

*Czesław Bartłomiej Martysz*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>

*Maciej Dąbrowski*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

*Arkadiusz Kocel*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## Wpływ Dyrektywy MIFID II na dystrybucję instrumentów finansowych w Polsce

---

### Streszczenie

Jednym z celów Dyrektywy MIFID II było ograniczenie konfliktów interesów oraz missellingu pomiędzy dystrybutorami instrumentów finansowych a klientami detalicznymi. Nowością było ograniczenie zakresu wypłacania „zachęt” przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych dystrybutorom instrumentów finansowych. W artykule opisano nowe praktyki powstałe na rynku dystrybucji instrumentów finansowych po wdrożeniu Dyrektywy MIFID II oraz wyniki pogłębionej ankiety przeprowadzonej wśród profesjonalistów rynku finansowego. Autorzy dowodzą, że Dyrektywa MIFID II zwiększyła liczbę regulacji dla dystrybutorów instrumentów finansowych, wzmocniła ochronę klientów detalicznych (szczególnie inwestorów indywidualnych), ale z drugiej strony ograniczyła zakres oferty i (w związku z ograniczeniem „zachęt”) pogorszyła sytuację dystrybutorów niepowiązanych z grupami bankowymi.

**Słowa kluczowe:** MIFID II, misselling, zachęty, konflikt interesów, fundusze inwestycyjne

**Kody klasyfikacji JEL:** G23, K220

---

## 1. Wprowadzenie

Celem uchwalonej 15 maja 2014 r., a obowiązującej od 3 stycznia 2018 r., Dyrektywy MIFID II [2014/65/UE, dalej MIFID II] było m.in. zapewnienie lepszej ochrony inwestorów oraz podniesienie poziomu zaufania do rynku finansowego, mocno nadwyrężonego kryzysem subprime. W preambule MIFID II podkreślono, że kryzys ten ujawnił słabości systemu ładu korporacyjnego w szeregu instytucji finansowych. Rolą MIFID II stało się istotne zwiększenie obowiązków ciążących na dystrybutorach instrumentów finansowych (dalej IF) w celu poprawy przejrzystości obrotu, szczególnie poza rynkiem regulowanym. W założeniach MIFID II miała także m.in. ograniczyć występowanie konfliktów interesów oraz missellingu w relacjach między dystrybutorami IF a klientami detalicznymi. Ci ostatni, jako teoretycznie słabsza, dysponująca mniejszą wiedzą strona transakcji, powinni być lepiej chronieni. Zamierzano poprawić jakość usług dla klientów detalicznych, zachęcając ich do większego zaangażowania się w rynek finansowy.

Pierwszym celem artykułu była próba krytycznej oceny, jakie nowe praktyki rynkowe powstały po implementacji MIFID II oraz jakie są obecnie główne problemy związane z dystrybucją IF w Polsce ze szczególnym uwzględnieniem towarzystw funduszy inwestycyjnych (dalej TFI). Drugi cel stanowiła próba oceny, na podstawie ankiety przeprowadzonej wśród profesjonalistów rynku finansowego, jak dyrektywa MIFID II wpłynęła na dystrybucję IF wśród klientów detalicznych, w szczególności czy dyrektywa:

- poprawiła ochronę klientów, przyczyniając się do m.in. ograniczenia missellingu<sup>1</sup> i konfliktów interesów związanych z tzw. zachętami (ang. *inducements*)<sup>2</sup>,
- ograniczyła ofertę dostępnych IF.

Podjęty przez autorów temat jest wart uwagi, ponieważ MIFID II obowiązuje w Polsce stosunkowo niedługo (2018 r.), a związane z nią praktyki rynkowe nadal się kształtują. Autorzy, wykorzystując swoje doświadczenie zawodowe i relacje z profesjonalistami rynkowymi, opracowali ankietę, której wnioski mogą być przydatne w dyskusji o zmianie przepisów dotyczących rynku dystrybucji IF.

Chociaż MIFID II operuje jedynie pojęciem „firmy inwestycyjnej”, to przepisy Dyrektywy dotyczą wszystkich podmiotów uprawnionych do dystrybucji tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (dalej TUFU)<sup>3</sup>. Zbywanie i odkupywanie TUFU (tzw. czynności dystrybucyjne) uregulowano w art. 32–35 ustawy o funduszach inwestycyjnych [Dz.U. 2022, poz. 1523, dalej UFI]. Zwykle dystrybutorem TUFU jest TFI, będące równocześnie organem funduszu, firma inwestycyjna lub bank krajowy wykonujący działalność zgodnie z art. 70 ust. 1 ustawy o obrocie [Dz.U. 2022, poz. 1500, dalej UOIF]. UFI nie ogranicza kręgu dystrybutorów TUFU do zamkniętego katalogu, jednakże w przypadku podmiotu innego niż wymieniony dystry-

<sup>1</sup> Szerzej o definicji, postrzeganiu oraz zwalczaniu missellingu piszą C. Martysz i J. Rakowski [2021].

<sup>2</sup> Wynika to wprost z art. 23 oraz art. 24 ust. 9 MIFID II.

<sup>3</sup> Do tej kategorii zaliczane są jednostki uczestnictwa funduszy otwartych (FIO lub SFIO) oraz certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ).

bucja TUFi jest możliwa pod warunkiem uzyskania odpowiedniego zezwolenia wydanego przez KNF. Wszystkie powyższe podmioty będą określane w dalszej części niniejszego opracowania jako „dystrybutorzy”. Z kolei definicję „instrumentu finansowego” należy rozumieć tak jak w MIFID II, aczkolwiek w niniejszym artykule są to głównie TUFi.

## 2. Wpływ MIFID II na rynek dystrybucji instrumentów finansowych w Polsce

### 2.1. Uwagi wprowadzające

W ramach MIFID II stworzono system chroniący inwestorów w niemal wszystkich obszarach funkcjonowania podmiotów uprawnionych do świadczenia usług inwestycyjnych oraz ich interakcji z klientami, których w dyrektywie MIFID II podzielono na trzy kategorie według kryterium wiedzy i doświadczenia w zakresie usług inwestycyjnych. Są to (począwszy od objętych największą ochroną) klienci detaliczni, klienci profesjonalni oraz uprawnieni kontrahenci. W praktyce klientem detalicznym jest osoba fizyczna (potocznie inwestor indywidualny)<sup>4</sup> nieposiadająca dużej wiedzy o inwestowaniu [Martysz, Sienkiewicz, 2020] i niejako „podatna” na sugestie (nieformalne, poza reżimem usługi doradztwa inwestycyjnego) ze strony instytucji finansowych świadczących usługi związane z IF. W MIFID II wprowadzono liczne wymogi organizacyjne i obowiązki informacyjne dla tych instytucji, które szerzej opisali już C. Martysz i A. Sienkiewicz [2020], dlatego w niniejszym opracowaniu skupimy się na przedstawieniu najważniejszych przepisów wpływających na ograniczenie występowania konfliktu interesów oraz missellingu na rynku dystrybucji IF. Są nimi:

- 1) ograniczenie pobierania i świadczenia tzw. zachęt przez dystrybutorów IF,
- 2) zmiana polityki wynagrodzeń pracowników dystrybutorów,
- 3) monitorowanie odpowiedniości i adekwatności IF dla potrzeb klientów.

Na marginesie powyższych uwag należy wskazać, że wśród praktyków rynku kapitałowego (w szczególności prawników) wątpliwości wzbudza automatyczne zrównywanie pozycji inwestora na rynku IF oraz konsumenta w rozumieniu przepisów kodeksu cywilnego. Zjawisko to jest rezultatem dążeń ustawodawcy europejskiego i krajowego do zapewnienia szerokiej ochrony osobom fizycznym we wszelkich relacjach z dystrybutorami, zwłaszcza w procesie oferowania i nabywania IF. Według kodeksu cywilnego [Dz.U. 2022, poz. 1360, art. 221] konsumentem jest osoba dokonująca z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Obecnie na rynku działa wiele osób fizycznych, które w sposób niemal profesjonalny inwestują w IF i mają pogłębioną

---

<sup>4</sup> Należy zatem podkreślić, że klientem detalicznym (w rozumieniu MIFID II) może być również osoba prawna czy jednostka samorządu terytorialnego. Klienci detaliczni muszą wypełnić w danej instytucji finansowej tzw. test adekwatności; dopiero jego wyniki umożliwiają tej instytucji oferowanie określonych kategorii IF.

znajomość mechanizmów, zasad i reguł związanych z inwestowaniem. Ponadto wspomniani inwestorzy niekoniecznie muszą prowadzić działalność gospodarczą lub zawodową związaną z inwestowaniem. Przyjęcie takiej definicji konsumenta sprawia, że w przypadku rynku kapitałowego liczne jest grono uczestników, którzy wypełniają jej przesłanki.

W europejskim prawie zakres pojęciowy inwestora i konsumenta również nie wydaje się przedstawiany w sposób jednoznaczny i spójny. Zdarza się, że pojęcia te są stosowane równocześnie [Rozporządzenie 462/2013/UE, art. 1] lub w sposób zamienny [Rozporządzenie 1286/2014/UE]. Powyższa kwestia jest istotna z punktu widzenia ochrony prawnej interesów osób nabywających IF. W doktrynie wyrażony został słuszny pogląd<sup>5</sup>, że sytuacja, w której osoba będąca praktycznie zawodowym inwestorem w przypadku dokonania nieudanej inwestycji poszukuje ochrony jako konsument, chcąc przerzucić część odpowiedzialności na firmę inwestycyjną, jest niedopuszczalna. Takie działanie jest uznawane za swego rodzaju przerzucanie odpowiedzialności na podmioty instytucjonalne, które i tak ponoszą koszty zapewnienia ochrony inwestorom indywidualnym oraz, choć występowanie missellingu powinno być oczywiście eliminowane, to niezrozumiałe jest powoływanie się na ochronę konsumencką inwestorów zawiedzionych rezultatem swoich inwestycji w IF [Wierzbowski, 2022].

## 2.2. Opóźniona implementacja MIFID II

MIFID II powinna zostać zaimplementowana do przepisów krajów UE najpóźniej do 1 lipca 2017 r., ponieważ jej przepisy powinny zacząć obowiązywać od dnia 3 stycznia 2018 r. Faktyczna implementacja w Polsce nastąpiła jednak dopiero wraz z nowelizacją UOIF z 1 marca 2018 r., obowiązującą od 21 kwietnia 2018 r. Aby załagodzić legislacyjny konflikt, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) w swoim komunikacie podkreślił zasadę pierwszeństwa prawa wspólnotowego, powołując się na zasadę bezpośredniej skuteczności dyrektyw i nakazując stosowanie przepisów MIFID II w tych sytuacjach, gdzie są one jasne, precyzyjne oraz bezwarunkowe. Przepisy prawa krajowego miały być nadal stosowane, o ile nie były sprzeczne z przepisami wynikającymi z prawa wspólnotowego [UKNF, 2017]. UKNF w komunikacie wskazał też, że działań firm inwestycyjnych potencjalnie niezgodnych z nowymi regulacjami nie można tłumaczyć brakiem formalnej implementacji MIFID II. Jedynie 14 z 28 państw UE przeprowadziło implementację MIFID II terminowo, tj. przed 3 stycznia 2018 r. [Yeoh, 2019].

