

Projekt pakietu Retail Investment Strategy

Perspektywa dla polskiego sektora zarządzania aktywami

Luty 2024 r.



McKinsey & Company w Polsce

Polskie biuro McKinsey & Company istnieje od 30 lat. Na przestrzeni tego czasu staliśmy się największą firmą doradztwa strategicznego w Polsce, która zatrudnia dziś ponad 2000 osób. Doradzamy największym polskim firmom oraz instytucjom publicznym. Braliśmy udział w transformacji kluczowych przedsiębiorstw w Polsce i przyczyniliśmy się do rozwoju firm, które dziś są liderami w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym, dóbr konsumpcyjnych, energetycznym, naftowym, telekomunikacyjnym, wydobywczym i wielu innych. Dotychczas zrealizowaliśmy dla naszych klientów ponad tysiąc projektów.

W 2010 r. otworzyliśmy Centrum Wiedzy we Wrocławiu, gdzie zatrudniamy dziś ponad 300 najwyższej klasy analityków. Rok później w Poznaniu powstało Centrum Usług Wspólnych, gdzie pracuje ponad tysiąc osób.

Od 2017 r. w warszawskim biurze działa McKinsey Digital Lab. Nasi programiści, eksperci big data oraz konsultanci biznesowi wspierają firmy w zakresie kompleksowej transformacji cyfrowej i zaawansowanej analityki danych.

Więcej informacji na www.mckinsey.pl

McKinsey & Company na świecie

McKinsey & Company to globalna firma doradztwa strategicznego, działająca od ponad 90 lat. Doradzamy największym firmom świata, w tym ponad 1000 spośród największych przedsiębiorstw o przychodach przekraczających 10 mld dolarów. Współpracujemy z instytucjami rządowymi i publicznymi. Naszą firmę tworzy obecnie ponad 45 tys. osób, pracujących w więcej niż 130 biurach i 65 krajach.

Obok doradztwa strategicznego filarem naszej działalności jest wiedza. W 1990 r. powołaliśmy do życia McKinsey Global Institute – ośrodek analityczny, który prowadzi badania i opracowuje raporty na temat najważniejszych wyzwań stojących przed światową gospodarką.

W rozwój wiedzy i szkolenia inwestujemy rocznie 600 mln dol.

Naszym strategicznym działem jest od kilku lat McKinsey Digital and Analytics. Zatrudnia ponad 5 tys. ekspertów, w tym programistów, architektów systemów IT, analityków big data oraz specjalistów od sztucznej inteligencji i robotyzacji. McKinsey Digital and Analytics skupia się na transformacji cyfrowej i agile firm oraz tworzeniu innowacyjnych rozwiązań, w tym narzędzi IT i wspieraniu ich integracji z istniejącymi systemami. Jest to możliwe m.in. dzięki współpracy z ponad 150 firmami tworzącymi oprogramowanie i platformy technologiczne.

Więcej informacji na www.mckinsey.com

Spis treści

2

Podsumowanie zarządcze

4

Rozdział 1:

Nowe regulacje jako rozwinięcie obecnych przepisów dotyczących inwestowania

10

Rozdział 2:

Przewidywany wpływ regulacji na polski rynek

23

Przypisy

Oświadczenie

Poufne i zastrzeżone. Jakiegokolwiek wykorzystanie tych materiałów bez wyraźnej zgody firmy McKinsey & Company jest surowo zabronione.

W odpowiedzi na podniesione pytania dotyczące potencjalnych skutków Pakietu Retail Investment Strategy na sektor zarządzania aktywami w Polsce, w niniejszym dokumencie przedstawiono analizy oparte na faktach w celach informacyjnych w kontekście szybko zmieniającego się i niepewnego otoczenia.

Dokument ten nie jest przeznaczony do udzielania porad politycznych, prawnych ani regulacyjnych. McKinsey & Company nie jest doradcą inwestycyjnym. Nic w poniższych materiałach nie stanowi ani nie będzie interpretowane jako porada inwestycyjna ani rekomendacja dotycząca podjęcia lub niepodjęcia jakiegokolwiek proponowanej inwestycji, transakcji, sprzedaży czy zakupu.

© 2024 McKinsey & Company

Podsumowanie zarządcze

W maju 2023 r. Komisja Europejska zaproponowała zaktualizowany pakiet Retail Investment Strategy, który zmienia istniejące przepisy i dyrektywy, w tym MiFID II, UCITS, IDD i PRIIP¹.

Proponowane przepisy mają objąć większość produktów inwestycyjnych², a poprawki są obecnie dyskutowane przez Parlament Europejski i Radę Unii Europejskiej. Po przyjęciu, zgodnie z projektem poprawek, państwa członkowskie będą miały 18 miesięcy na wdrożenie nowych przepisów. Jeśli nowe przepisy zostaną przyjęte, Komisja Europejska może dokonać ich rewizji i ocenić ich wpływ na detaliczny rynek inwestycyjny po trzech latach.

Dokładny kształt regulacji jest jeszcze w fazie dyskusji. Przepisy mają obejmować przede wszystkim: 1) częściowy zakaz zachęt, czyli świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych wypłacanych dystrybutorom przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), 2) zarządzanie i dystrybucję produktów finansowych zgodnie z zasadą dobrego stosunku jakości do ceny – osiągnięte dzięki wprowadzeniu tzw. benchmarków cen produktów finansowych, 3) podniesienie jakości informacji przekazywanych inwestorom i zwiększenie ich zdolności do podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych.

Polskie społeczeństwo jest mniej aktywne na rynkach kapitałowych w porównaniu z resztą Europy oraz Stanami Zjednoczonymi

Komisja Europejska w uzasadnieniu propozycji nowelizacji regulacji podkreśliła znacząco niższą wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych w Unii Europejskiej względem Stanów Zjednoczonych³. Polski rynek funduszy inwestycyjnych jest mniej rozwinięty w porównaniu z innymi krajami UE – zasadniczą różnicą jest wolumen i struktura aktywów. Wartość aktywów finansowych per capita w Polsce jest trzykrotnie niższa niż średnia w UE. Wśród polskich

gospodarstw domowych zdecydowanie dominują defensywne aktywa finansowe takie jak depozyty, które stanowią ok. 50% portfeli; w Europie to ok. 30%. Fundusze emerytalne oraz ubezpieczenia na życie mają w Polsce ponad trzykrotnie niższy udział w strukturze aktywów finansowych, a fundusze inwestycyjne stanowią zaledwie 4%, względem 10% w Unii Europejskiej⁴.

Wpływ przepisów skłaniających do ograniczenia zachęt na rynki w Wielkiej Brytanii i Holandii

Przepisy skłaniające do ograniczenia zachęt zostały wprowadzone w Wielkiej Brytanii (2013 r.)⁵ i Holandii (2014 r.)⁶ w bardziej restrykcyjnej formie od pakietu proponowanego przez Komisję Europejską. Po wprowadzeniu regulacji ani wielkość ani udział funduszy inwestycyjnych w całkowitych aktywach finansowych gospodarstw domowych nie uległy znaczącej zmianie. Istotnie wzrósł za to udział instrumentów pasywnych (w tym ETF) w portfelach (w Wielkiej Brytanii z 10% do 28%, a w Holandii z 9% do 13%)⁷.

Przepisy wpłynęły na zmiany w modelu rozliczeń między stronami. Wprowadzono szereg nowych opłat dla klientów (m.in. za dostęp do platform, doradztwo i opłaty serwisowe). Mimo to przepisy doprowadziły do obniżenia marży firm inwestycyjnych⁸.

Rezultatem wprowadzenia przepisów była zmiana preferencji klientów indywidualnych. W Holandii częściej wybierano samodzielne zarządzanie swoimi inwestycjami lub delegowanie tych zadań do banków niż do niezależnych doradców. W segmencie private banking zwiększyła się za to popularność doradztwa inwestycyjnego – w Holandii o 8 p.p.⁹, a w Wielkiej Brytanii o 10 p.p.¹⁰.

Planowane regulacje wyznaczą nowe standardy dla TFI i dystrybutorów

Nowe przepisy chronią klientów indywidualnych, ale tworzą także nowe standardy dla firm inwestycyjnych i dystrybutorów.

Nowe regulacje mogą zwiększyć transparentność informacji dla klientów indywidualnych. Dzięki proponowanym rozwiązaniom konsumenci powinni otrzymywać porady inwestycyjne – rozumiane zgodnie z definicją MiFID II jako świadczenie osobistej rekomendacji dotyczącej transakcji na instrumentach finansowych – lepiej dopasowane nie tylko do ich wiedzy o rynkach finansowych czy preferencji ryzyka, ale także do pozostałych składników ich majątku. Regulacje mogą też ograniczyć sprzedaż produktów wysoko-kosztowych poprzez wprowadzenie

benchmarków stosunku jakości do ceny produktów. To powinno prowadzić do optymalizacji portfeli klientów indywidualnych w kierunku instrumentów o wyższym potencjale przychodowym.

Regulacje mogą jednak wywołać istotne zmiany na rynku zarządzania aktywami. Ograniczenie zachęt i przejście na model wypłaty dywidend może potencjalnie spowodować zmniejszenie dostępności usług doradztwa inwestycyjnego dla klientów indywidualnych lub zastąpienie go przez robodoradztwo. Nowe regulacje podkreślają rolę doradztwa jako dodatkowej wartości dla klienta. Aby zwiększyć jego dostępność w efektywny kosztowo sposób, banki i inne instytucje mogą zwrócić się w kierunku algorytmicznych doradców, których można zintegrować z obecnymi aplikacjami i portalami online¹¹.

Kolejnym efektem może być ograniczenie oferty produktowej i jej zmiana w kierunku instrumentów pasywnych (głównie zagranicznych ETF)¹². Nie można wykluczyć także wprowadzenia przez dystrybutorów nowych opłat dla klientów indywidualnych, podobnie jak miało to miejsce w Wielkiej Brytanii i Holandii.

Wprowadzenie benchmarków dla produktów finansowych skoncentrowanych głównie na zasadzie wartości do ceny może wpłynąć na marżowość TFI.

W ciągu 3 lat od wprowadzenia regulacji, Komisja Europejska zamierza zbadać ich wpływ na poszczególne kraje. Jeśli główny cel nowych regulacji nie zostanie osiągnięty, Komisja Europejska ma zaproponować dalsze zmiany.

