę zapewnienia jasności co do tego, kto jest odpowiedzialny za przygotowanie i aktualizowanie ujawnianych informacji. W ocenie skutków przeanalizowano również wariant polegający na zrezygnowaniu ze wskazywania osoby odpowiedzialnej za przygotowanie odpowiedniego dokumentu, ale opowiedziano się ostatecznie za ogólną zasadą, że – z nielicznymi, jasno określonymi wyjątkami – za przygotowanie informacji o produkcie odpowiedzialni powinni być twórcy produktów inwestycyjnych.
- (4) **Terminowe przekazywanie informacji.** Kluczową kwestią jest zagwarantowanie, że inwestorzy indywidualni faktycznie otrzymają informacje o produkcie przed podjęciem decyzji inwestycyjnych. W ocenie skutków zaproponowano ścisłe wymogi dotyczące przekazywania informacji, aczkolwiek konieczne może się okazać wprowadzenie jasno określonych wyjątków.
- (5) **Odpowiedzialność cywilna i sankcje.** W uzupełnieniu przedstawionych wyżej wariantów należy również rozstrzygnąć wyłaniające się kwestie dotyczące sankcji i odpowiedzialności cywilnej. Dostępne warianty obejmują wyjściowy scenariusz niepodjmowania działań, określenie jedynie ogólnych zasad lub ustanowienie szczegółowych przepisów. W ocenie skutków przewidziano wyjaśnienie kwestii odpowiedzialności celem uwzględnienia obaw, że informacje ujawniane na temat konfekcjonowanych produktów inwestycyjnych mogą przyjąć postać dokumentów o charakterze prawnym a nie informacyjnym; przewidziano również dalsze rozwinięcie środków w zakresie nakładania sankcji dostępnych właściwym organom.

6. SKUTKI PROPONOWANEGO PODEJŚCIA

Wybrane warianty prowadzą do przedłożenia propozycji ustanowienia **nowego systemu ujawniania informacji na temat konfekcjonowanych produktów inwestycyjnych, opartego na modelu opracowanym niedawno dla funduszy UCITS, jednakże z pewnym rozwinięciem niektórych wymogów przy pomocy środków poziomu 2** celem uwzględnienia różnic między poszczególnymi produktami.

Korzyści

Informacje o produkcie, które przeciętny inwestor indywidualny jest w stanie rzeczywiście zrozumieć i wykorzystać na potrzeby porównań, mają zasadnicze znaczenie dla wzmocnienia pozycji konsumentów, bez uszczerbku dla roli i odpowiedzialności pośredników w punktach

sprzedaży. Na korzyści płynące ze standaryzacji i (większej) porównywalności wskazano również w niedawnej analizie Komisji, której konkluzją było stwierdzenie, że w przypadku decyzji inwestycyjnych mogą one w praktyce prowadzić do zmiany zachowania inwestorów, a w konsekwencji do podejmowania lepszych decyzji. Biorąc pod uwagę wspomnianą wyżej potencjalną skalę problemu sprzedaży „niewłaściwych” produktów, już niewielkie zmiany mogą mieć znaczny wpływ: nawet jeśli ujawnianie informacji o produktach przyczyniłoby się do zmiany zaledwie 1 % decyzji inwestycyjnych, to inwestorzy na „niewłaściwe” produkty wydaliby łącznie nawet o 10 mld EUR mniej (lub 4 mld EUR, jeśli odliczyć UCITS, które są już objęte wymogami dotyczącymi ujawniania inwestorom kluczowych informacji o produkcie).

Większa harmonizacja wymogów prowadziłaby do zrównania warunków konkurencji między przedsiębiorstwami działającymi w poszczególnych sektorach branży finansowej oraz do zmniejszenia barier na rynku wewnętrznym stojących przed podmiotami działającymi w skali transgranicznej. Ochrona inwestorów przyniosłaby korzyści również branży – poprzez zwiększenie zaufania i zmniejszenie kosztów ponoszonych w przypadku pojawienia się problemów.