Oprócz wspomnianego opóźnienia dodatkowym utrudnieniem w stosowaniu MIFID II okazał się być istotny błąd w tłumaczeniu tekstu dyrektywy. Pojawił się on w Załączniku II przedstawiającym wymogi dotyczące wielkości aktywów, które przedsiębiorstwa muszą spełnić, aby być uznanymi za klientów profesjonalnych. W angielskojęzycznej wersji tekstu widniała informacja, że wystarczy spełnić dwa z trzech przedstawionych wymogów. Z kolei

<sup>5</sup> W szczególności należy tutaj wskazać Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 września 2019 r., IV CSK 334/18.

w pierwszej polskiej wersji MIFID, która obowiązywała od 3 stycznia 2018 r., brakowało słowa „dwa”, co implikowało problemy z klasyfikacją klientów przez firmy inwestycyjne. W sierpniu 2018 r. Ministerstwo Finansów nie uznało błędu w tłumaczeniu za istotny, ale na prośbę inwestorów zgodziło się ponownie przetłumaczyć tekst MIFID II [Ratajczak, 2018].

### 2.3. Stanowisko UKNF z grudnia 2018 r.

W Polsce dużo zastrzeżeń wzbudził sposób interpretacji przepisów MIFID II nt. ograniczenia możliwości pobierania i świadczenia zachęt przed dystrybutorów IF („zachęty”). Przed implementacją MIFID II standardem była redystrybucja części opłaty za zarządzanie, którą TFI dzieliły się z dystrybutorami (tzw. *kick-back*). Zgodnie z art. 24 ust. 9 MIFID II takie działanie jest już zakazane, chyba że służy podniesieniu jakości usług dla klienta<sup>6</sup>.

W celu sprecyzowania powyższych przepisów UKNF opublikował 21 grudnia 2018 r. swoje stanowisko, w którym zaprezentowano listę zasad oraz rekomendacji odnoszących się do przyjmowania i przekazywania zachęt w obrocie IF. W stanowisku zaprezentowano m.in. listę usług, które według UKNF mogą być zaliczane do grona podnoszących jakość obsługi klienta. UKNF zaznaczył, że opłaty za przyjmowanie i przekazywanie zleceń „zasadniczo powinny być pobierane od klienta”, co w praktyce ograniczyło możliwość pobierania opłat od TFI [UKNF, 2018]. Trzy lata później UKNF podkreślił także, że reżim zachęt dotyczy również dystrybucji funduszy zamkniętych [UKNF, 2021]<sup>7</sup>.

Wskutek publikacji stanowiska z 2018 r. wiele TFI wstrzymało wypłacanie wynagrodzeń dystrybutorom swoich TUFi. TFI nie były bowiem w stanie udowodnić, że te transfery pieniężne prowadziły do podniesienia jakości usług świadczonych klientom. Powyższe regulacje, które docelowo miały dbać o dobro inwestorów, mogły wpłynąć na ograniczenie oferty dostępnych IF. Skutki stanowiska UKNF opisano w dalszej części artykułu.

Treść przywołanego stanowiska UKNF zasiała wątpliwości interpretacyjne wśród uczestników rynku co do zasadności i legalności zachęt. Następnym takim stanem rzeczy było opublikowanie przez UKNF kolejnego dokumentu, tym razem wydanego 17 września 2019 r. Uzupełnienia stanowiska UKNF z grudnia 2018 r. [UKNF, 2019].

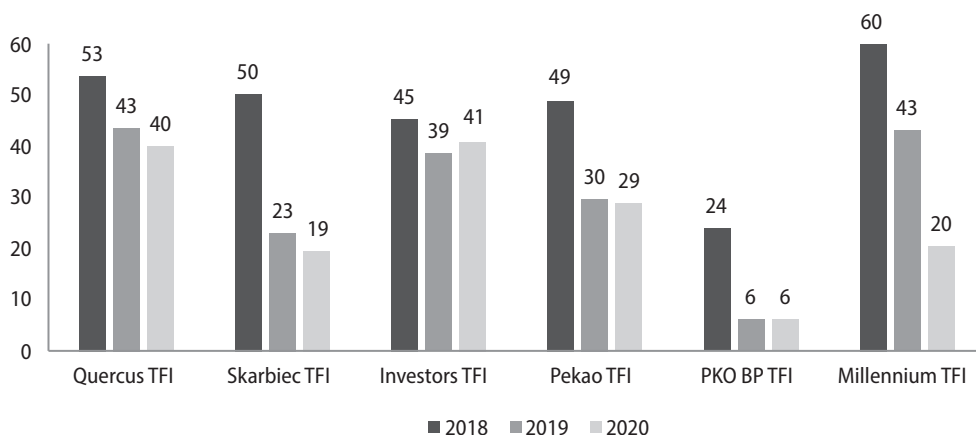
<sup>6</sup> Ograniczenia wypłaty zachęt przetransponowano do polskiego prawa w art. 83d UOIF.

<sup>7</sup> Po publikacji stanowiska UKNF z 21.12.2018 r., w którym odniesiono się *explicite* do kwestii zachęt w kontekście dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (FIO i SFIO), na rynku pojawiały się opinie, że reżim „zachęt” nie dotyczy FIZ-ów. Należy zauważyć, że przepis art. 83d UOIF nie zawiera wykluczenia FIZ-ów ani żadnej innej grupy IF. Ponadto sam UKNF wskazał, że ww. stanowisko należy traktować rozszerzająco w kontekście innych usług inwestycyjnych czy IF [Włodarczyk, 2022].

## 2.4. Zakaz zachęt a koszty dystrybucji oraz dywidendy TFI

Na skutek stanowiska UKNF, TFI znacząco ograniczyły wartości zachęt wypłacanych dystrybutorom. Transfery pieniężne między tymi podmiotami w większości przypadków przyjęły jednak inną formę. Autorzy zbadali sprawozdania 3 TFI niezależnych oraz 3 TFI zależnych i porównali stosunek kosztów sprzedaży (na które składają się głównie koszty dystrybucji) do przychodów ze sprzedaży IF (rysunek 1). W latach 2019–2020 koszty sprzedaży w TFI, w tym wypłacane zachęty, spadły w porównaniu z przychodami<sup>8</sup>. Po 2018 r. (tj. ostatnim, gdy zachęty były dopuszczalne) koszty były znacząco wyższe niż w latach 2019–2020. Powyższa zależność wystąpiła zarówno u zależnych, jak i niezależnych TFI. W przypadku niektórych z nich spadki sięgały aż 75%, co jasno wskazuje, że wprowadzenie ograniczeń w wypłacaniu zachęt spowodowało duże spadki kosztów sprzedaży w TFI. Raport McKinsey&Company wskazał, że w Polsce w 2020 r. niezależne TFI miały o ponad 40 punktów bazowych wyższe koszty dystrybucji (w relacji do wartości zarządzanych aktywów) niż TFI będące częścią grup bankowych lub ubezpieczeniowych<sup>9</sup> [McKinsey&Company, 2021].

Rysunek 1. Stosunek kosztów sprzedaży do przychodów ze sprzedaży w wybranych TFI w latach 2018–2020 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych TFI z lat 2018–2020.

Analiza sprawozdań TFI pokazuje, że TFI zależne zaczęły transferować zyski do spółek matek za pomocą dywidend. Ograniczenie możliwości wypłacania zachęt mogło bowiem doprowadzić do wzrostów wartości wypłacanych dywidend, w których zawarte byłoby wyna-

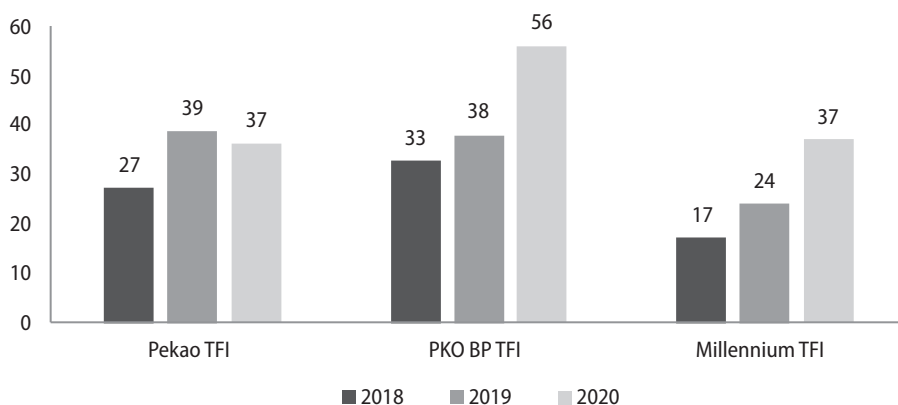
<sup>8</sup> Warto dodać, że Rozporządzenie Ministra Finansów z 13.12.2018 r. w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie FIO lub SFIO ustanowiło coraz niższe maksymalne poziomy wynagrodzenia TFI w stosunku do wartości aktywów netto funduszu w skali roku, tj. 3,5% (w 2019 r.), 3,0% (w 2020 r.), 2,5% (w 2021 r.) oraz 2% (od 2022 r.). Regulacja objęła cały rynek i zasadniczo nie wpływa na wnioski płynące z niniejszego artykułu.

<sup>9</sup> Koszty te wyniosły 18 punktów bazowych (TFI należące do ubezpieczycieli), 19 punktów bazowych (TFI należące do banków) oraz 62 punkty bazowe (TFI niezależne).

grodzenie dla innej spółki dystrybuującej IF oraz działających w ramach tej samej grupy. Również w prasie pojawiły się głosy wskazujące na taki sposób „obchodzenia” przepisów przez banki. K. Kosiński [2019] w „Pulsie Biznesu” wskazał, że problem transferu środków z TFI do dystrybutorów nie występuje w przypadku TFI zależnych od banków, ponieważ bank może wpłynąć na to, aby TFI wypłaciło mu dywidendę w kwocie odpowiadającej dotychczasowej wysokości zachęt. Dla oceny prawdziwości tego stwierdzenia zbadano dywidendy wypłacane przez trzy TFI zależne i porównano je z przychodami tych TFI.

We wszystkich badanych TFI (rysunek 2) w latach 2019–2020 odnotowano wzrost wartości dywidend w relacji do przychodów. W przypadku Millennium TFI ten wzrost wyniósł ponad 100% w ciągu 3 lat. W Pekao TFI oraz PKO BP TFI wzrosty były niższe, ale również dwucyfrowe. Powyższe dane pokazują, że zależne TFI przekazują zachęty do dystrybutorów (ubezpieczycieli lub banków) za pośrednictwem dywidend.

Rysunek 2. Stosunek wysokości wypłacanych dywidend do przychodów w wybranych TFI w latach 2018–2020 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych TFI z lat 2017–2020.