Możliwy wpływ proponowanych regulacji na klientów indywidualnych, TFI i dystrybutorów będzie zróżnicowany

	Częściowe ograniczenie zachęt	Zasada dobrego stosunku jakości do ceny
TFI	– W obecnym kształcie – ograniczone implikacje dla zarządzających funduszami – W przypadku dalszego ograniczania zachęt – potencjalna akceleracja koncentracji rynku (banki mogą preferować własne TFI) – Zmiana struktury kosztów w grupach, gdzie TFI jest podmiotem zależnym dystrybutora, na rzecz dywidend – Zmiana oferty – poprzez wzrost znaczenia rynku ETF – Specjalizacja mniejszych TFI	– Dalsza presja ograniczania kosztów operacyjnych w związku z niższymi przychodami, a długofalowo – konwergencja poziomu kosztów między krajami UE – Ryzyko zmniejszenia rozwoju innowacji produktowych – Niższy potencjał generowania zysków z produktów niskomargowych – Wycofanie się mniejszych firm inwestycyjnych z rynku – Rozwój tanich instrumentów finansowych, m.in. ETF
Dystrybutorzy	– Zmiana modelu operacyjnego dystrybutorów – Potencjalne ograniczenie świadczenia usług doradztwa finansowego – Zmniejszenie presji sprzedaży droższych produktów – Wzrost znaczenia robodoradztwa – Obniżenie dochodowości	– Konieczność rewizji oferty produktów inwestycyjnych, by uwzględnić produkty niskokosztowe – Zmniejszenie dochodowości po wprowadzeniu produktów niskokosztowych – Wprowadzenie alternatywnych źródeł przychodu np. przez opłaty za usługi, które są obecnie bezpłatne
Klienci indywidualni	– Zwiększenie transparentności informacji – Wartość dodana – otrzymanie porady inwestycyjnej i rekomendacji min. 1 produktu standardowego i min. 1 produktu niskokosztowego – Potencjalne ograniczenie oferty produktowej dostępnej dla klienta	– Optymalizacja portfela inwestycyjnego – wyeliminowanie produktów nieprzynoszących wartości oraz z bezpodstawnie wysokimi kosztami – Ryzyko ograniczenia oferty inwestycyjnej jako skutek konsolidacji i wyparcia z rynku niezależnych TFI



©Michael Hausmanns/Getty Images

1

Nowe regulacje jako rozwinięcie obecnych przepisów dotyczących inwestowania

Komisja Europejska wymienia kilka głównych przyczyn niewielkiej aktywności inwestorów indywidualnych na rynkach finansowych:

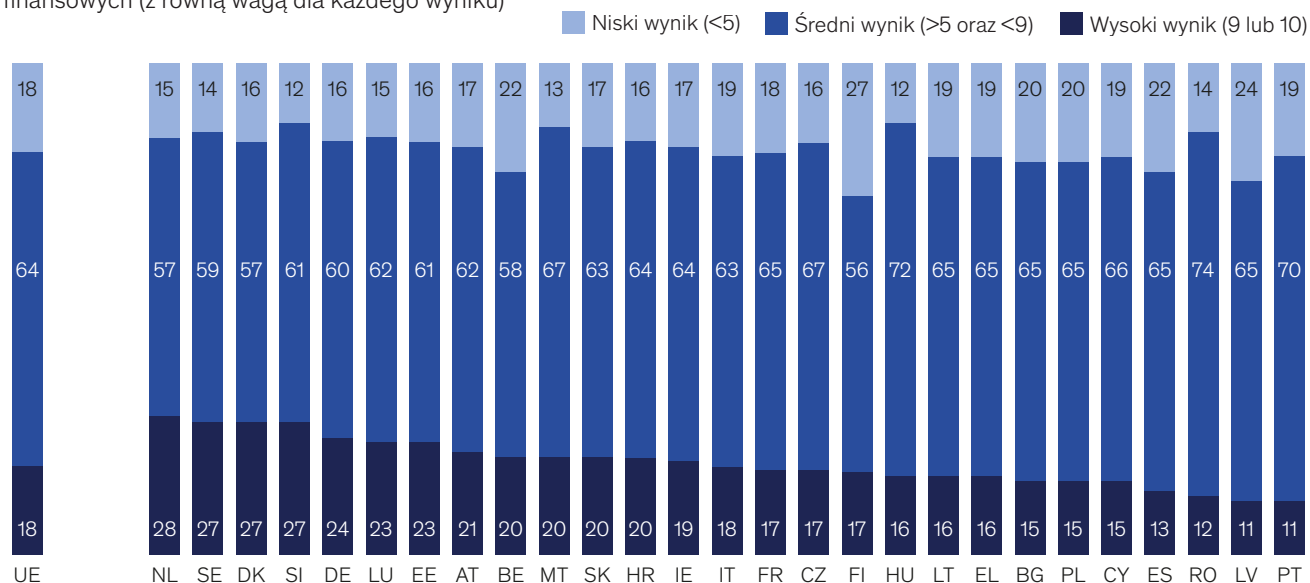
— **Niski poziom wiedzy finansowej w Unii Europejskiej.** Jedynie 18% mieszkańców Unii Europejskiej cechuje się wysokim poziomem wiedzy finansowej (rysunek 1)¹³.

— **Niski poziom zaufania do doradztwa inwestycyjnego w Unii Europejskiej.** Pomimo wprowadzenia definicji i standardów doradztwa w ramach MiFID II¹⁴, w większości krajów tylko ok. 6% społeczeństwa przejawia wysokie zaufanie do porad inwestycyjnych otrzymywanych od banku, ubezpieczyciela lub doradcy finansowego. Natomiast 70% populacji UE ufa profesjonalistom tylko częściowo (rysunek 2)¹⁵.

Rysunek 1

Tylko 18% mieszkańców Unii Europejskiej uzyskało najwyższy wynik w ankiecie na temat wiedzy i zachowań finansowych

Suma oceny wiedzy finansowej i wyniku zachowań finansowych (z równą wagą dla każdego wyniku)

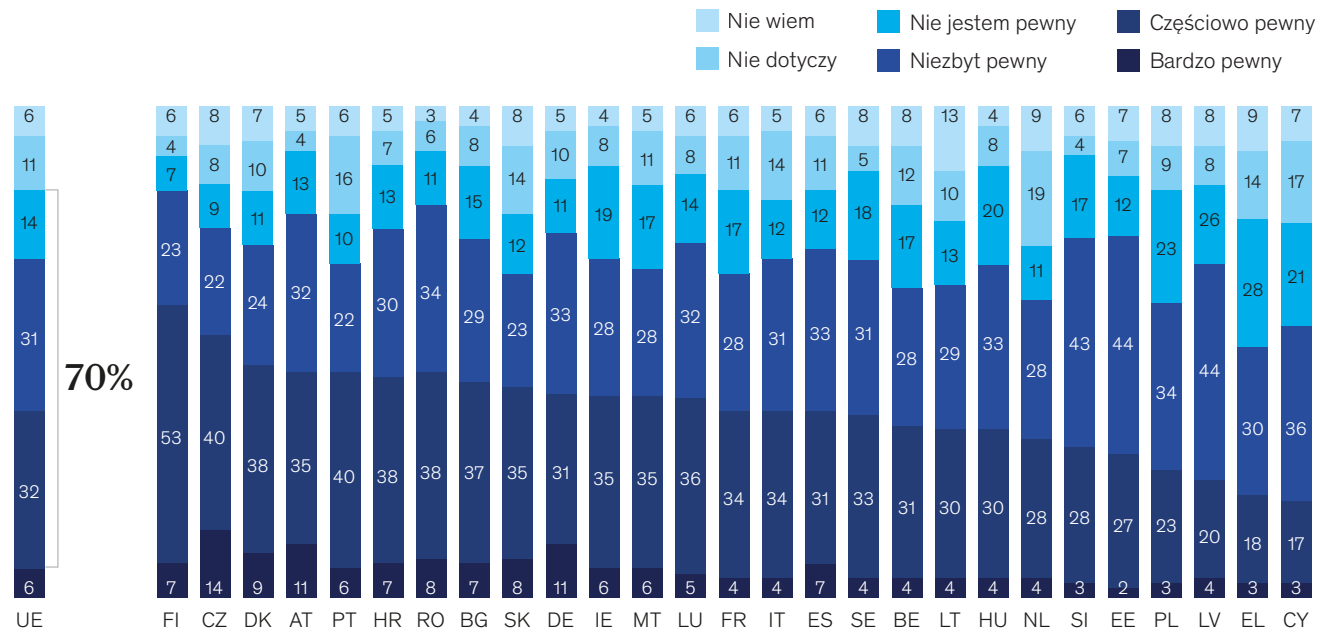


Źródło: Eurobarometer 2023: Monitoring the level of financial literacy in the EU

Rysunek 2

70% mieszkańców Unii Europejskiej ma co najmniej częściowe zaufanie do doradców inwestycyjnych, ale tylko 6% znaczne

Pytanie: Na ile masz pewność, że porady inwestycyjne, które otrzymujesz od swojego banku/ubezpieczyciela/doradcy finansowego, są przede wszystkim w twoim najlepszym interesie?, proc.



Źródło: Eurobarometer 2023: Monitoring the level of financial literacy in the EU

- **Znaczące różnice między opłatami dla klientów detalicznych, a inwestorów instytucjonalnych.** W 2021 r. w Unii Europejskiej konsumenci płacili średnio 40% więcej niż instytucje¹⁶.
- **Potencjalny konflikt interesów.** Obecny model dystrybucji produktów inwestycyjnych dla klientów detalicznych, oparty na systemie prowizyjnym, może prowadzić do konfliktu pomiędzy interesami klientów a dystrybutorów. Zachęty finansowe mogą motywować dystrybutorów do rekomendowania produktów, które nie są optymalne dla klientów.
- **Coraz większy nacisk na zrównoważone inwestowanie.** Klienci detaliczni chcą, aby ich inwestycje przyczyniały się również do walki z kryzysem klimatycznym i wspierały zachowanie bioróżnorodności. Zainteresowanie konsumentów funduszami ESG powinno zostać należycie odzwierciedlone w wiedzy,

kompetencjach i profesjonalnej certyfikacji doradców.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej, a w Stanach Zjednoczonych

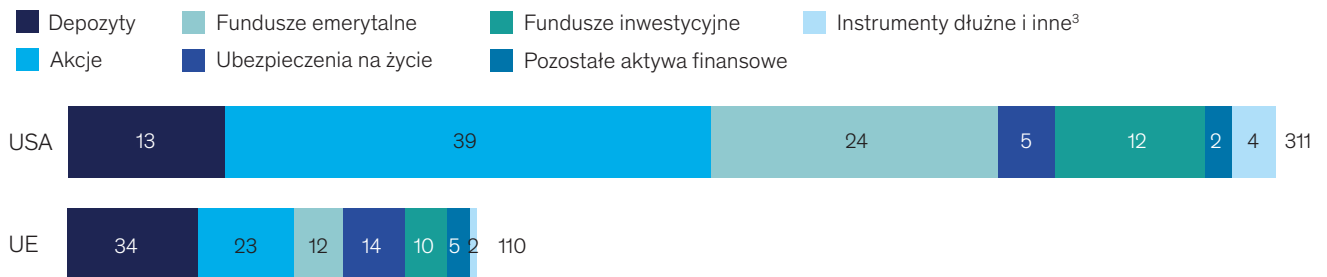
Komisja Europejska w uzasadnieniu propozycji nowelizacji regulacji podkreśliła znaczącą różnicę w wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych w Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych¹⁷. W UE jest ona trzykrotnie niższa niż w Stanach Zjednoczonych i opiera się głównie na depozytach oraz funduszach emerytalnych i ubezpieczeniach na życie (rysunek 3)¹⁸. W Stanach Zjednoczonych występuje wyraźna przewaga akcji (39%) i funduszy emerytalnych (24%). Aktywa klientów detalicznych amerykańskich funduszy inwestycyjnych są ponad trzykrotnie wyższe od aktywów detalicznych funduszy w Unii Europejskiej (rysunek 4).