Koszty

W ocenie skutków oszacowano je w **dużym przybliżeniu** na ***koszty jednorazowe w wysokości 171 mln EUR oraz koszty bieżące w wysokości około 14 mln EUR rocznie***. (Uwzględniając charakter planowanych zmian, które dotyczą wymogów związanych z ujawnianiem informacji osobom trzecim, kwoty te stanowią również dobry wskaźnik obciążeń administracyjnych związanych z tymi zmianami). Niejednoznaczne są oznaki, czy mniejsi i więksi twórcy produktów finansowych ponosiliby nieproporcjonalne koszty, natomiast wpływ na zatrudnienie powinien być niewielki. Również dystrybutorzy powinni odczuć zmiany, aczkolwiek – zważywszy że inicjatywa koncentruje się na twórcach produktów – jest mało prawdopodobne, by były one istotne.

Ostateczna wysokość kosztów zależy od tego, które **warianty zostaną wybrane na poziomie 2**, co siłą rzeczy ogranicza precyzję szacunków dokonywanych na obecnym etapie. Z tego względu konieczna będzie pełna ocena skutków wariantów wybranych na poziomie 2 celem uzyskania bardziej dokładnych szacunków co do wpływu proponowanych rozwiązań, tak aby należycie uzasadnić wybór wariantów wprowadzających proporcjonalne obciążenia. Umożliwiłoby to również lepsze oszacowanie innych zróżnicowanych skutków (np. dla MŚP lub dystrybutorów).

Monitorowanie i ocena

W obliczu możliwości arbitrażu regulacyjnego oraz ciągłych innowacji na rynku produktów oferowanych inwestorom indywidualnym istotne będzie stałe monitorowanie dalszego rozwoju sytuacji, w tym oparte na faktach oceny przyszłego zakresu systemu ujawniania informacji. Ponadto konieczne będzie staranne monitorowanie wpływu środków zastosowanych w celu ułatwienia porównywania produktów, w szczególności pod względem ryzyka i kosztów, a skuteczność tych środków będzie przedmiotem dalszych ocen i ewentualnych dostosowań.

7. WNIOSKI

Konieczne jest osiągnięcie poprawy w zakresie ujawniania informacji o produktach inwestycyjnych. Nowe wymogi w tym względzie wprowadzono już w odniesieniu do UCITS, natomiast w niniejszej ocenie skutków przeanalizowano warianty wprowadzenia podobnych ulepszeń w odniesieniu do wszystkich konfekcjonowanych produktów inwestycyjnych oferowanych obecnie inwestorom indywidualnym.

Jako podstawowy instrument dla osiągnięcia tego celu wskazano zwiększoną standaryzację informacji mającą ułatwić dokonywanie porównań, przy czym różnorodność produktów wymaga utrzymania pewnej elastyczności. W niniejszej ocenie skutków podejście to określa się jako „**ukierunkowaną standaryzację**”. Analiza prowadzi do wniosku, że podejście to oferuje największe możliwości osiągnięcia jaśniejszych i łatwiej porównywalnych informacji o produktach, przy jednoczesnym uwzględnieniu praktycznych realiów związanych z tymi złożonymi i różnorodnymi produktami.

Środki służące ochronie konsumentów na rynkach produktów finansowych oferowanych inwestorom indywidualnym muszą być oczywiście zawsze rozpatrywane w sposób całościowy – potrzebny jest zbiór różnorodnych i uzupełniających się instrumentów regulacyjnych, w tym środki służące zwiększeniu wiedzy z zakresu finansów wśród inwestorów indywidualnych oraz kroki mające na celu ulepszenie regulacji w odniesieniu do dystrybutorów i procesów sprzedaży.

Brak jasnych i porównywalnych informacji uniemożliwia jednak podejmowanie świadomych decyzji. Jeżeli nie uda się doprowadzić do tego, by możliwe było podejmowanie lepszych, bardziej uzasadnionych decyzji inwestycyjnych, może to mieć istotne konsekwencje dla regulacji rynków detalicznych. Z tego względu wysiłki na rzecz opracowania skutecznych wymogów dotyczących ujawniania informacji oraz koszty istarania konieczne do ich wdrożenia stanowią niewysoką cenę za stworzenie solidniejszych fundamentów dla rynku detalicznych produktów inwestycyjnych.