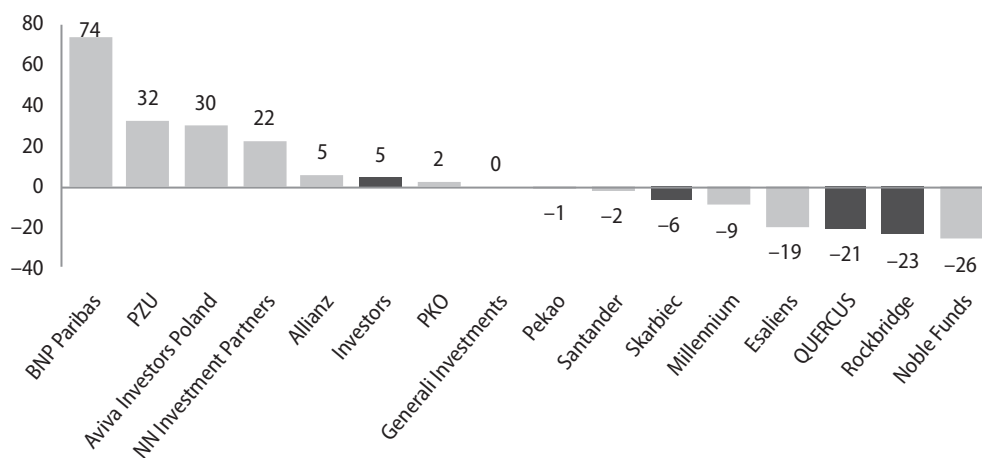
Dla Millennium TFI zastosowano dane z 2017 r. z uwagi na jednorazowe odejście od standardowej polityki dywidendowej w 2018 r. W latach 2017, 2019 oraz 2020 TFI wypłaciło dywidendy zbliżone do zysku netto. Z kolei w 2018 r. dywidenda była jedynie na poziomie 25% zysku netto, co wynikało prawdopodobnie z wyników gorszych niż w poprzednim roku.

W przypadku niezależnych TFI spadki relatywnych kosztów były niższe niż w przypadku zależnych TFI. Może to wynikać z „obchodzenia” przez grupy bankowe ograniczeń wynikających z MIFID II i interpretacji UKNF. TFI zależne (należące do grupy bankowej) mogą bowiem zamiast zachęt wypłacać dywidendy, przez co znajdują się w uprzywilejowanej pozycji w stosunku do TFI niezależnych. Ten konflikt interesów dwóch grup TFI doprowadził do poważnego konfliktu w Izbie Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), opisanego w dalszej części artykułu.

Różnica w położeniu niezależnych i zależnych TFI prowadzi do pytania o jej wpływ na ich konkurencyjność oraz udziały rynkowe. W celu zbadania wpływu MIFID II na niezależne

i zależne TFI przeanalizowano udziały rynkowe 15 największych TFI (wg stanu na grudzień 2020 r.), obliczając zmianę procentową pomiędzy średnimi udziałami w rynku kapitałowym<sup>10</sup> w dwóch latach poprzedzających publikację stanowiska UKNF oraz w dwóch latach po jego publikacji (rysunek 3). Dodatkowo, dla zwiększenia próby niezależnych TFI, uwzględniono Rockbridge TFI figurujące na 18. pozycji pod względem udziałów w rynku kapitałowym w tym samym okresie. Łącznie porównano zmiany w udziałach rynkowych 12 TFI zależnych oraz 4 niezależnych mających łącznie 92,5% udziałów w rynku.

Rysunek 3. Dynamika udziałów TFI w rynku kapitałowym w latach 2017–2020 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów rocznych IZFiA za lata 2017–2020.

Z obliczeń autorów wynika, że udziały niezależnych TFI spadły średnio o ok. 11%, podczas gdy w tym samym okresie udziały TFI zależnych wzrosły średnio o ok. 9%. Nie można wykluczyć wpływu innych czynników na poszczególne niezależne TFI<sup>11</sup>, jednak faktem jest, że w okresie dwóch lat po ograniczeniu możliwości wypłacania zachęt udziały rynkowe niezależnych TFI zmalały na rzecz TFI zależnych. Można przypuszczać, że te ograniczenia wpływały negatywnie na działalność niezależnych TFI, dając przewagę TFI zależnym, dysponującym własnymi rozbudowanymi sieciami dystrybucji<sup>12</sup>. Ponadto w badanym okresie nie odnotowano żadnych fuzji ani przejęć wskazujących na konsolidację rynku TFI. Liczba TFI i funduszy w latach 2018–2020 była względnie stabilna [IZFiA, 2020d].

<sup>10</sup> Rynek aktywów funduszy z wyłączeniem funduszy FIZAN i NS FIZ.

<sup>11</sup> Np. słabe wyniki Rockbridge TFI; zob. [Bednarz, 2019].

<sup>12</sup> W przypadku finansowych grup kapitałowych część ponoszonych wcześniej opłat za dystrybucję trafia obecnie do banków i ubezpieczycieli w postaci wypłacanej im dywidendy. Stawia to pewne wyzwania przed niezależnymi TFI, szczególnie w zakresie dostępu do dużej bazy klientów [McKinsey&Company, 2020].



## 2.5. Konflikt interesów pomiędzy zależnymi a niezależnymi TFI

Wskutek wprowadzenia zakazu wypłacania zachęt w Polsce zrodził się konflikt interesów pomiędzy zależnymi a niezależnymi TFI. Sposób implementacji przepisów MIFID II w Polsce oraz wytyczne UKNF sprawiły, że TFI powiązane kapitałowo ze swoimi dystrybutorami (np. bankami będącymi właścicielami tych TFI) znalazły się w korzystniejszej sytuacji od niezależnych TFI, ponieważ nadal mogły wynagradzać swoich dystrybutorów. Niezależne TFI starają się wpłynąć na UKNF i skłonić go do zmiany obecnie obowiązujących zasad. Z kolei TFI zależne są zadowolone z obecnych uwarunkowań. TFI należące do banków nie chciały, by do bankowej sieci dystrybucji wchodziły fundusze innych TFI, zwłaszcza jeśli mają lepsze wyniki. Izba prowadzi zaś z KNF dialog dotyczący jasnych i precyzyjnych zasad rozliczeń między TFI a dystrybutorami pod rygorem MIFID II. Obecny sposób wdrożenia MIFID II preferuje TFI należące do banków. Choć wypłacanie przez TFI zachęt stało się problematyczne, to wypłacanie dywidend już problematyczne nie jest [Kosiński, 2020a].

Powyższy konflikt interesów omal nie doprowadził do odejścia z IZFiA dwóch z czterech TFI największych pod względem aktywów ulokowanych na rynku kapitałowym – PKO TFI oraz Santander TFI. Do grudnia 2020 r. wszystkie TFI zrzeszone w IZFiA dysponowały jednym głosem, niezależnie od rozmiaru, co dla największych podmiotów oznaczało zbyt mały wpływ na działalność organizacji. W tej sytuacji najwięksi gracze powiązani kapitałowo z bankami byli przegłosowywani przez mniejsze, niezależne podmioty. Zostali oni również przegłosowani w sprawie stanowiska IZFiA dotyczącego sposobu implementacji MIFID II. Aby powstrzymać niekorzystną zmianę przepisów, PKO TFI oraz Santander TFI zagroziły odejściem z organizacji z końcem 2020 r. [Kosiński, 2020a]. W obawie przed utratą dwóch czołowych członków walne zgromadzenie IZFiA w grudniu 2020 r. przegłosowało zmianę statutu, który po zmianie gwarantuje TFI zależnym<sup>13</sup> 2/3 głosów w radzie IZFiA.

Powyższa zmiana wzmocniła frakcję TFI zależnych. Spośród 7 TFI, których klienci ulokowali w funduszach rynku kapitałowego min. 10 mld PLN, w radzie IZFiA są reprezentowane wszystkie poza Avivą Investors Poland TFI [Kosiński, 2020b]. Zmiana ta jest niekorzystna dla niezależnych TFI i oddala perspektywę zmiany przepisów dotyczących wypłacania zachęt na równo traktujące wszystkie TFI, niezależnie od ich powiązań kapitałowych.

## 2.6. Przeniesienie obowiązków nadzorczych na TFI

Przy okazji implementacji MIFID II dodano postanowienia art. 32b ust. 2–4 UOIF, nakładające na dystrybutorów obowiązek comiesięcznego przekazywania TFI wykazu czynności mających na celu poprawienie jakości świadczonych usług i dokumentów potwierdzających

<sup>13</sup> TFI, których podmiotem dominującym w rozumieniu Ksh jest bank lub firma ubezpieczeniowa. Dodatkowo do tej puli przypisano PFR TFI.

poniesione z tego tytułu koszty oraz obowiązek TFI dokonania weryfikacji zgodności tych czynności z przepisami prawa i interesem uczestników oraz zasadności i prawidłowości ustalenia tych kosztów. MIFID II reguluje sytuacje i zasady, na jakich dystrybutor może pobierać zachęty. Nie wspomina przy tym jednak o dodatkowych obowiązkach nadzorczych dla TFI. Wymienione wyżej przepisy przerzucają na TFI obowiązki nadzorcze względem dystrybutorów. Konsekwencją wprowadzenia powyższych przepisów, które stały się przedmiotem dodatkowych objaśnień w Stanowisku UKNF z dnia 21 grudnia 2018 r. w sprawie przyjmowania i przekazywania zachęt w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są TUFi, był impas w rozliczeniach między dystrybutorami i TFI, który trwał cały 2019 r. Sytuacja uległa poprawie po wydaniu przez UKNF dwóch dodatkowych stanowisk uzupełniających, niemniej jednak w dalszym ciągu zawarcie aneksów z niektórymi dystrybutorami nie było możliwe. W ocenie IZFiA wprowadzenie ww. przepisów nie osiągnęło zamierzonego przez ustawodawcę celu, doprowadziło natomiast do istotnych trudności w relacjach TFI i dystrybutorów [IZFiA, 2020c].

Omówione przepisy są przykładem gold-platingu<sup>14</sup>, tj. przyjmowania rozwiązań bardziej restrykcyjnych niż wynika to z brzmienia przepisu źródłowego. Nasze autorskie badanie ankietowe wskazało, że ograniczenia w pobieraniu i przekazywaniu zachęt w opinii większości respondentów nie miało dużego wpływu na zwiększenie poziomu ochrony klientów. W związku z tym wątpliwe jest, czy warto nadal utrzymywać przepisy nakładające na TFI obowiązek nadzorczy w zakresie zmian, które nie są istotne z punktu widzenia ochrony inwestorów. W interesie TFI, a co za tym idzie – ich klientów, byłaby likwidacja tych przepisów z UOIF i sprawowanie nadzoru przez właściwy organ – UKNF.

## 2.7. Kategoryzacja tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (TUFi)

W znowelizowanej UFI pojawił się art. 83a, który nakłada obowiązek ustanowienia w każdym FIO co najmniej dwóch kategorii TUFi: zbywanych przez fundusz bezpośrednio (tzw. bezpośrednich) oraz zbywanych przez fundusz za pośrednictwem podmiotów, o których mowa w art. 32 ust. 1 i 2 UFI (tzw. dystrybucyjnych). Jednocześnie ww. przepis stanowi, że wynagrodzenie za zarządzanie pobierane od poszczególnych klas powinno być różne, a kwoty przekazywane na rzecz dystrybutorów mogą obciążać wyłącznie jednostki dystrybucyjne. Przepisy te budzą wątpliwości, jakie dokładnie przypadki należy traktować jako jednostki bezpośrednie, mając na uwadze, że zgodnie z art. 32 ust. 1 pkt 1 UFI dystrybutorem jest również TFI będące organem danego funduszu. Co więcej, jeżeli uznamy, że TFI będące organem funduszu dystrybuuje jednostki bezpośrednie, mając na uwadze wysoki koszt budowy i obsługi systemów transakcyjnych, które w tym wypadku TFI musi posiadać

<sup>14</sup> Gold-plating (tłumaczony jako „nadmierna transpozycja dyrektywy”) oznacza również sytuację, w której dodatkowe działania mające na celu poprawienie efektu końcowego w rzeczywistości go niwelują.

na swój wyłączny użytek, ciężko osiągnąć stan, w którym taka jednostka będzie tańsza niż ta, w której dystrybutor używa swojego systemu na rzecz wielu podmiotów. W ostateczności zaś powstaje pytanie, jak rozróżnienie to zaprezentować klientom, aby nie wzbudzało u nich wątpliwości, którą kategorię TUFU *de facto* nabywają.