Rysunek 3

Gospodarstwa domowe w Stanach Zjednoczonych lokują środki głównie w akcje i fundusze emerytalne – średnio 5,2 razy więcej niż w UE

Aktywa finansowe gospodarstw domowych per capita w UE¹ i USA

Stan na koniec 2021 r., aktywa w tysiącach euro per capita², struktura aktywów w proc. per capita



¹Zestawienie nie zawiera danych dla Bułgarii, Rumunii, Cypru i Malty

²Przyjęto kurs USD/EUR z 31.12.2021 1 USD = 0,8829 EUR

³W OECD kategoria „securities other than shares”, składająca się głównie z instrumentów dłużnych

Źródło: OECD

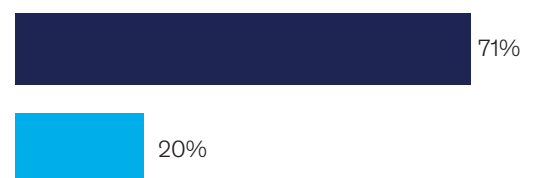
Rysunek 4

Aktywa detalicznych funduszy inwestycyjnych w UE są 5,7 razy niższe niż w Stanach Zjednoczonych

Wartość aktywów detalicznych funduszy inwestycyjnych, stan na koniec 2022 r., wartość aktywów netto w bln euro



Aktywa detalicznych funduszy inwestycyjnych w relacji do PKB, 2022 r., w proc.



Źródło: EFAMA, ICI

Proponowane rozwiązania

Pakiet Retail Investment Strategy koncentruje się na trzech kluczowych problemach rynku inwestycji detalicznych oraz na zestawie działań towarzyszących, które mają na celu dalsze budowanie zaufania konsumentów do rynków kapitałowych¹⁹. Obejmuje:

A. Regulację zachęt TFI dla dystrybutorów. Będą dozwolone tylko wtedy, gdy klient otrzyma poradę inwestycyjną i powinny być w pełni transparentne.

Cel ten może zostać osiągnięty według Komisji Europejskiej poprzez:

- Zakazanie zachęt wypłacanych dystrybutorom w przypadku, gdy inwestor indywidualny kupuje wyłącznie instrumenty finansowe bez otrzymania porady. W przypadkach, w których zachęty są dozwolone i wypłacane, należy je w pełni ujawnić klientowi.
- Zmiany w zakresie doradztwa. Porady²⁰ powinny brać pod uwagę nie tylko produkt, którego dotyczą, ale

również jego wpływ na cały majątek klienta. Pośrednicy będą musieli też rekomendować minimum jeden standardowy produkt oraz minimum jeden produkt wyróżniający się najlepszym stosunkiem wartości do kosztów²¹.

B. Poprawa stosunku jakości do ceny produktów finansowych oferowanych klientowi poprzez zobowiązanie zarządzających produktami inwestycyjnymi do oceny, czy wszystkie koszty i opłaty ponoszone przez klienta są uzasadnione i proporcjonalne. Obejmuje to porównanie z wartościami referencyjnymi dotyczącymi całkowitych kosztów i wyników, które mają być publikowane przez European Securities and Markets Authority (ESMA) i European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)

C. Podniesienie jakości przekazywanych informacji oraz odpowiedzialność za marketing produktów inwestycyjnych. Informacje przekazywane

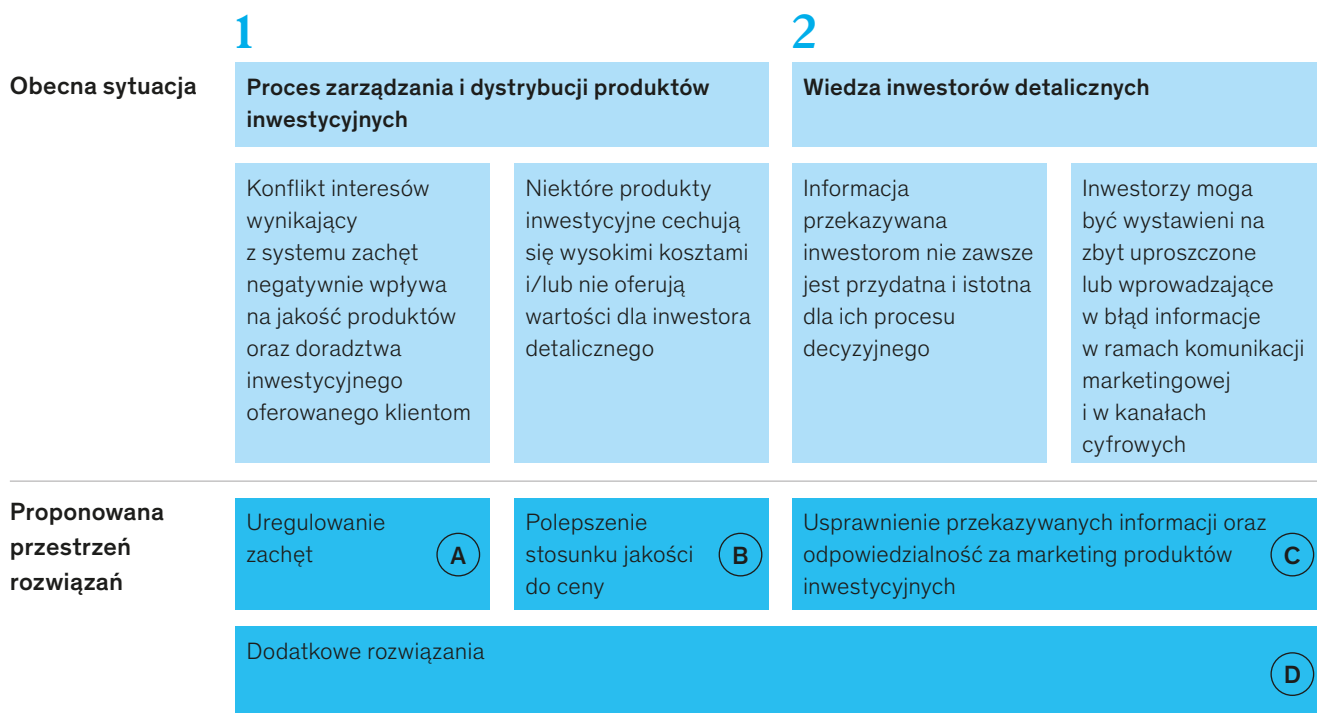
klientom indywidualnym powinny być bardziej przejrzyste, łatwiejsze do zrozumienia i dostosowane do kanałów cyfrowych. Według Komisji Europejskiej może zostać to osiągnięte poprzez:

- Standaryzację informacji przekazywanych klientom. Nowe regulacje mają zapewnić przejrzystość całkowitych kosztów i ich wpływu na zwrot z inwestycji.
- Regulacje działań marketingowych. Wprowadzone zostaną standardy określające m.in. przejrzystość i wyważenie komunikatu – w tym przedstawienie ryzyka oraz kluczowych cech produktu.

D. Rozporządzenie obejmuje też dodatkowe rozwiązania, m.in.: zobowiązanie państw członkowskich do podjęcia działań wspierających edukację finansową w zakresie inwestycji i ubezpieczeń, zwiększenie kompetencji doradców, czy złagodzenie kryteriów kwalifikacji jako inwestora profesjonalnego.

Rysunek 5

Proponowana logika interwencji nowych regulacji



Źródło: EC Proposal

Wpływ ograniczenia zachęt na rynki w Wielkiej Brytanii i Holandii

Przepisy ograniczające lub zakazujące zachęt zostały wprowadzone w Wielkiej Brytanii (2013 r.) i Holandii (2014 r.). W Wielkiej Brytanii ograniczenia dotyczyły tylko nowych inwestycji, niezależnie od produktu finansowego²². Z kolei Holandia wprowadziła całkowity zakaz zachęt dla większości produktów finansowych, zarówno nowych, jak i już istniejących²³.

Wpływ na wartość i udział funduszy inwestycyjnych w całkowitych aktywach finansowych gospodarstw domowych. Wielkość ani udział funduszy inwestycyjnych w całkowitych aktywach finansowych gospodarstw domowych nie zmieniły się znacząco ani w Wielkiej Brytanii, ani w Holandii po wprowadzeniu wspomnianych regulacji²⁴. Nie można jednak wykluczyć wpływu innych czynników na skłonność klientów detalicznych do udziału w funduszach inwestycyjnych.

Zmiany struktury opłat ponoszonych przez firmy inwestycyjne na rzecz dystrybutorów. Zarówno w Wielkiej

Brytanii jak i Holandii zmienił się model rozliczeń między stronami – zostały one dostosowane do nowych regulacji, ale wprowadzono też szereg nowych opłat (m.in. za dostęp do platformy, za doradztwo i opłaty serwisowe), które ponoszą klienci. W rezultacie struktury opłat stały się bardziej przejrzyste.

Zmiany w strukturze portfela produktów. W Wielkiej Brytanii i Holandii zauważono istotny wpływ przepisów na strukturę portfela produktowego oraz wybierane przez inwestorów indywidualnych usługi. Znacząco wzrósł udział instrumentów pasywnych (w tym ETF) – w Wielkiej Brytanii z 10% do 28% w latach 2013–2022, a w Holandii z 9% do 13%²⁵ w latach 2014–2022²⁶. Trend ten był zdecydowanie wyraźny na tle innych krajów europejskich, gdzie udział produktów pasywnych pozostał bez zmian lub wzrósł nieznacznie.

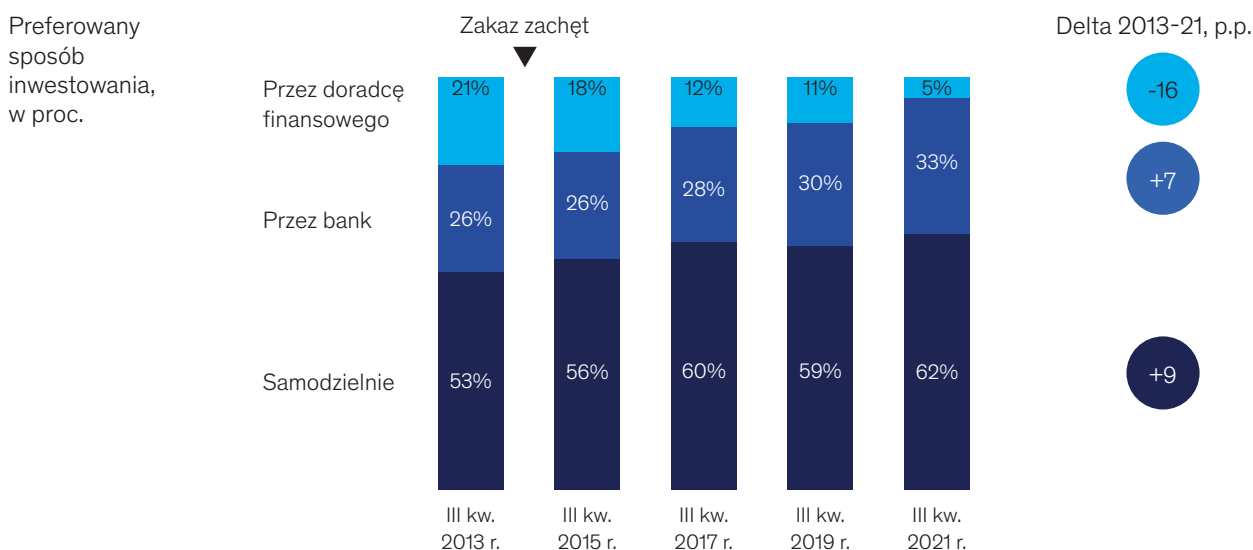
Wpływ na marżę firm inwestycyjnych i dystrybutorów. Przeciwnicy ograniczenia zachęt uważają, że miało ono negatywny wpływ na marżę firm inwestycyjnych, zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, gdzie całkowita marża

spadła o 20 punktów bazowych w latach 2014–2016 (wobec spadku o 9 bps w Unii Europejskiej)²⁷. Główną przyczyną było obniżenie opłaty za zarządzanie o 22 punkty bazowe, częściowo pokryte wzrostem innych opłat (+2 bps w 2014–2016)²⁸. Zmniejszeniu uległa także marża dystrybutorów – jednak trend ten widoczny był w całej Europie Zachodniej.

Wpływ na zachowania inwestorów indywidualnych. Jednym z efektów wprowadzenia zakazu zachęt była zmiana preferencji konsumentów. W Holandii częściej wybierano samodzielne zarządzanie swoimi inwestycjami lub delegowanie tych zadań do banków, a nie do niezależnych doradców. W latach 2013–2021 udział niezależnych doradców wśród wybieranych metod inwestowania zmalał z 21% do 5%, podczas gdy udział osób samodzielnie podejmujących decyzje wzrósł z 53% do 62%, a klientów delegujących decyzje do banków – z 26% do 33% (rysunek 6). Zwiększył się jednak udział usługi zarządzania portfelem inwestycyjnym w segmencie private banking – w Holandii o 8 p.p.²⁹, a w Wielkiej Brytanii o 10 p.p.³⁰.

Rysunek 6

W Holandii zakaz zachęt spowodował spadek udziału doradców finansowych wśród preferowanych sposobów inwestowania



Uwaga: 1104 respondentów

Źródło: AFM Consumentenmonitor najaar 2021



©ewg3D/Getty Images

2

Przewidywany wpływ regulacji na polski rynek

Krajobraz polskiego rynku produktów inwestycyjnych

Polski rynek funduszy inwestycyjnych jest we wczesnym stadium rozwoju w porównaniu do rynków zachodnio-europejskich. Zasadniczą różnicą są wolumen i struktura aktywów finansowych per capita. Ich wartość w przypadku polskich gospodarstw domowych to średnio 38 tysięcy euro – niemal

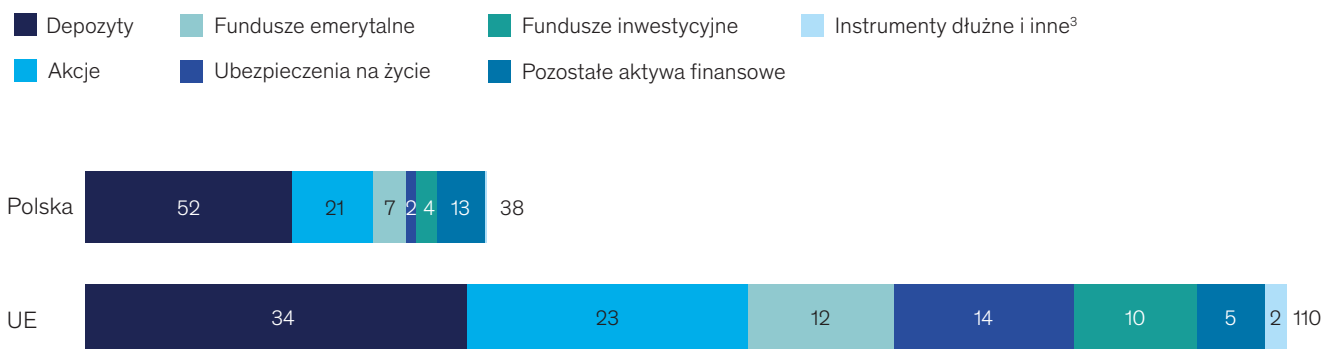
3 razy mniej niż średnia UE (rysunek 7). W strukturze aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych dominują aktywa defensywne. Depozyty stanowią ok. 50%, wobec ok. 30% w całej Europie. Fundusze emerytalne oraz ubezpieczenia na życie mają ponad trzykrotnie niższy udział w strukturze aktywów finansowych, a fundusze inwestycyjne stanowią zaledwie 4% aktywów finansowych, względem 10% w Unii Europejskiej.

Rysunek 7

Gospodarstwa domowe w UE lokują w fundusze inwestycyjne średnio o 5 pkt. proc. więcej środków niż w Polsce

Aktywa finansowe gospodarstw domowych w Polsce i Unii Europejskiej¹

Stan na koniec 2021 r., aktywa w tysiącach euro per capita², struktura aktywów w proc. per capita



¹ Zestawienie nie zawiera danych dla Bułgarii, Rumunii, Cypru i Malty

² Przyjęto kurs USD/EUR z 31.12.2021 1 USD = 0,8829 EUR

³ W OECD kategoria „securities other than shares”, składająca się głównie z instrumentów dłużnych

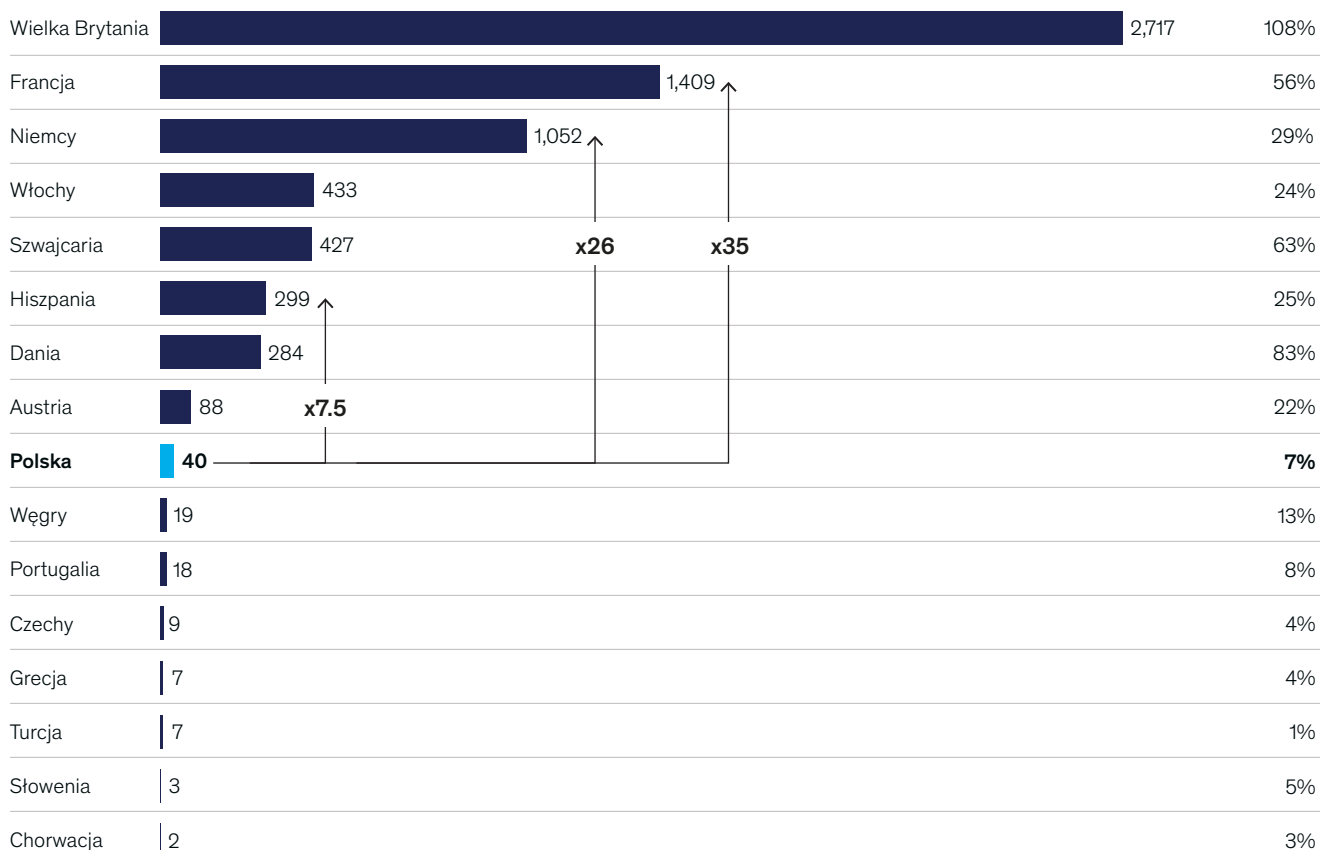
Źródło: OECD

Rysunek 8

Aktywa lokalnych detalicznych funduszy inwestycyjnych są w Polsce znacząco niższe niż w krajach Europy Zachodniej

Wartość aktywów detalicznych funduszy inwestycyjnych w danym kraju,
Stan na koniec 2021 r., wartość aktywów netto w mld euro

W relacji do
PKB, w proc.



Źródło: EFAMA, Eurostat

Polski rynek produktów inwestycyjnych z perspektywy TFI

Nawet najwięksi gracze na polskim rynku TFI są z zachodnioeuropejskiej perspektywy zaledwie małymi firmami zarządzającymi aktywami (rysunek 8). Przyczyny stanowią głównie:

- stosunkowo niska zamożność społeczeństwa (PKB per capita wg Eurostatu w 2022 roku w Polsce

wyniosło 14,6 tysiąca euro, a w UE 28,9 tysiąca euro),

- niedostateczna wiedza finansowa – subiektywnie niska samoocena wiedzy finansowej Polaków sugeruje niższy apetyt na ryzyko i obawy przed poniesieniem strat, które istotnie ograniczają skłonność do inwestowania³¹,
- niedojrzałość polskiego rynku, który zaczął aktywnie funkcjonować dopiero w latach 90.