Przepisy wskazane w pkt. 2.5 i 2.6 wpływają negatywnie na dystrybucję polskich funduszy inwestycyjnych. Maksymalna wysokość wynagrodzenia za zarządzanie na docelowym poziomie 2%, jak też nałożenie dodatkowych obowiązków weryfikacji zachęt i związane z tym potencjalne konflikty na linii TFI – dystrybutor, stawiają fundusze inwestycyjne w zdecydowanie mniej korzystnym świetle względem pozostałych IF znajdujących się w ofercie firm inwestycyjnych. Wymogi i obostrzenia, które nie funkcjonują na rynkach zagranicznych, mogą stawiać polskie IF w mniej korzystnej sytuacji. W konsekwencji ucierpią nie tylko TFI, lecz także polscy inwestorzy indywidualni – w obliczu znacznego ograniczenia dostępności TUFU. W ocenie IZFiA tego typu przepisy, stawiające w gorszej sytuacji polskie fundusze inwestycyjne względem ich zagranicznych konkurentów, stanowią ewidentne przykłady gold-platingu [IZFiA, 2020c]. Zdaniem autorów przepisy o nadzorowaniu dystrybutorów przez TFI oraz o kategoriach TUFU powinny być wycofane, ponieważ wychodzą daleko poza wytyczne MIFID II, obciążają polskie TFI, a według wyników badania ankietowego (rozdział 3) – nie mają przełożenia na ochronę inwestorów.

## 2.8. Rozważania o sprawiedliwych metodach wynagradzania dystrybutorów oraz dostawców instrumentów finansowych

W rozważaniach nad sprawiedliwymi metodami wynagradzania dystrybutorów oraz dostawców IF warto przytoczyć doświadczenia innych krajów. W 2014 r. zakazano pobierania i przekazywania zachęt dla dystrybutorów w Niderlandach, wprowadzając w zamian zasadę pobierania wynagrodzenia za sprzedaż funduszy inwestycyjnych bezpośrednio od klienta jako opłaty za niezależną usługę doradczą, przy czym wysokość ponoszonych przez inwestora kosztów nie została powiązana ani z wielkością inwestycji, ani z jej strukturą [IZFiA, 2020a]. Zmiana tego modelu dystrybucji spowodowała szereg konsekwencji [Chojnacki, 2020].

1. Jako że niektórzy klienci nie byli w stanie zapłacić określonej stałej opłaty za usługę doradztwa inwestycyjnego, dystrybutorzy funduszy ograniczyli się do świadczenia takich usług osobom zamożnym, sukcesywnie „przesuwając” pozostałych klientów w stronę usług robodoradztwa<sup>15</sup> i inwestowania na własną rękę.
2. Oferta IF istotnie się zmniejszyła; banki bardziej starały się dystrybuować fundusze tworzone w ramach tylko własnej grupy kapitałowej.

<sup>15</sup> Robodoradztwo to innymi słowy zautomatyzowane doradztwo inwestycyjne, oparte na zaawansowanych algorytmach informatycznych sztucznej inteligencji. Na podstawie profilu ryzyka wynikającego z ankiety MiFID, system automatycznie przypisuje klienta do określonych kategorii IF lub też klient otrzymuje sugestię inwestycyjną, która jest co jakiś czas aktualizowana.

3. Uderzyło to mocno w rentowność mniejszych firm niemających TFI w ramach swojej grupy kapitałowej. Te często nastawione były na mniej zamożnych klientów detalicznych, a ci nie chcieli płacić bezpośrednio za usługę doradztwa.

Podobny mechanizm zastosowano w Wielkiej Brytanii w 2013 r., co przyniosło analogiczne skutki [biznes.interia.pl, 19.09.2021]. Powyżej przytoczony przykład przypomina sytuację na polskim rynku dystrybucji IF. Zdaniem K. Szymańskiego, wicedyrektora departamentu rynków regulowanych w biurze maklerskim mBanku, zmiany w Wielkiej Brytanii można postrzegać również pozytywnie – część klientów zaakceptowała płacenie za porady, co doprowadziło do spadku opłat za zarządzanie pobieranych przez TFI. Powyższe zmiany, podobnie jak MIFID II, popchnęły rynek ku modelowi promującemu przejrzystość i rozwiązania płynne, proste oraz niedrogie. Co więcej, takie elementy wyróżniają rozwiązania pasywne. Według Szymańskiego transparentne opłaty za doradztwo mogą pomóc wielu funduszom aktywnym pozyskać bardziej wartościowych klientów [Wierciszewski, 2020].

W lutym 2020 r. CFA Society Poland zorganizowała konferencję „Modele dystrybucji funduszy inwestycyjnych”. Podczas tej konferencji przytoczono ww. doświadczenia Niderlandów oraz Wielkiej Brytanii. W kontekście modelu dystrybucji funduszy inwestycyjnych w Polsce dyskutanci byli zgodni, że klient powinien mieć w transparentny i zrozumiały sposób przedstawione koszty. Najbardziej dopasowany do obecnych realiów wydawał się tak zwany model luksemburski, polegający na wydzieleniu opłaty za sprzedaż funduszy z opłaty za zarządzanie. Model ten przypomina dotychczasowy system zachęt, w którym TFI dzieliły się zyskami ze sprzedaży z dystrybutorem [IZFiA, 2020e]. W przypadku modelu luksemburskiego wysokość opłaty powinna być jednak powiązana z zakresem usługi oferowanej klientowi. Rozliczanie takiego modelu odbywałoby się poprzez instytucję zarządzającą funduszem (TFI), przy czym wysokość opłat byłaby wyrażana procentowo. Do TFI trafiałaby część opłaty za zarządzanie, a do dystrybutora tzw. opłata utrzymaniowa. Pozostawiłoby to klientowi swobodę wyboru przy zachowaniu odpowiedniej transparentności [Chojnacki, 2020].

UKNF nie jest zwolennikiem modelu luksemburskiego i ma własną wizję zasad współpracy TFI i dystrybutorów, znacznie bliższą rozwiązaniom zastosowanym w Wielkiej Brytanii i Niderlandach. Zdaniem UKNF „nowy model dystrybucji powinien być nakierowany m.in. na ochronę inwestorów, w szczególności poprzez ograniczenie obciążania ich aktywów nadmiernymi, nieproporcjonalnymi w stosunku do podniesienia jakości świadczonych usług kosztami i opłatami, a także na zachęcanie inwestorów do długoterminowego oszczędzania, zapewnienie klientom dostępu do szerokiej oferty IF emitowanych przez podmioty spoza grupy dystrybutora oraz propagowanie usługi doradztwa inwestycyjnego. Klienci mogliby bezpośrednio ponosić opłaty za usługi dystrybutora poprawiające jakość obsługi. Przyjęcie modelu, w którym klient, będący odbiorcą usługi, płaci za nią bezpośrednio dystrybutorowi, pozwoli na zachowanie pełnej przejrzystości zarówno charakteru, jak i wysokości opłat za te usługi. W praktyce, nabywając TUFi, klient powinien otrzymywać jasną, rzetelną i nie wprowadzającą w błąd informację o zakresie, charakterze i wysokości opłaty za usługi. Na tej

podstawie powinien on podjąć decyzję o tym, czy i w jakim zakresie chce korzystać z usług danego dystrybutora” [Pałasz, 2019].

Mimo jasnego stanowiska UKNF uczestnicy debaty zgodzili się, że polski rynek nie jest gotowy na przyjęcie modelu z Wielkiej Brytanii, gdzie tradycja oferowania IF jest o wiele dłuższa. Polski inwestor nie jest również dostatecznie wyedukowany, by samodzielnie rozliczać się z dystrybutorem, zwłaszcza że od ponad 26 lat został przyzwyczajony do rozliczania się za pośrednictwem funduszu [IZFiA, MIFID II, 2020]. Być może z czasem stosunek polskich inwestorów do tego systemu ulegnie zmianie i dostrzegą oni zalety takiego rozwiązania. Model brytyjski wzmacnia konkurencję cenową pomiędzy dystrybutorami, którzy nie są w stanie pobierać opłat od klientów o wartości przewyższającej zachęty w systemie luksemburskim. Model brytyjski motywuje zatem dystrybutorów do podpisywania z klientami dodatkowych umów opartych na prowizji od wartości inwestycji klienta. Eliminuje to konflikt interesów pomiędzy klientem a dystrybutorem, gdyż ten ostatni otrzymuje taką samą prowizję niezależnie od tego, w który fundusz zainwestuje jego klient.

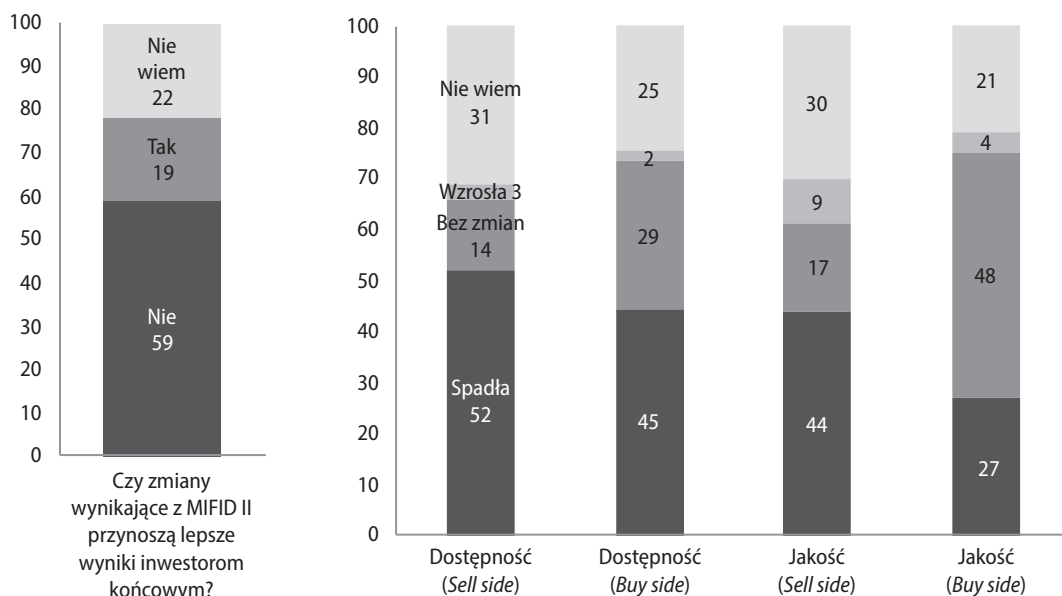
W maju 2021 r. UKNF podał, że przygotowuje nową propozycję zmian dotyczących relacji między TFI a dystrybutorami, która miałyby funkcjonować równocześnie z obecnymi przepisami dotyczącymi zachęt. Chodziło o usługę dystrybucji TUFU, która objęłaby te czynności i usługi związane z dystrybucją TUFU, które UKNF identyfikował uprzednio jako niepodporządkowane podnoszeniu jakości usługi na rzecz klienta, które obejmowały przyjęcie i przekazanie zlecenia dotyczącego nabycia lub odkupienia TUFU (czyli istotę usługi podstawowej dystrybutora) [Pałasz, 2021].