Wpływ wprowadzenia MiFID II (dyrektywy poprzedzającej nowe regulacje dotyczące ochrony inwestorów indywidualnych) na TFI w Polsce

Celem dyrektywy MiFID II, wprowadzonej w Polsce w 2018 r. jako zestaw poprawek do pierwotnej dyrektywy MiFID z 2007 r., było przede wszystkim zwiększenie ochrony inwestorów oraz podniesienie poziomu zaufania do rynków finansowych. Miało to zostać osiągnięte przez ograniczenie występowania konfliktu interesów wynikającego z modelu dystrybucji produktów finansowych oraz wyeliminowanie tzw. *missellingu* (oferowania usług

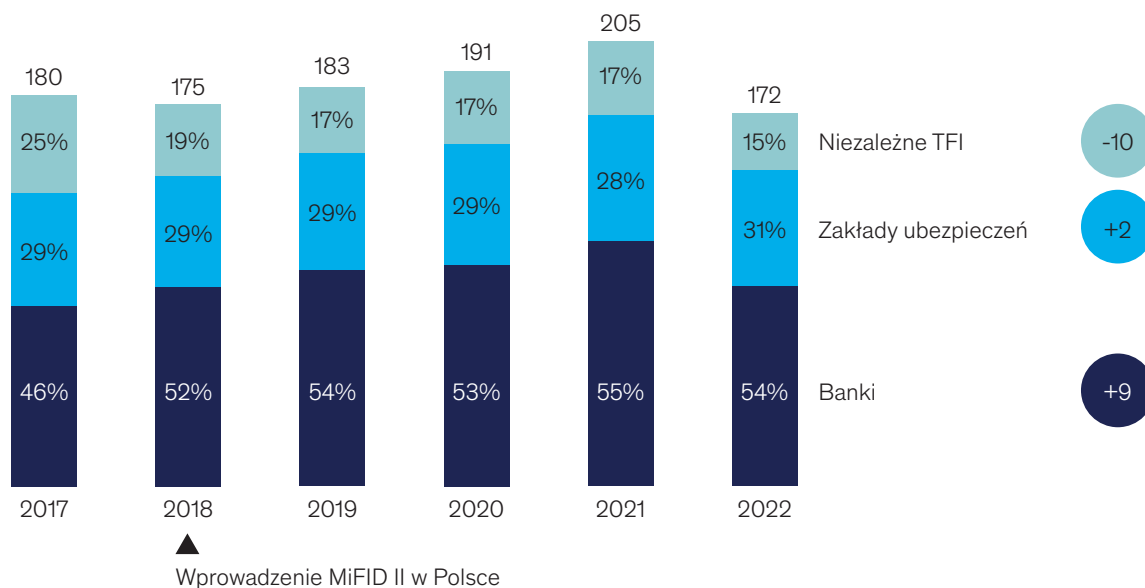
niedostosowanych do potrzeb i możliwości klientów) instrumentów finansowych. W związku z tym wprowadzono szereg przepisów, takich jak: 1) ograniczenie pobierania zachęt przez dystrybutorów, 2) zmiana polityki wynagrodzeń dystrybutorów, 3) monitorowanie adekwatności oferowanych produktów finansowych³². Po wprowadzeniu regulacji MiFID II udział w rynku TFI niezależnych od banków spadł z 54% do 46% (rysunek 9). Mimo, że nie można wykluczyć wpływu innych czynników na poszczególne niebankowe TFI, ograniczenie zachęt mogło być czynnikiem powodującym zmianę w strukturze funduszy inwestycyjnych. Zmiany te faworyzują TFI posiadające dostęp do własnej sieci dystrybucji (rysunek 9)³³.

Rysunek 9

Polski sektor zarządzania aktywami konsoliduje się wokół banków kosztem niezależnych TFI

Aktywa polskich funduszy inwestycyjnych per typ właściciela, bln zł, stan na koniec roku

Zmiana w latach 2017-22, p.p.



Uwaga: Banki i zakłady ubezpieczeń kategoryzowane jako rynek publiczny bez względu na stosowaną strategię
 Źródło: NBP

Opłaty za zarządzanie funduszami w Polsce

1 stycznia 2022 r. weszło w życie rozporządzenie Ministra Finansów ustalające maksymalną stawkę opłaty za zarządzanie funduszem na poziomie 2% w skali roku, co obniżyło je do poziomu mediany Unii Europejskiej (rysunek 10)³⁴. Pomimo tego, opłaty za zarządzanie funduszami akcyjnymi i mieszanymi są w dalszym ciągu nieco wyższe od średniej UE (rysunek 11)³⁵. Warto zwrócić przy tym uwagę na fakt, że aktywa polskich TFI są przy tym zdecydowanie niższe niż aktywa funduszy inwestycyjnych państw Europy Zachodniej.

Całkowite koszty nominalne związane z zarządzaniem i dystrybucją funduszy w Polsce są niższe niż w Europie Zachodniej. Jednakże, ze względu na mniejszą wartość zarządzanych aktywów (AuM), względny udział kosztów operacyjnych firm inwestycyjnych wyrażony jako procent aktywów jest wyższy niż w Europie Zachodniej, a w konsekwencji – marża TFI jest niższa.

Potencjalny wpływ na polski rynek produktów inwestycyjnych

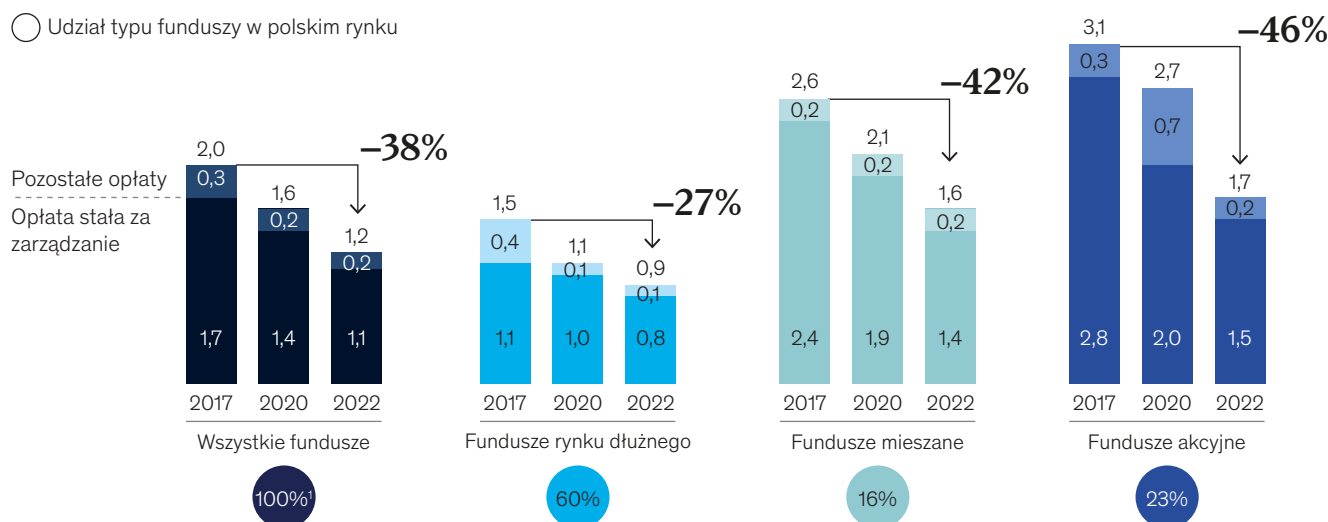
Wdrożenie proponowanego pakietu Retail Investment Strategy może znacząco wpłynąć na polski rynek i działające na nim podmioty. Przeglądając się 1) wpływowi poprzedzających regulacji w Polsce, takich jak MiFID II, 2) międzynarodowym przykładom podobnych regulacji w Wielkiej Brytanii i Holandii, oraz 3) badaniom naukowym dotyczącym inwestycji detalicznych, można dostrzec potencjalne zmiany rynkowe, które mogą nastąpić w Polsce. Jednakże, widać wyraźnie, że rynki funduszy inwestycyjnych różnią się znacznie w całej UE ze względu na różnice w wielkości rynku, udział konsumentów i instytucji oraz rolę funduszy emerytalnych. Te specyficzne dla każdego kraju czynniki mogą znacząco wpłynąć na to, w jaki sposób wskaźniki referencyjne i przepisy mogą oddziaływać na różne rynki.

Rysunek 10

Regulacje konsekwentnie wpłynęły na obniżenie opłat za zarządzanie w polskich funduszach inwestycyjnych otwartych

Średni ważony wskaźnik kosztów całkowitych funduszy inwestycyjnych otwartych (UCITS), w proc.

○ Udział typu funduszy w polskim rynku



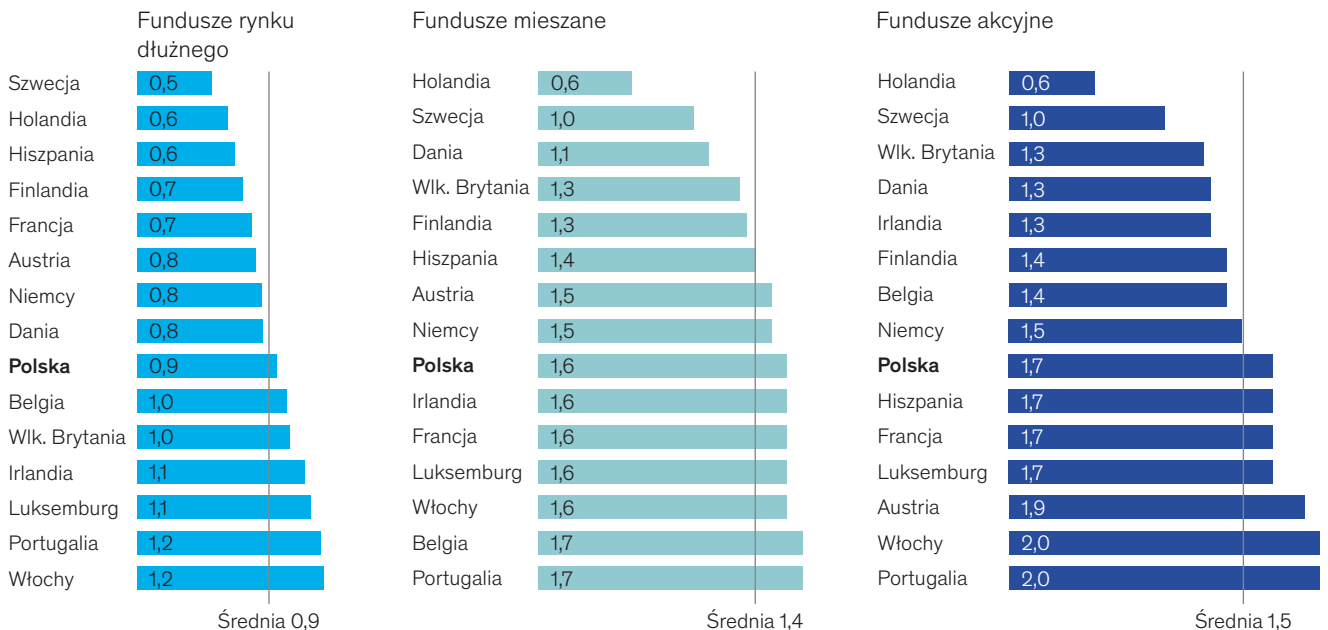
Uwaga: Średnia rynkowa obliczona jako średnia Wskaźnika Kosztów Całkowitych dla konkretnej strategii, ważona wartością aktywów netto na 2022 r.

¹ Zawiera jeszcze ~1% pozostałych funduszy

Źródło: analizy.pl, na podstawie raportów otwartych funduszy inwestycyjnych

Całkowite koszty funduszy inwestycyjnych są w Polsce na poziomie mediany Unii Europejskiej

Wskaźnik kosztów całkowitych, łączne opłaty jako procent zarządzanych aktywów



Uwaga: Wskaźnik kosztów całkowitych zawiera opłatę za zarządzanie i inne koszty operacyjne funduszy inwestycyjnych. Czym innym są koszty działalności TFI.

Źródło: Wyniki i koszty detalicznych produktów inwestycyjnych UE – roczne sprawozdanie statystyczne ESMA; analizy.pl

Częściowe ograniczenie zachęt

Propozycja częściowego ograniczenia zachęt dla dystrybutorów od TFI może prowadzić do następujących implikacji:

1. Konsekwencje dla TFI³⁶

— Postępująca koncentracja rynku

Zwiększona regulacja zachęt dla dystrybutorów może przyspieszyć już postępującą koncentrację rynku TFI w Polsce, co zaobserwowano po wdrożeniu MiFID II (rysunek 9). Niezależne TFI, które nie posiadają własnych platform dystrybucji, mogą mieć trudności z konkutowaniem na rynku. Dystrybutorzy mogą preferować sprzedaż funduszy oraz ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, takich jak Ubezpieczeniowe Fundusze Kapitałowe (UFK) z własnych TFI. Ponadto, jak zaobserwowano w innych krajach, takich jak Szwajcaria, regulacje dotyczące zachęt mogą zwiększyć udział produktów inwestycyjnych oferowanych przez banki³⁷, co może wpłynąć na polski rynek, gdzie dominują banki z własnymi jednostkami zarządzającymi aktywami (TFI).

— Zmiana struktury kosztów

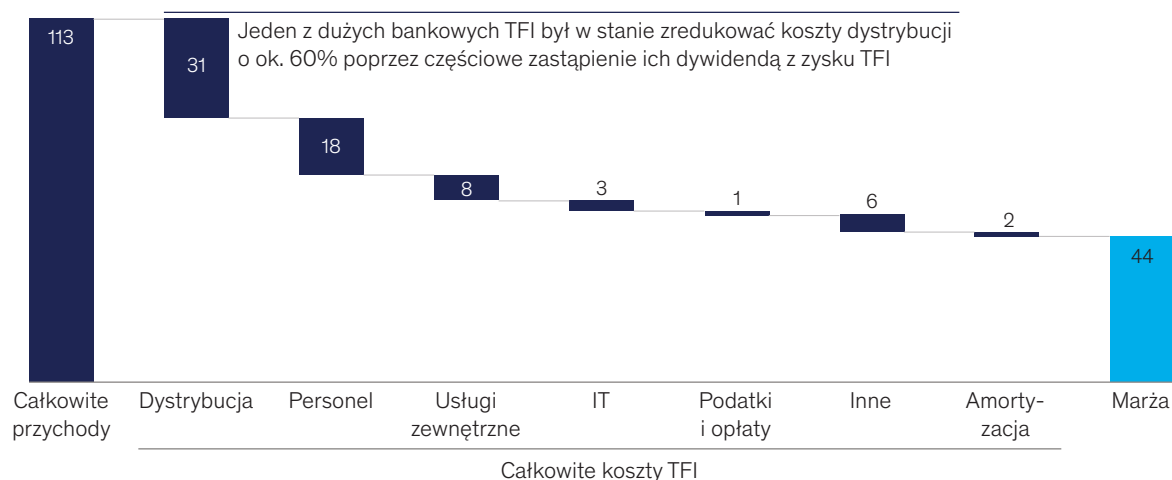
Konsekwencją regulacji zachęt może być zmiana struktury kosztów, przede wszystkim w grupach, w których TFI jest podmiotem zależnym dystrybutora, na przykład gdy należy do banku. W przypadku graczy zintegrowanych zaobserwowano (rysunek 12), że wypłaty zachęt mogą być zastępowane dywidendą z zysku płaconą przez TFI.

— Zmiana kompozycji portfela inwestycyjnego

Potencjalna dalsza regulacja zachęt oraz zachęcanie do rekomendowania najbardziej opłacalnego kosztowo produktu może również oznaczać wzrost znaczenia rynku ETF w Polsce. Ten trend, który odzwierciedla rozwój po wprowadzeniu regulacji w Holandii³⁸, może wpłynąć na przepływ kapitału z kraju w kierunku dużych międzynarodowych firm inwestycyjnych, które posiadają szerszą ofertę produktów ETF w porównaniu z polskimi podmiotami.

Koszty dystrybucji stanowiące około 45% ogólnych kosztów polskich TFI mogą zostać zastąpione dywidendą

Struktura przychodów i kosztów polskich TFI¹ w 2022 r., jako procent zarządzanych aktywów, bps



¹Dane dla 9 największych AM w Polsce (PKO TFI, NN Investment Partners TFI, Pekao TFI, Santander TFI, Generali Investments TFI, Millenium TFI, BNP Paribas TFI, QUERCUS TFI, Skarbiec TFI)

Źródło: Sprawozdania finansowe TFI, McKinsey Performance Lens Asset Management Survey

— Specjalizacja mniejszych TFI

W dalszych etapach koncentracji i specjalizacji TFI regulacja zachęt może dać impuls małym i średnim funduszom do poszukiwania niszy rynkowej, takiej jak np. fundusze zielone, lub skupienia się na określonych grupach demograficznych klientów, np. najlepiej zarabiających (ang. *High Net Worth Individuals*)³⁹. Jednak taka usługa będzie trudna i kosztowna do wprowadzenia przez mniejsze TFI ze względu na niską nominalną wartość polskiego rynku funduszy inwestycyjnych i złożoność specjalizacji w niszowych obszarach.

2. Konsekwencje dla dystrybutorów

— Zmiana modelu operacyjnego

Regulacja zachęt może zmienić model operacyjny dystrybutorów. Na innych rynkach, takich jak w Holandii, zachęty związane są ze świadczeniem doradztwa inwestycyjnego⁴⁰. Z jednej strony może to prowadzić do zwiększenia dostępności doradztwa dla klienta indywidualnego. Z drugiej, potencjalne zastąpienie zachęt przez dywidendy, niezależne od udzielania porady inwestycyjnej, może oznaczać ograniczenie usług doradztwa

wyłącznie do najzamożniejszych klientów z segmentu private banking.

Zmieniona definicja porady inwestycyjnej wprowadzonej poprzednio w MiFID II ma teraz wykraczać poza ocenę adekwatności produktu finansowego do profilu i potrzeb klienta⁴¹. Obejmuje również ocenę wpływu produktu na ogólny majątek klienta i wymaga rekomendowania zarówno najbardziej opłacalnego, jak i przynajmniej jednego podstawowego lub standardowego produktu. Ten szerszy zakres oceny może wymagać aktualizacji procesów i algorytmów banków oraz instytucji finansowych w celu zapewnienia bardziej kompleksowych informacji o produktach inwestycyjnych.

— Zmiany w ofercie produktowej

Konsekwencją regulacji zachęt może być zmniejszenie presji sprzedaży droższych produktów, w związku z wprowadzeniem wymogu rekomendacji produktów opłacalnych kosztowo⁴². Ta zmiana może potencjalnie zmniejszyć konflikty interesów wśród dystrybutorów, którzy do tej pory byli lepiej wynagradzani za sprzedaż droższych produktów finansowych.

Skutkiem może być również ograniczenie dystrybucji produktów stron trzecich, co może wpłynąć zwłaszcza na segment private oraz affluent banking, które z reguły oferują klientom szerszą ofertę produktową. Niemniej jednak, rosnące znaczenie doradztwa inwestycyjnego w tych segmentach rynku może złagodzić ten wpływ.

— Wzrost znaczenia robodoradztwa

Kolejną implikacją – przede wszystkim dla dystrybutorów, ale też TFI – może być wzrost znaczenia robodoradztwa (ang. „robo-advisory”), czyli zdalnego doradztwa wykonywanego przez zautomatyzowane algorytmy⁴³. Nowe regulacje podkreślają rolę doradztwa jako dodatkowej wartości dla klienta, która uzasadnia pobieranie przez dystrybutorów zachęt. Aby zwiększyć jego dostępność w efektywny kosztowo sposób, banki i inne instytucje mogą zwrócić się w kierunku algorytmicznych doradców, których można zintegrować z obecnymi aplikacjami i portalami online. Ta technologia może poprawić dostęp do porad inwestycyjnych dla cyfrowo biegłych Polaków, chociaż może być mniej skuteczna dla tych, którzy mniej znają lub czują się mniej komfortowo z usługami wyłącznie cyfrowymi.

— Obniżenie dochodowości

Zakres regulacji zachęt będzie decydować o ogólnych skutkach dla dystrybutorów. Mógłby być on bowiem stosowany tylko do nowych produktów, sprzedawanych po wejściu w życie regulacji (jak to miało miejsce po wprowadzeniu przepisów lokalnych w Wielkiej Brytanii) lub działać z mocą wsteczną w stosunku do części (jak w przypadku

Holandii) lub wszystkich produktów inwestycyjnych. Regulacje działające wstecz na wszystkie produkty finansowe miałyby znaczny wpływ na dochodowość dystrybutorów⁴⁴.

Ograniczenia dotyczące zachęt mogą zmniejszyć rentowność dystrybutorów, zwłaszcza gdy klient detaliczny nabywa produkt bez towarzyszącej temu porady. W takich przypadkach dystrybutor nie otrzymałby żadnej rekompensaty od firmy inwestycyjnej, co stanowiłoby wyzwanie dla opłacalności mniejszych dystrybutorów.

3. Konsekwencje dla inwestorów indywidualnych⁴⁵

— Większa przejrzystość informacyjna

Przejście w stronę bardziej transparentnych informacji dotyczących zachęt, zwłaszcza gdy są one powiązane z doradztwem inwestycyjnym, ma potencjał poprawy jakości usług dla klientów detalicznych. Pakiet Retail Investment Strategy poszerza zakres oceny odpowiedniości w ramach dyrektywy MiFID II o uwzględnienie oceny odpowiedniości produktu w odniesieniu do całkowitego majątku klienta oraz rekomendacji najbardziej dochodowych i najmniej skomplikowanych produktów. Można oczekiwać, że przyczyni się to do skuteczniejszego podejmowania decyzji przez konsumentów i zachęcenia do aktywności inwestycyjnej.

— Ograniczona oferta produktowa

Nowy model wypłaty zachęt może zmniejszyć skłonność dystrybutorów do oferowania produktów TFI spoza własnej grupy, co z kolei prowadzić może do ograniczenia oferty prezentowanych produktów inwestycyjnych

Zmieniona definicja porady inwestycyjnej wprowadzonej poprzednio w MiFID II ma teraz wykraczać poza ocenę adekwatności produktu finansowego do profilu i potrzeb klienta

oraz ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych i tym samym ograniczać wybór klienta detalicznego.

- Potencjalnie zmniejszenie dostępności doradztwa inwestycyjnego

W polskim modelu spółek powiązanych, gdzie TFI są podmiotem zależnym dystrybutora, regulacje dotyczące zachęt mogą skutkować zmniejszeniem dostępności doradztwa inwestycyjnego, czyniąc je przywilejem dla zamożniejszych klientów.

Stosunek jakości do ceny

W przypadku regulacji dotyczących poprawiania stosunku jakości do ceny nie jest jeszcze całkowicie jasne, jaka będzie forma benchmarków opracowywanych przez ESMA i EIOPA oraz jaki będzie poziom ich szczegółowości – tj. czy będą ustalane na poziomie strategii inwestycyjnej, czy szczegółowej kompozycji funduszu lub produktu⁴⁶.

W ramach trwających prac nad regulacjami Komisja Europejska przedstawiła wstępny szkic benchmarków, które miałyby być stosowane do konkretnego klastra produktów finansowych. Ustalenie klastra odbywałoby się na podstawie m.in. klasy aktywów, horyzontu inwestycyjnego czy kategorii ryzyka (określoną w PRIIPs). Benchmark miałby mierzyć wyniki w danym klastrze produktów na podstawie zwrotu z inwestycji oraz całkowitych kosztów danego produktu (na podstawie kosztów wymienionych w PRIIPs, m.in. kosztów wejścia i wyjścia, kosztów transakcyjnych, opłaty za zarządzanie, itd.), a następnie

identyfikować produkty, które znacznie odbiegają od normy.