## 2.9. Wpływ MIFID II na sektor analiz inwestycyjnych

CFA Institute przeprowadziło wśród swoich członków badanie ankietowe na temat wpływu MIFID II na sektor analiz inwestycyjnych. W ankiecie wzięło udział 496 specjalistów pracujących w krajach UE, Wielkiej Brytanii oraz Szwajcarii. Respondenci byli zatrudnieni głównie w firmach zajmujących się zarządzaniem aktywami (ang. *asset management*), prywatną bankowością inwestycyjną (ang. *private wealth management firm*), w bankach inwestycyjnych oraz firmach brokerskich. Aż 59% z nich odpowiedziało, że nowe zasady MIFID II nie przyniosły lepszych wyników dla inwestorów końcowych. Jedynie 19% z nich stwierdziło, że MIFID II spełnił swoje zadanie (rysunek 4).

Jako przyczynę negatywnych odpowiedzi specjaliści wskazywali wzrost zakresu i tym samym kosztów przygotowania analiz rynkowych. Aż 45% badanych po stronie kupującej (ang. *buy side*) oraz 52% po stronie sprzedającej (ang. *sell side*) stwierdziło, że stopień dostępności analiz na temat IF spadł po implementacji MIFID II (jedynie odpowiednio 2% i 3% jest przeciwnego zadania i uważa, że wzrósł). Jakość analiz na temat IF spadła po implementacji MIFID II – tak stwierdziło 27% badanych w *buy side* oraz 44% w *sell side* (tylko odpowiednio 4% i 9% uważało, że wzrósł) [CFA Institute, 2019, s. 13–14].

Rysunek 4. Wpływ MIFID II na wyniki inwestorów oraz jakość i dostępność analiz (% respondentów)



Źródło: [CFA Institute, 2019].

Specjaliści uznali, że presja na redukcję kosztów wynikających z przepisów MIFID II doprowadziła do ograniczenia liczby analiz zleczanych firmom zewnętrznym, co skutkowało spadkiem jakości usług świadczonych klientowi końcowemu. Nieliczni respondenci twierdzący, że MIFID II spełnił swoje zadanie, chwalili zdecydowane poprawienie transparentności kosztów ponoszonych przez klientów [CFA Institute, 2019, s. 18–19]. Mimo powyższych wyników w części literatury przedmiotu przeważają poglądy, że korzyści wynikające z MIFID II przeważają nad kosztami poniesionymi przez uczestników rynku. Wierzą oni, że zwiększenie zaufania inwestorów pozwoli na rozwój branży [Schulte, 2018].

Inne badanie o stopniu wdrożenia i stosowania MIFID II przeprowadził w styczniu 2019 r. niemiecki Federalny Urząd Nadzoru Usług Finansowych (BaFin), który ocenił pozytywnie stopień dostosowania się firm do wymogów w zakresie ujawniania opłat i kosztów. BaFin miał jednak duże obiekcje co do sposobu oceniania odpowiedniości IF, gdyż aż 89% raportów na temat odpowiedniości było niekompletnych. Firmy często nie wykazywały sposobu określania, jak cechy IF spełniały wymogi klientów. Najczęściej wyjaśnienia sprowadzały się do niejasnych i ogólnikowych sformułowań, które nie zawierały żadnych dokładniejszych wyjaśnień [Frölich, Gies, 2019].

### **3. Wyniki ankiety na temat wpływu MIFID II na dystrybucję instrumentów finansowych w Polsce**

#### **3.1. Wprowadzenie oraz założenia autorskiego badania ankietowego**

W celu dokładniejszego zbadania wpływu MIFID II na występowanie konfliktu interesów oraz missellingu na rynku IF w dniach 26 lutego – 11 marca 2021 r. przeprowadzono w Polsce badanie ankietowe, w formie elektronicznej za pomocą narzędzia Survio, na 38 osobach. Ankietę skierowano do specjalistów pracujących w podmiotach zajmujących się dystrybucją IF lub zajmujących się MIFID II oraz do inwestorów indywidualnych. Taki dobór grupy docelowej miał na celu zebranie szczegółowych opinii na temat MIFID II od osób, które miały dużą świadomość wpływu MIFID II na rynek IF i mogły ze zrozumieniem odpowiedzieć na pytania. Wyniki ankiety nie odzwierciedlają w pełni szacunków opinii dla uczestników rynku, gdyż udział inwestorów indywidualnych w liczbie respondentów jest niższy niż w rzeczywistości, a ponadto próba badawcza zawiera nadreprezentację ekspertów zajmujących się MIFID II (23,7%). Osoby te stanowiły największą jednolitą grupę wśród ankietowanych, miały wyższy poziom wiedzy prawniczo-finansowej niż inwestorzy indywidualni oraz (zdaniem autorów) były mniej stronnicze niż pracownicy firm inwestycyjnych, na których to w dużym stopniu spadły koszty i obowiązki opisane w MIFID II. Z tego powodu, pomimo niewielkiej próby badawczej, wyniki badania stanowią istotny wkład do dyskusji na temat regulacji rynku IF w Polsce. Cele autorskiej ankiety były następujące:

- 1) zbadanie percepcji wpływu MIFID II na skuteczność ochrony klientów detalicznych przed missellingiem IF oraz występowanie konfliktów interesów w sprzedaży IF,
- 2) ustalenie postrzegania wpływu MIFID II na szerokość oferty dostępnych IF, liczbę analiz dostępnych dla inwestorów oraz koszty działalności firm inwestycyjnych,
- 3) uzyskanie ogólnej oceny MIFID II oraz rekomendacji dla ustawodawców w celu udoskonalenia funkcjonowania MIFID II.

#### **3.2. Skuteczność MIFID II w ograniczaniu konfliktów interesów oraz missellingu**

Wśród 38 respondentów (tabela 1) najliczniejszą grupą (razem 82%) byli eksperci ds. MIFID II (24%), dealerzy bankowi obsługujący średnie i duże firmy (21%), doradcy bankowi (13%) oraz pracownicy TFI (11%). W badaniu wzięło udział również 5 inwestorów niezwiązanych zawodowo z dystrybucją IF (13%). Aż 71% respondentów pełniło podaną profesję przed wdrożeniem MIFID II, zatem te osoby postrzegają rynek z niezmiennej perspektywy.

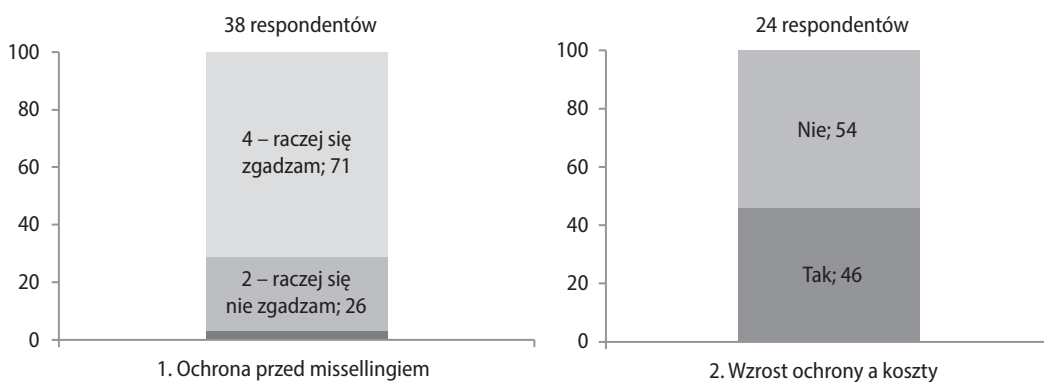
Aż 71% respondentów uważało (rysunek 5), że MIFID II raczej skutecznie chroni klientów detalicznych przed missellingiem. Wśród nich najwięcej było dealerów bankowych oraz ekspertów zajmujących się dyrektywą MIFID II.

Tabela 1. Rozkład profesji respondentów badania ankietowego

	Ankietowany	Liczba	%
1	<b>Inwestor niezwiązany zawodowo z dystrybucją IF</b>	<b>5</b>	<b>13</b>
2	Doradca bankowy (RM) obsługujący klientów <i>private banking</i>	2	5
3	Doradca bankowy (RM) obsługujący osoby prawne	3	8
4	Dealer bankowy obsługujący osoby fizyczne lub małe firmy	1	3
5	<b>Dealer bankowy obsługujący średnie i duże firmy</b>	<b>8</b>	<b>21</b>
6	Zarządzający funduszem inwestycyjnym	2	5
7	Pracownik TFI lub domu maklerskiego odpowiedzialny za kontakt z klientami	2	5
8	Inny pracownik TFI lub domu maklerskiego	2	5
9	<b>Ekspert zajmujący się dyrektywą MIFID II</b>	<b>9</b>	<b>24</b>
10	Ekspert zajmujący się emisjami obligacji (DCM)	1	3
11	Ekspert doradztwa inwestycyjnego	1	3
12	Doradca inwestycyjny	1	3
13	Pracownik banku w dziale zarządzania IF	1	3
	<b>SUMA</b>	<b>38</b>	<b>100</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Rysunek 5. Skuteczność MIFID II w ochronie przed missellingiem oraz ocena stosunku kosztów implementacji do poziomu ochrony (w %)



W jakim stopniu zgadzasz się z tymi stwierdzeniami (w skali 1–5):

1. Dyrektywa MIFID II skutecznie chroni klientów detalicznych przed missellingiem instrumentów finansowych (sprzedażą produktów niedopasowanych do ich potrzeb).
2. Czy uważasz, że wzrost poziomu ochrony inwestorów był wart kosztów poniesionych przez Twoją firmę?

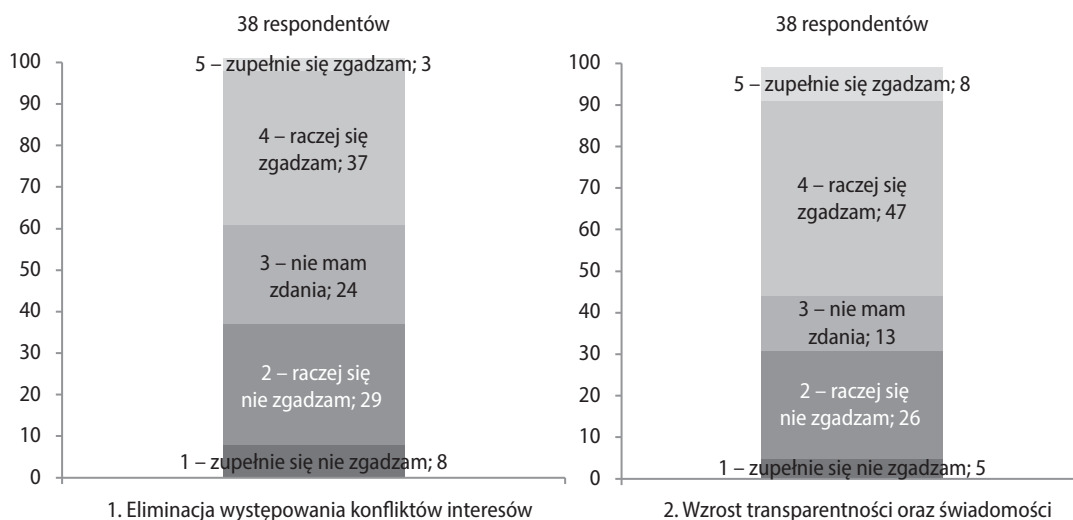
Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Zaskakująca jest częsta w tej grupie opinia, że wzrost poziomu ochrony inwestorów nie był wart kosztów poniesionych przez firmy respondentów (54% odpowiedzi). Wśród samych inwestorów poglądy na ten temat były podzielone i jedynie 60% uznało MIFID II za skutecznie chroniące ich przed missellingiem. Do największych sceptyków wpływu MIFID II



na ograniczanie missellingu zaliczali się zarządzający funduszami inwestycyjnymi, pracownicy TFI i domów maklerskich. Jako przyczynę podawali tu najczęściej brak zrozumienia przez klientów dodatkowych informacji przekazywanych im przez sprzedawców. Zdaniem ankietowanych dodatkowe wymogi informacyjne chronią głównie sprzedawców przed ewentualnymi roszczeniami klientów inwestujących w IF, których ci klienci zupełnie nie rozumieją.

**Rysunek 6. Skuteczność MIFID II w ochronie przed konfliktami interesów oraz jej wpływ na transparentność usług inwestycyjnych (w %)**



W jakim stopniu zgadzasz się z tymi stwierdzeniami (w skali 1–5):

1. Dyrektywa MIFID II wyeliminowała występowanie konfliktów interesów w sprzedaży instrumentów finansowych, m.in. poprzez ograniczenie pobierania zachęt / „kickbacków” przez dystrybutorów.
2. Dyrektywa MIFID II pozytywnie przełożyła się na wzrost transparentności usług inwestycyjnych dla klientów detalicznych oraz wzrost ich świadomości dotyczącej korzystania z określonych produktów i usług.

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

O ile w kwestii ochrony klientów detalicznych przed missellingiem przeważała pozytywna opinia na temat skuteczności MIFID II, o tyle w kwestii eliminacji występowania konfliktów interesów przy sprzedaży IF poglądy były mocno podzielone (rysunek 6). Tylko 40% pytanych w pełni lub częściowo zgodziło się, że MIFID II spełnił swoje zadanie w tym obszarze. Aż 24% badanych nie miało zdania na ten temat, a 37% uznało, że zadanie nie zostało raczej lub w ogóle spełnione. Nie zaobserwowano żadnej istotnej korelacji pomiędzy odpowiedzią a zawodem wykonywanym przez respondenta.

Respondenci wskazali też, że brak wypłacania zachęt dystrybutorom nie rozwiązał konfliktów interesów istniejących wewnątrz tej samej grupy kapitałowej, a konflikty interesów w postaci konstrukcji systemów wynagradzania pracowników pozostały bez zmian. W świetle wyników można uznać, że teza o ograniczeniu występowania missellingu oraz konfliktów interesów na rynku dystrybucji IF w Polsce na skutek implementacji MIFID II została

częściowo potwierdzona. W istocie MIFID II ograniczył misselling, jednak nie osiągnął tego samego skutku w przypadku konfliktów interesów. Badani byli nieco bardziej zgodni w kwestii wzrostu transparentności i świadomości klientów detalicznych (55%). Respondenci, którzy byli przeciwnego zdania, najczęściej twierdzili, że samo zwiększenie ilości informacji przekazywanych przez sprzedawców nie poprawiło sytuacji klientów detalicznych, gdyż ich świadomość nie uległa poprawie.

Wśród zmian wynikających z MIFID II, które zdaniem respondentów w największym stopniu wpłynęły na wzrost poziomu ochrony klienta (rysunek 7), znalazły się wymogi rejestracji komunikacji z klientami, określania grupy docelowej IF oraz publikacji kosztów i opłat związanych z każdą transakcją. Ponad 80% respondentów zauważyło korzystny wpływ ograniczenia pobierania i świadczenia zachęt, jednak ich zdaniem nie zwiększał on poziomu ochrony klienta w tak dużym stopniu jak wymienione wcześniej zmiany.

Rysunek 7. Wpływ MIFID II na wzrost poziomu ochrony klientów detalicznych (% respondentów)



W jakim stopniu powyższe zmiany wynikające z dyrektywy MIFID II wpłynęły na wzrost poziomu ochrony klienta detalicznego na rynku instrumentów finansowych?

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

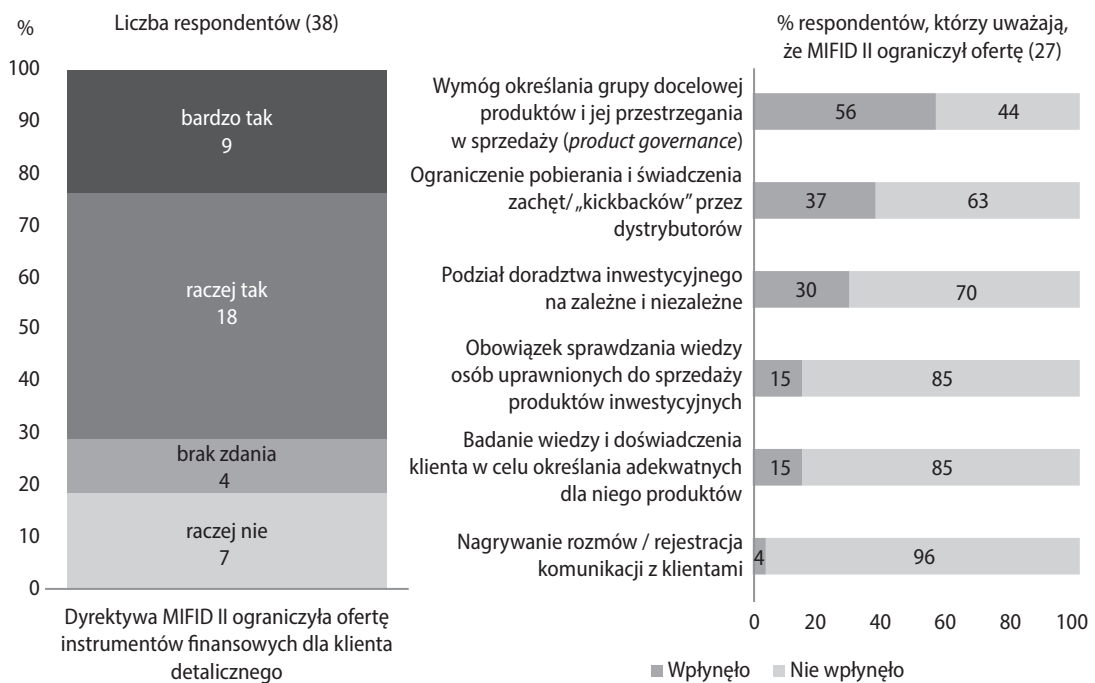
### 3.3. Koszty implementacji MIFID II

W drugiej części ankiety zbadano temat kosztów implementacji MIFID II. W celu analizy tego kontrowersyjnego zagadnienia zapytano respondentów o stopień, w jakim MIFID II wpłynął na ofertę IF dostępnych dla klientów detalicznych oraz przepisy, które mogły taki wpływ wywrzeć. Ponadto sprawdzono, czy rzeczywiste koszty implementacji były zbieżne

z oczekiwaniami firm inwestycyjnych oraz które ze zmian wprowadzanych przez dyrektywę w największym stopniu przyczyniły się do wzrostu kosztów ich działalności.

W pytaniu dotyczącym wpływu MIFID II na ograniczenie oferty IF dla klientów detalicznych (rysunek 8) ponad 70% badanych potwierdziło tezę zawartą w pytaniu. Blisko 80% ekspertów zajmujących się dyrektywą i pracowników lub zarządzających TFI uważało, że w wyniku wdrożenia MIFID II doszło do ograniczenia oferty IF. Ci, którzy uważają, że nie doszło do ograniczenia oferty, wskazują na możliwość obejścia ograniczeń przez klientów i zakup wybranych IF innymi kanałami lub zakup IF nieadekwatnego do ich wiedzy.

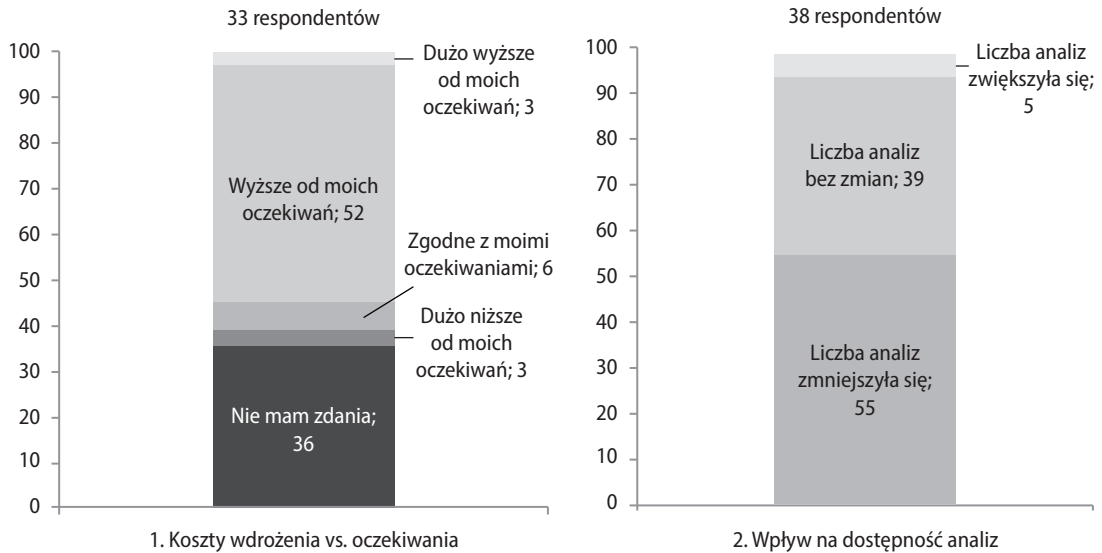
Rysunek 8. Wpływ MIFID II na ofertę instrumentów finansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Respondenci, którzy dostrzegli ograniczenie oferty IF w wyniku MIFID II, wskazali jedynie po jednej zmianie wprowadzonej przez dyrektywę, która ich zdaniem przyczyniła się do tego zjawiska. Jedynie 56% z nich zgodziło się ze stwierdzeniem, że wymóg określania grupy docelowej i sprzedaży IF tylko klientom z tej grupy wpłynął na ograniczenie oferty IF. Pozostałe zaproponowane przez autorów zmiany uzyskały jeszcze mniej pozytywnych odpowiedzi. Powyższe odpowiedzi potwierdzają tezę pomocniczą o ograniczeniu oferty IF dla klienta detalicznego. Można zatem stwierdzić, że wśród hipotetycznych przyczyn nie znalazła się ta, która wyjaśniałaby ograniczenie oferty skierowanej do klientów detalicznych (a zwłaszcza inwestorów indywidualnych). Główną przyczyną ograniczenia oferty IF nie było zatem wprowadzenie zakazu pobierania zachęt przez dystrybutorów IF.

Rysunek 9. Porównanie kosztów wdrożenia z oczekiwaniami oraz wpływ MIFID II na dostępność analiz dla klientów (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Rysunek 10. Wpływ zmian wynikających z MIFID II na wzrost kosztów działalności



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

W kolejnym pytaniu potwierdzono przypuszczenia dotyczące kosztów wdrożenia MIFID II (rysunek 9). Ponad 80% ankietowanych stwierdziło, że te koszty przewyższyły ich oczekiwania, co pokrywa się z wynikami badań CFA Society (pkt 2.9). Badani potwierdzili

również, że w związku z wprowadzeniem przez MIFID II zakazu łączenia przez brokerów opłat za egzekucję zleceń z opłatami z tytułu udostępnianych analiz, liczba analiz dostępnych dla inwestorów zmniejszyła się (55%).