Ostateczna metodologia ustalania benchmarków będzie bardzo istotna dla TFI. Z lokalnej perspektywy ważne jest, by zostały wyznaczone różne typy wskaźników odniesienia biorące pod uwagę typ funduszu, dojrzałość rynku, strukturę kosztową funduszy w podziale na odpowiedni rynek i inne istotne parametry, wraz z ich odpowiednimi zakresami lub metodami określania ich wysokości. Benchmarki powinny również uwzględniać rodzaj produktu. Dla przykładu fundusze emerytalne (w szczególności w ramach PPK) są zazwyczaj tańsze.

1. Konsekwencje dla TFI

- Presja redukcji opłat

Wprowadzenie benchmarków może wywierać presję redukcji opłat ponoszonych przez firmy inwestycyjne⁴⁷. W Polsce pole do ich obniżania jest ograniczone z dwóch powodów:

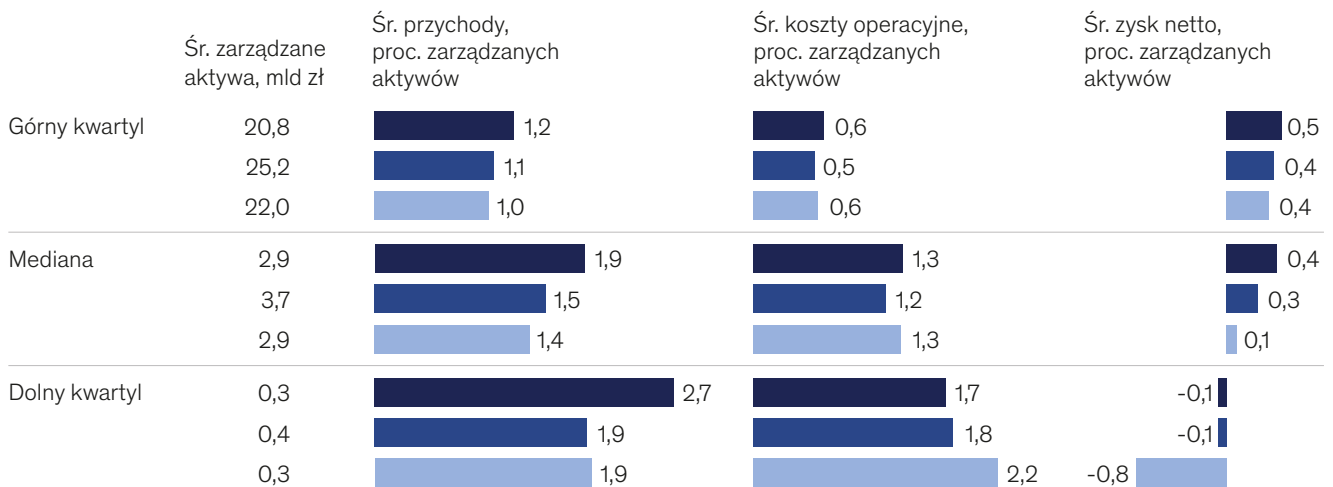
- Marża jest niższa niż w przypadku TFI w Europie Zachodniej, co jest związane z większym udziałem kosztów operacyjnych i mniejszą skalą działalności, prowadzącymi do niższej rentowności⁴⁸,
- Większość polskiego rynku stanowią klienci indywidualni, w przeciwieństwie do Europy Zachodniej, gdzie dominują inwestorzy instytucjonalni. Spadek rentowności w segmencie detalicznym nie będzie mógł zostać zatem skompensowany przez segment instytucjonalny⁴⁹.

Przejście na produkty niskokosztowe może wpłynąć na dochodowość i oznaczać niższe zyski dla dystrybutorów

Przez ostatnie trzy lata najmniejsze TFI doświadczyły spadku zysku netto

Porównanie wyników TFI względem kwartyłu wielkości zarządzanych aktywów

■ 2020 r. ■ 2021 r. ■ 2022 r.



Uwaga: Metodologia segmentacji: dane obliczone dla N = 26 funduszy, alokujących ponad 70% aktywów w zarządzaniu na rynku publicznym; Górny i dolny kwartyl składa się z górnych i dolnych 11 TFI odpowiednio pod względem wielkości zarządzanych aktywów
Źródło: IZFIA, Sprawozdania finansowe TFI

- Konwergencja poziomu kosztów między krajami UE

W związku z rozporządzeniem Ministra Finansów ograniczającym maksymalną stawkę wynagrodzenia stałego za zarządzanie funduszem, wprowadzenie zasady lepszego stosunku jakości do ceny produktów inwestycyjnych może mieć ograniczony wpływ na dochodowość polskich dystrybutorów i TFI⁵⁰. W długim okresie wspólne benchmarki na poziomie europejskim mogą doprowadzić do konwergencji poziomu kosztów, jakimi fundusze obciążają klientów, między poszczególnymi krajami wspólnoty.

- Wycofanie się mniejszych firm inwestycyjnych z rynku

W przeciwieństwie do swoich odpowiedników z Europy Zachodniej, których większa skala działalności umożliwia utrzymanie rentowności nawet przy produktach o niskiej marży, polskie firmy inwestycyjne mierzące się ze zwrotem w kierunku produktów o niskiej marży mogą mieć problemy

z rentownością. Może to prowadzić do wycofania się z rynku mniejszych firm, które mogą być zastąpione przez większe zagraniczne podmioty⁵¹.

Na przestrzeni ostatnich trzech lat pogłębiła się też różnica między największymi graczami na rynku, a mniejszymi, niezależnymi uczestnikami (rysunek 13). W przypadku dużych podmiotów należących przede wszystkim do grup bankowych nie nastąpiła istotna zmiana przychodów i kosztów. Wśród mniejszych graczy widać wzrost kosztów, połączony ze spadkiem przychodów w relacji do wolumenu aktywów, którymi zarządzają, co skutkuje obniżeniem rentowności.

- Rozwój rynku ETF

Polecenie produktów o niskich kosztach i ograniczanie zachęt mogłoby napędzić rozwój rynku ETF w Polsce, co stanowiłoby szansę dla TFI⁵². Jednakże, jest to głównie korzystne dla graczy o dużej skali, takich jak międzynarodowe firmy, czy robodoradcy sprzedający proste produkty⁵³.

Konwergencja opłat dla klientów detalicznych i instytucjonalnych stanowi ryzyko dla TFI. Choć niższe opłaty mają sens z perspektywy biznesu instytucjonalnego, ta zbieżność może obniżyć rentowność funduszy i potencjalnie ograniczyć dostępność produktów inwestycyjnych dla klientów detalicznych na polskim rynku.

2. Konsekwencje dla dystrybutorów⁵⁴

— Zmiany w ofercie produktowej

Zmiany w zakresie zachęt oraz wymóg oferowania bardziej dochodowych produktów klientom detalicznym mogą skłonić dystrybutorów do ponownej oceny i ewentualnej modyfikacji swojej oferty produktowej. Może to obejmować zastąpienie produktów o wyższych kosztach bardziej opłacalnymi alternatywami, aby dostosować się do nowych regulacji.

— Obniżenie dochodowości

Przejście na produkty niskokosztowe może wpłynąć na dochodowość i oznaczać niższe zyski dla dystrybutorów. Dystrybutorzy mogą próbować rekompensować spadek zysków przez wprowadzenie nowych opłat za usługi, które obecnie są bezpłatne, podobnie jak to miało miejsce w Holandii i Wielkiej Brytanii. Taka praktyka może być jednak w Polsce utrudniona w związku z brakiem tradycji płacenia za porady inwestycyjne, nie jest jasne, jak zareagują klienci.

3. Konsekwencje dla inwestorów detalicznych

— Optymalizacja portfela produktów

Jednym z przykładów spodziewanych rezultatów nowych benchmarków produktów może być optymalizacja portfeli inwestorów detalicznych. Obejmuje to eliminację produktów, które nie zapewniają wystarczającej wartości, zwłaszcza tych, których wysokie koszty nie mają uzasadnienia. Wymóg proponowania minimum jednego atrakcyjnego cenowo produktu finansowego ma, według Komisji Europejskiej, zwiększyć liczbę inwestorów indywidualnych wśród populacji Unii Europejskiej⁵⁵.

— Ograniczenie oferty inwestycyjnej

Negatywnym skutkiem wprowadzenia benchmarków i konsolidacji polskiego rynku TFI z punktu widzenia klientów indywidualnych może być potencjalne ograniczenie oferty. Wynikać to może z jednej strony z eliminacji z rynku niezależnych TFI, a z drugiej z mniejszej skłonności dystrybutorów do oferowania produktów TFI spoza własnej grupy. Mogłaby skutkować mniejszym wyborem dostępnych produktów – zarówno funduszy inwestycyjnych, jak i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych jak UFK – i niższą skłonnością do innowacji, co zmniejszać będzie możliwość wyboru dla konsumentów.

Konwergencja opłat dla klientów detalicznych i instytucjonalnych stanowi ryzyko dla TFI

Inne potencjalne konsekwencje⁵⁶

- Zwiększenie nakładów publicznych na edukację finansową

Planowane regulacje mogą zobowiązać Polskę do zwiększenia nakładów publicznych na edukację finansową. Może to być istotny krok, który ma potencjał do zwiększenia atrakcyjności funduszy inwestycyjnych wśród klientów indywidualnych. Szczególnie istotne jest zwiększenie świadomości Polaków o potencjalnych zyskach płynących z rozpoczęcia inwestowania na wczesnym etapie życia i budowa nawyków.

- Poszerzenie wiedzy doradców inwestycyjnych

Nowe regulacje wprowadzają obowiązki poszerzenia wiedzy doradców inwestycyjnych. Zostaną oni też

zaopatrzeni w informacje niezbędne do promowania produktów zgodnych z najnowszymi trendami, takimi jak inwestycje zrównoważonego rozwoju. To kluczowe usprawnienie wiedzy i dostępu do informacji pozwoli doradcom skutecznie prowadzić klientów w zmieniającym się krajobrazie finansowym.

- Złagodzenie kryteriów kwalifikacji na inwestora profesjonalnego

Istotne z punktu widzenia dostępności produktów inwestycyjnych może być złagodzenie kryteriów kwalifikacji jako inwestora profesjonalnego. To może zwiększyć dostęp do bardziej skomplikowanych, wyspecjalizowanych produktów i co z kolei może zwiększyć zainteresowanie rynkami kapitałowymi w grupie Polaków o wyższych zarobkach.