Zbadano także opinię ankietowanych o kosztach generowanych przez MIFID II dla dystrybutorów IF (rysunek 10). Za najbardziej kosztowne zmiany uznano wymogi rejestrowania komunikacji z klientem, określania grup docelowych dla IF oraz publikacji kosztów związanych z transakcjami. Wskazanie tych zmian, obok wydłużenia czasu spotkań z klientem, należy tłumaczyć wysokim kosztem czasu pracowników, którzy muszą przygotowywać ww. dokumenty oraz poświęcać dodatkowy czas na spotkaniach z klientami na przekazywanie obowiązkowych informacji. Za zmiany o mniejszym wpływie na koszty uznano obowiązki informowania klientów o zmianach w wartości ich inwestycji oraz tłumaczenia kluczowych dokumentów informacyjnych. Choć wdrożenie tych zmian wygenerowało pewne koszty (np. tłumaczenia, konfiguracja automatycznych powiadomień), to ze wzrostem skali działalności firmy rozkładają się one na wielu klientów, a koszty bieżące są pomijane.

### 3.4. Ocena MIFID II przez przedstawicieli rynku finansowego w Polsce

W ostatniej części ankiety zapytano o ogólną ocenę skutków wdrożenia MIFID II z perspektywy klienta oraz pracowników firm zarządzania aktywami (rysunek 11). Poproszono również o odpowiedzi na temat zależności między ilością przekazywanych informacji a poziomem ochrony klientów, ryzyka konsolidacji branży zarządzania aktywami (głównie TFI) oraz odsuwania od siebie odpowiedzialności za wybory IF przez sprzedawców.

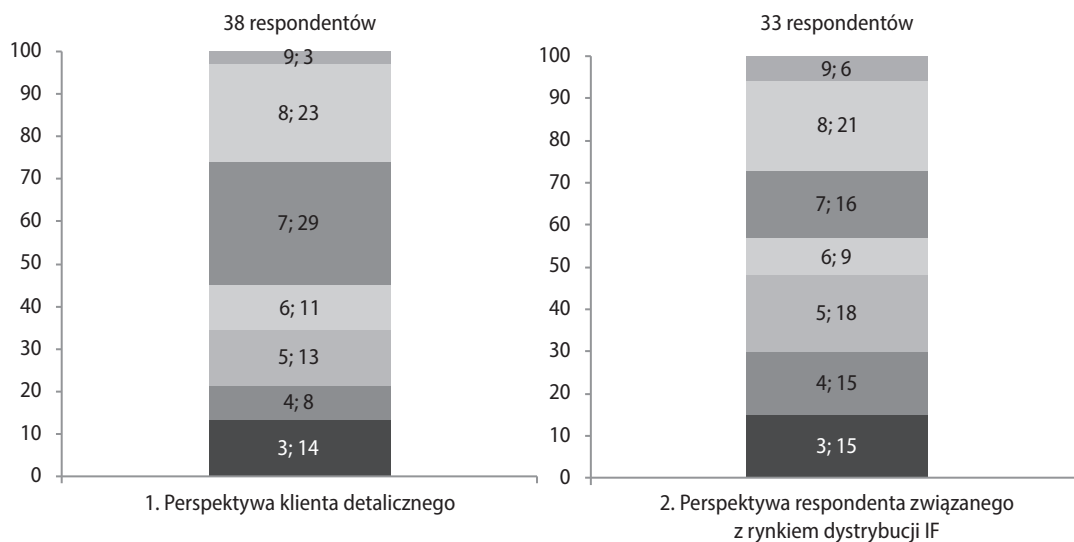
Ogólna ocena skutków implementacji MIFID II była umiarkowana<sup>16</sup>. Blisko połowa respondentów przyznała jej ocenę poniżej 7 w skali od 1 do 10. Pozostałe 50% przyznało jej ocenę 7 lub 8. Również sami inwestorzy mieli raczej negatywny odbiór MIFID II, gdyż 40% z nich przyznało oceny poniżej 7, a pozostali 7 lub 8. Wśród osób, które dostrzegają równowagę między zaletami i wadami MIFID II, pojawiły się opinie, że dyrektywa, choć kosztowna, skutecznie chroni klientów przed missellingiem, sprzedają IF mało transparentnych lub zwyczajnie drogich. Odpowiadający, którzy negatywnie ocenili skutki MIFID II dla klienta, wskazywali na wzrost biurokracji i wydłużenie procesów sprzedaży, co ich zdaniem nie przełożyło się na wzrost poziomu ochrony i świadomości klientów. Sami inwestorzy stwierdzili zaś, że dyrektywa jedynie utrudniła inwestowanie świadomym inwestorom, gdyż pozostali i tak nie czytają przedkładanych im dokumentów.

Ocena wpływu skutków MIFID II z perspektywy klienta detalicznego (średnia 6,2) była lepsza niż u osób związanych z dystrybucją IF (średnia 5,8), gdzie około 58% osób przyznało ocenę niższą niż 7. Blisko 100% respondentów pracujących w TFI przyznało oceny poniżej 6, co jasno wskazuje, które firmy czują się najbardziej poszkodowane przez MIFID II. Część

<sup>16</sup> Podobny wniosek przedstawili również C. Martysz i A. Sienkiewicz [2020].

respondentów dostrzegła niemniej pozytywne skutki implementacji, wśród których wymienia się wzrost zaufania klientów do oferowanych im IF oraz wzrost ich poczucia bezpieczeństwa. Sceptycy wskazują na ogromną ilość dodatkowych obowiązków, które ich zdaniem generują koszty niewspółmierne do korzyści otrzymywanych przez klienta.

**Rysunek 11. Ocena skutków zmian MIFID II dla klientów detalicznych i firm z branży zarządzania aktywami (ocena 1–10 oraz % odpowiedzi)**



Jak oceniasz (w skali 1–10) skutki zmian wynikających z Dyrektywy MIFID II z perspektywy:

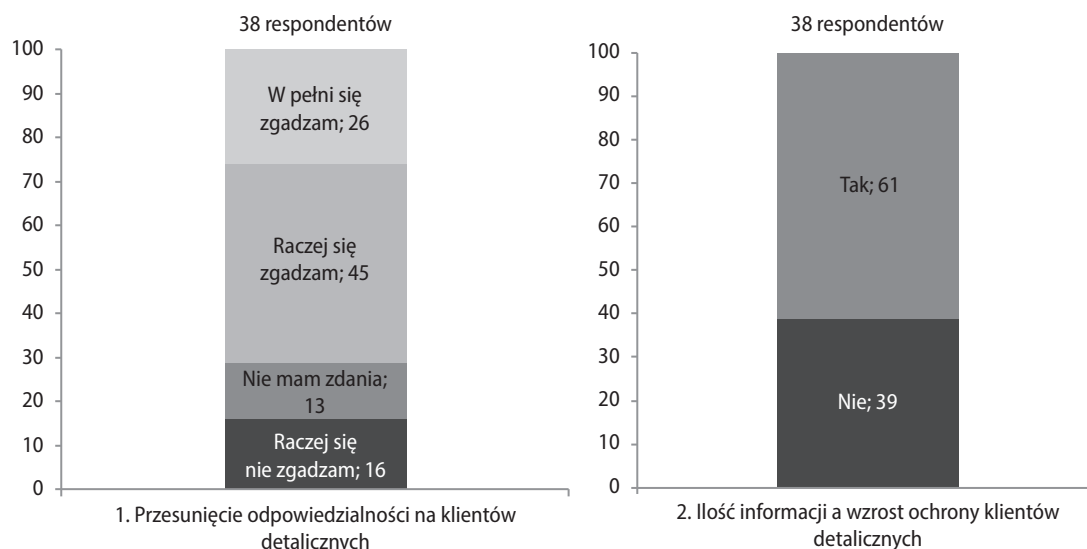
1. Klienta detalicznego (jako osoby niezwiązanej z rynkiem dystrybucji IF)
2. Twojej (jako osoby związanej z rynkiem dystrybucji IF)

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Ponad 70% ankietowanych zgodziło się (rysunek 12), że w związku z rozdzieleniem doradztwa zależnego i niezależnego sprzedawcy starają się odsuwać od siebie odpowiedzialność za wybór IF i przerzucać ją na klientów. Odpowiedzi na pytanie o zwiększenie poziomu ochrony klientów detalicznych, wynikające ze zwiększenia ilości przekazywanych tym klientom informacji, mogą być zaskakujące w kontekście wcześniejszych wypowiedzi sceptyków.

Należy jednak pamiętać, że na brak wzrostu poziomu świadomości klientów i na biurokratyzację narzekała jedynie część ankietowanych. Jednak w całej analizowanej próbie aż 61% badanych dostrzegło wzrost poziomu ochrony związanego właśnie z większą liczbą przekazywanych informacji. Na podstawie odpowiedzi na to pytanie można stwierdzić, że teza o negatywnej zależności między ilością informacji przekazywanych inwestorom detalicznym a stopniem ochrony ich interesów nie została potwierdzona. Należy jednak mieć na uwadze liczne komentarze respondentów, że klienci nie rozumieją wielu przekazywanych im informacji, co w rezultacie może prowadzić do ich dezinformacji.

**Rysunek 12. Wpływ MIFID II na przeniesienie odpowiedzialności na klientów oraz ocena zależności między ilością udostępnianych informacji a poziomem ochrony (w %)**

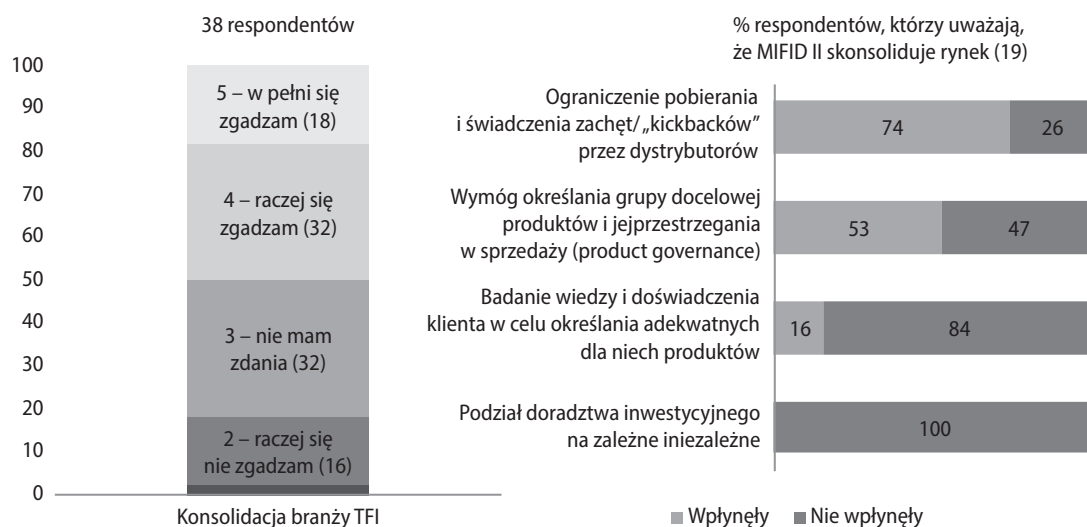


1. W jakim stopniu (1–5) zgadzasz się ze stwierdzeniem, że w związku z wprowadzonymi ograniczeniami sprzedawcy IF starają się odsuwać odpowiedzialność za wybór produktów na swoich klientów?

2. Czy uważasz (Tak/Nie), że dzięki zwiększeniu ilości informacji przekazywanych klientom detalicznym zwiększył się poziom ich ochrony?