Proponowane przepisy – obecna perspektywa

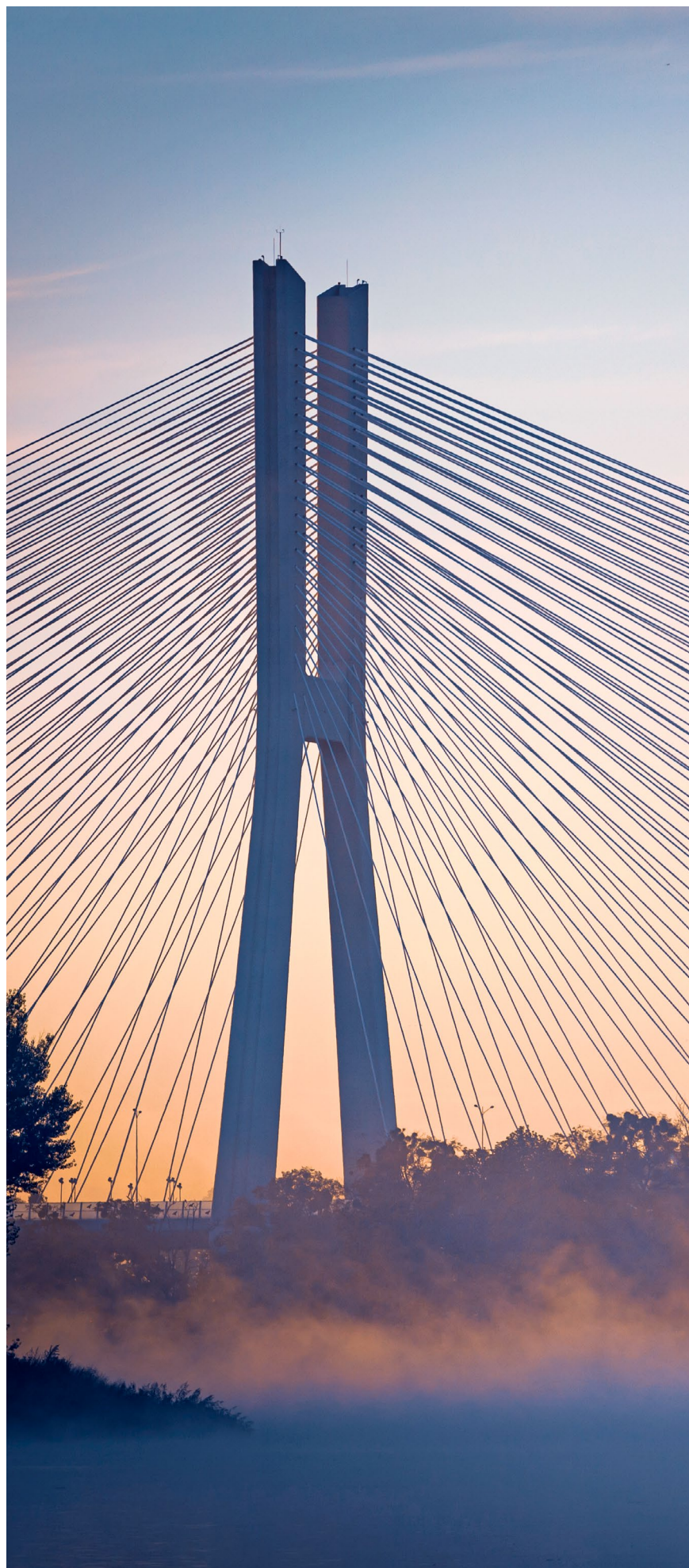
Proponowane przepisy, jeśli zostaną przyjęte, mogą spowodować zmiany na polskim rynku TFI, korzystne w szczególności dla klientów indywidualnych. Przepisy mają na celu ochronę inwestorów detalicznych poprzez zapewnienie lepszego dostępu do informacji, dostosowanie interesów dystrybutorów i inwestorów oraz zapewnienie odpowiedniego doradztwa w perspektywie długoterminowej.

TFI i dystrybutorzy mogą być zobowiązani do dostosowania doradztwa inwestycyjnego do profilu oraz łącznych aktywów klientów detalicznych i włączenia do swojej oferty bardziej opłacalnych kosztowo produktów. Jednocześnie, zmiany w schematach zachęt dla dystrybutorów i wprowadzenie benchmarków jakości do ceny może wpłynąć na marże firm inwestycyjnych. Może to prowadzić do wytworzenia presji na mniejszych polskich firmach ze strony większych lokalnych graczy, którzy mają rentowność umożliwiającą obniżenie opłat za zarządzanie, lub zagranicznych podmiotów, które mogą oferować produkty z niższą marżą.

W perspektywie krótkoterminowej uczestnicy rynku mogą ponieść dodatkowe koszty dostosowując się do zmian regulacyjnych. Przepisy mogą ograniczyć sprzedaż produktów, które nie oferują wystarczającej wartości w porównaniu z innymi instrumentami w tej samej kategorii.

W zależności od ostatecznego kształtu rozporządzenia, potencjalna zmiana może być widoczna w ofercie produktów, ponieważ niektóre niezależne TFI mogą opuścić rynek, a pozostali gracze mogą przesunąć portfele w kierunku instrumentów pasywnych (głównie zagranicznych funduszy ETF). Dodatkowo, w celu zapewnienia rentowności, dystrybutorzy mogą wprowadzić nowe opłaty dla klientów detalicznych.

Skurczenie marży i przesunięcie portfeli w kierunku opłacalnych kosztowo produktów może doprowadzić do dalszej konsolidacji rynku TFI zarówno na poziomie polskim, jak i europejskim. Ten proces może być również napędzany dodatkowymi środkami Unii Europejskiej w ramach inicjatywy Unii Rynków Kapitałowych, (ang. Capital Markets Union), mającej na celu m.in. zintegrowanie krajowych rynków kapitałowych w jednolity rynek kapitałowy UE.



©Gosiek-B/Getty Images

Podziękowania

Pracami nad raportem kierowali Daniel Goska, ekspert, Rafał Kozłowski, starszy ekspert, Robert Kubin, starszy ekspert, Tomasz Marciniak, partner zarządzający McKinsey & Company w Polsce, Błażej Karwowski, partner i Oskar Sokoliński, partner. W skład zespołu weszli konsultanci: Michał Hajdan, Anna Iwańczuk i Mikołaj Kuchta, Małgorzata Leśniewska z zespołu graficznego i Natalie Vogt, szefowa komunikacji w Europie Środkowej. Analizy w raporcie przygotował zespół badań i analiz McKinsey & Company: Jakub Bielecki, Anna Magierska, Piotr Nawrocki i dr Michał Partykowski.

Przypisy

- 1 „Questions and answers on the Retail Investment Package”, Komisja Europejska, 24.05.2023 r.
- 2 Depozyty strukturyzowane są klasyfikowane przez MiFID II jako produkty inwestycyjne. Powinny zostać wyłączone z proponowanego wskaźnika „wartość do ceny”, ponieważ przepisy będą dotyczyć UCITS, AIF-ów i SRP
- 3 „Questions and answers on the Retail Investment Package”, Komisja Europejska, 24.05.2023 r.
- 4 „Household financial assets”, OECD, lipiec 2023 r.
- 5 Retail Distribution Review (2011 r.), Parlament Zjednoczonego Królestwa
- 6 Powiadomienie o dodatkowych wymaganiach na mocy Artykułu 4 Dyrektywy 2006/73/KE
- 7 „Morningstar’s European Active/Passive Barometer”, Morningstar, luty 2023 r.
- 8 McKinsey Performance Lens Global Asset Management Survey
- 9 AFM Consumentenmonitor, 2021 r.
- 10 FCA Financial Lives of UK adults survey, październik 2017 r.
- 11 „Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry”, DeGruyter, Enrico Restelli
- 12 Powiadomienie o dodatkowych wymaganiach na mocy Artykułu 4 Dyrektywy 2006/73/KE
- 13 „Monitoring the level of financial literacy in the EU”, Eurobarometer, Komisja Europejska, lipiec 2023 r.
- 14 „Doradztwo inwestycyjne” oznacza świadczenie na rzecz klienta, na jego wniosek albo z inicjatywy firmy inwestycyjnej, osobistej rekomendacji w odniesieniu do jednej lub większej liczby transakcji na instrumentach finansowych, MiFID II
- 15 „Monitoring the level of financial literacy in the EU”, Eurobarometer, Komisja Europejska, lipiec 2023 r.
- 16 „Performance and Costs of EU Retail Investment Products”, ESMA, kwiecień 2022 r.
- 17 „Questions and answers on the Retail Investment Package”, Komisja Europejska, 24.05.2023 r.
- 18 Aktywa finansowe gospodarstw domowych, rachunki narodowe, OECD (dostęp 01.10.2023 r.)
- 19 „Questions and answers on the Retail Investment Package”, Komisja Europejska, 24.05.2023 r.
- 20 Zgodnie z definicją MiFID II
- 21 Dokładna definicja nie jest jeszcze znana
- 22 „FCA publishes finalised guidance on inducements for product providers and advisory firms”, Financial Conduct Authority, 16.01.2014 r.
- 23 „Notification of additional requirements under Article 4 of Directive 2006/73/EC”, Financial Markets Policy Directorate in the Netherlands, 24.11.2013 r.
- 24 „Effects on Bans on Inducements Revisited”, Fondsverband BVI
- 25 „Retail Distribution Review Post Implementation Review”, Europe Economics, Chancery House, UK, grudzień 2014 r.
- 26 Powiadomienie o dodatkowych wymaganiach na mocy Artykułu 4 Dyrektywy 2006/73/KE
- 27 McKinsey Private Banking Survey
- 28 McKinsey Performance Lens Global Asset Management Survey
- 29 Ibid.
- 30 AFM Consumentenmonitor, 2021 r.
- 31 „Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju”, McKinsey & Company, październik 2021 r.
- 32 Przegląd MiFID II Komisji Europejskiej
- 33 NBP, nbp.pl/statystykai-sprawozdawczosc/statystykamonetarna-i-finansowarachunki-finansowe
- 34 Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, Dziennik Ustaw, 20.12.2018 r.
- 35 „Raport roczny o rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2022 roku”, IZFlA, strona 51
- 36 Analiza McKinsey na podstawie badań wewnętrznych i wywiadów z ekspertami
- 37 „How Does a Ban on Kickbacks Affect Individual Investors?”, maj 2023 r., N. Schaub, S. Straumann
- 38 Briefing holenderskiego Ministra Finansów dla holenderskiego parlamentu na temat skuteczności zakazu zachęt, 2018 r.
- 39 „FCA publishes finalised guidance on inducements for product providers and advisory firms”, Financial Conduct Authority, 16.01.2014 r.
- 40 Briefing holenderskiego Ministra Finansów dla holenderskiego parlamentu na temat skuteczności zakazu zachęt, 2018 r.
- 41 ESMA Q&A dotyczące ochrony inwestorów i pośredników zgodnie z dyrektywą MiFID II oraz rozporządzeniem MiFIR, grudzień 2023 r.
- 42 Briefing holenderskiego Ministra Finansów dla holenderskiego parlamentu na temat skuteczności zakazu zachęt, Theodor Kockelkoren, AFM, 2018 r.
- 43 „Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry”, De Gruyter, Enrico Restelli
- 44 Ibid.
- 45 ESMA Q&A dotyczące ochrony inwestorów i pośredników zgodnie z dyrektywą MiFID II oraz rozporządzeniem MiFIR, grudzień 2023 r.
- 46 Ze względu na brak informacji na temat budowy benchmarków, pełna ocena ich wpływu nie jest obecnie możliwa.

- 47 „Shaped by the Rules. How Inducement Regulation Will Change the Investment Service Industry”, De Gruyter, Enrico Restelli
- 48 „Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju”, McKinsey & Company, październik 2021 r.
- 49 Analiza European Fund and Asset Management Association (EFAMA)
- 50 „EU financial services chief favours banning sales inducements on investment products” Reuters, Huw Jones
- 51 Ibid.
- 52 Better Finance research paper on detrimental effects of “inducements”, 2022 r.
- 53 Ibid.
- 54 Ibid.
- 55 „Questions and answers on the Retail Investment Package”, Komisja Europejska, 24.05.2023 r.
- 56 Ibid.

Luty 2024 r.

Copyright © McKinsey & Company

www.mckinsey.pl

 @McKinsey

 @McKinsey