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

**Rysunek 13. Wpływ MIFID II na konsolidację branży zarządzania aktywami oraz wpływ poszczególnych zmian na ten proces (w %)**



W jakim stopniu zgadzasz się ze stwierdzeniem (1–5): Jednym z następstw implementacji Dyrektywy MIFID II będzie konsolidacja branży zarządzania aktywami (TFI)

Które zmiany wprowadzone przez Dyrektywę MIFID II Twoim zdaniem wpłynęły na konsolidację branży zarządzania aktywami (TFI)?

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania ankietowego.

Ankietowani zdają się potwierdzać tezę o konsolidacji branży zarządzania aktywami (rysunek 13). Około 50% respondentów przewiduje konsolidację w tym sektorze, a około 20% się jej nie spodziewa. Wśród pracowników TFI opinie na ten temat były bardziej podzielone, a kilku z nich stwierdziło, że nie spodziewa się konsolidacji, gdyż TFI radzą sobie ze wzrostem kosztów wynikających z wdrożenia MIFID II poprzez przerzucanie kosztów na klientów. Według danych przedstawionych wcześniej w tym artykule, nie nastąpiła jeszcze konsolidacja branży, ale w świetle wyników tego badania ankietowego można się spodziewać, że może to być tylko kwestią czasu. Za zmiany najbardziej sprzyjające konsolidacji TFI respondenci uznali ograniczenie pobierania i świadczenia zachęt przez dystrybutorów oraz wymóg określania grupy docelowej dla IF.

### 3.5. Konkluzje z autorskiego badania ankietowego

Wyniki autorskiego badania potwierdzają, że MIFID II mimo wszystko skutecznie chroni klientów detalicznych przed missellingiem. Dyrektywa poprawiła transparentność usług świadczonych przez dystrybutorów IF oraz poziom zrozumienia przez klientów tego, co kupują. Niepotwierdzona została jednak teza dotycząca eliminacji konfliktów interesów pomiędzy dystrybutorami IF a klientami detalicznymi, co wynika głównie z ograniczenia oferty IF do tych „tworzonych” zwłaszcza przez TFI powiązane kapitałowo z dystrybutorami. Opinia respondentów na temat stosunku kosztów implementacji do korzyści wynikających ze zwiększenia ochrony klientów była podzielona, lecz zdecydowanie gorsze zdanie na temat poniesionych kosztów wyrażali respondenci związani z TFI. Wśród zmian wynikających z MIFID II, które zdaniem respondentów w największym stopniu wpłynęły na wzrost poziomu ochrony klienta, znalazły się wymóg rejestracji komunikacji z klientami, określanie grupy docelowej IF oraz obowiązek publikacji kosztów i opłat związanych z każdą transakcją.

W opinii części respondentów autorskiego badania, wdrożenie MIFID II doprowadziła do przeregulowania rynku dystrybucji IF. Tego samego zdania są również przedstawiciele IZFiA, którzy jeszcze w trakcie procesu legislacyjnego nowelizacji UOIF zwracali uwagę na, ich zdaniem, zbyt daleko idącą interpretację części z wdrażanych przepisów [IZFiA, 2020b]. Z autorskiego badania wynika jasno, że choć implementacja MIFID II zwiększyła poziom ochrony klientów detalicznych, to wygenerowała również istotną nową masę obowiązków i kosztów dla dystrybutorów IF, w szczególności TFI.

Koszty implementacji MIFID II zdecydowanie przekroczyły oczekiwania respondentów. Czynnikiem w największym stopniu generującym koszty dla dystrybutorów IF i TFI była konieczność rejestrowania komunikacji z klientami. Ponadto implementacja MIFID II doprowadziła do ograniczenia oferty dostępnych IF dla klienta detalicznego, głównie za sprawą wprowadzenia wymogów określania grupy docelowej IF, a także z uwagi na zmianę sposobu rozliczania wynagrodzenia z umów pomiędzy TFI a dystrybutorami TUFi, ponieważ dystrybutorzy (z uwagi na możliwość wypłaty dywidendy) zaczęli preferować oferowanie



TUFI tych funduszy, które są zarządzane przez TFI z ich własnej grupy kapitałowej. Ponadto ograniczenia związane z pobieraniem zachęt oraz ograniczenie rynków docelowych będą nieuchronnie prowadzić do konsolidacji firm w branży zarządzania aktywami. Przedstawiciele firm zarządzających aktywami negatywnie ocenili stosunek ilości informacji przekazywanych inwestorom detalicznym do stopnia ochrony interesów tych osób. Ponadto spadła liczba dostępnych analiz rynkowych dla inwestorów.

Ogólna ocena wpływu MIFID II na polski rynek finansowy przez wszystkich ankietowanych była lekko pozytywna (6/10), a wśród osób związanych zawodowo z rynkiem dystrybucji IF zasadniczo neutralna. Respondenci w swoich uwagach do MIFID II podkreślili, że nowe przepisy zagwarantowały wprawdzie klientom dostęp do wielu nowych informacji związanych z ich inwestycjami, jednak nie zmieniła się świadomość i poziom edukacji inwestorów, którzy nie są w stanie przetworzyć i prawidłowo zinterpretować nowych danych. Paradoksalnie, niemożność uzyskania „porad” od sprzedawców IF prowadzi do dezinformacji klientów, którzy nie wykazują chęci samodzielnego poszukiwania, pozyskiwania czy weryfikacji informacji o tych IF. Ponadto respondenci potwierdzili, że obecnie cała odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne została przekazana klientom. Wynika to z wprowadzenia licznych obwarowań ograniczających nieformalne doradzanie klientom (aby uniknąć dodatkowych obowiązków związanych z reżimem doradztwa inwestycyjnego). Dystrybutorzy wolą pozostawić klienta samego z dostępnymi informacjami niż ryzykować posądzenie o doradztwo zależne. W tym badaniu respondenci potwierdzili również, że MIFID II sprzyja konsolidacji rynku TFI, do czego w największym stopniu przyczynia się stanowisko UKNF ograniczające możliwość przekazywania zachęt dla dystrybutorów IF (w szczególności TUFI).

## 4. Podsumowanie

Zasadniczym celem wdrożenia MIFID II było wzmocnienie ochrony klientów detalicznych na rynku IF. Aż 71% ankietowanych zgodziło się, że MIFID II skutecznie chroni klientów detalicznych przed missellingiem, ale jednocześnie ogranicza ofertę IF. Choć ankietowani ocenili wpływ MIFID II na rynek dystrybucji IF lekko pozytywnie (6/10), to skutek zakazu pobierania i świadczenia zachęt zmniejszyły się transfery pieniężne (tj. koszty sprzedaży ponoszone przez TFI) pomiędzy TFI a dystrybutorami, natomiast zależne TFI zaczęły przekazywać do swoich matek ekwiwalenty zachęt w formie (rosnących) dywidend.

W niniejszym artykule zwrócono również uwagę, że obecna forma implementacji MIFID II stawia niezależne TFI w znacznie gorszym położeniu niż zależne TFI, ponieważ ci ostatni są w stanie wypłacać zachęty swoim właścicielom (oraz także głównym dystrybutorom) w formie podwyższonych dywidend. Zakaz zachęt spowodował zmniejszenie się udziałów rynkowych niezależnych TFI. Choć autorzy nie zauważyli symptomów konsolidacji rynku TFI w latach 2019–2020, to w ankiecie respondenci wskazali, że MIFID II powinien temu procesowi sprzyjać (m.in. z uwagi na wspomniane stanowisko UKNF).

Można więc przypuszczać, że konsolidacja rynku TFI jest tylko kwestią czasu. Ponadto „uprzywilejowanie” zależnych TFI doprowadziło do powstania konfliktu w IZFiA zrzeszającej największe TFI w Polsce, ponieważ TFI zależne, nie chcąc dopuścić do zmiany korzystnych dla nich przepisów, przejęły kontrolę nad radą IZFiA i poprzez zmianę statutu pozbawiły niezależne TFI możliwości promowania zmian przepisów w UKNF oraz w Ministerstwie Finansów.

Autorzy wskazali także przykłady wdrożenia MIFID II będące gold-platingiem, które powinny być zmodyfikowane lub zlikwidowane. W opinii autorów artykułu oraz uczestników konferencji poświęconej zachętom, najlepszym rozwiązaniem dla polskiego rynku wydaje się być model luksemburski, gdzie opłata za sprzedaż funduszy jest wydzielana z opłaty za zarządzanie, a jej wysokość jest powiązana z zakresem oferowanej klientowi usługi. UKNF preferuje jednak rozwiązanie stosowane w Niderlandach i Wielkiej Brytanii, gdzie klienci płacą dystrybutorowi bezpośrednio za wszystkie usługi podnoszące jakość obsługi. Zdaniem autorów takie rozwiązanie raczej nie sprawdzi się w Polsce i zniechęci klientów indywidualnych do inwestowania w fundusze aktywne, jednak mogłoby skorzystać na nim rozwijający się w Polsce sektor robodoradców, których oferta wydaje się być istotnie prostsza, a przez to tańsza i bardziej transparentna niż w przypadku klasycznych dystrybutorów TUFi.

## Bibliografia

1. Bednarz E. [2019], *Te fundusze absolutnie sobie nie radzą. Rozliczamy rynek*, dostęp: 5.06.2019, <https://pieniadze.rp.pl/inwestycje/rynek-kapitalowy/20467-fundusze-absolutnej-stop-y-zwrotu-2019>
2. Busch D. [2017], *MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms*, „Capital Markets Law Journal”, 3, [ssrn.com/abstract=3063236](https://ssrn.com/abstract=3063236)
3. CFA Institute [2019], *MIFID II: One Year On. Assessing the Market for Investment Research*, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/cfa-mifid-II-survey-report.ashx>
4. Chojnacki J. [2020], *Co dalej z kickbackami i klientami funduszy?*, <https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/25119/co-dalej-z-kickbackami-i-klientami-funduszy>, dostęp: 27.02.2020.
5. Frölich L., Gies D. [2019], *MIFID II in practice*, [www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1905\\_MIFID\\_II\\_in\\_der\\_Praxis\\_en.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1905_MIFID_II_in_der_Praxis_en.html), dostęp: 7.06.2019.
6. IZFiA [2020a], *MiFID II – relacja z Konferencji „Modele dystrybucji funduszy inwestycyjnych w krajach europejskich”*, <https://www.izfa.pl/mifid-ii-relacja-z-konferencji-modele-dystrybucji-funduszy-inwestycyjnych-w-krajach-europejskich>, dostęp: 27.02.2020.
7. IZFiA [2020b], *Nadmiar obowiązków w reżimie MiFID II*, <https://www.izfa.pl/nadmiar-obowiazkow-w-rezimie-mifid-ii>, dostęp: 20.08.2020.
8. IZFiA [2020c], *Propozycje deregulacji dla podniesienia efektywności rynku funduszy inwestycyjnych*, dokument przesłany przez IZFiA do Ministerstwa Finansów, dostęp: 20.08.2020.
9. IZFiA [2020d], *Raport Roczny 2020*, <https://www.izfa.pl/download/pobierz/raport-roczny-izfia-2020>

10. IZFiA [2020e], *TFI: Polska przyjmie model luksemburski*, <https://biznes.interia.pl/finanse/news-tfi-polska-przyjmie-model-luksemburski,nId,4352855>, dostęp: 28.02.2020.
11. Kosiński K. [2019], *Jest nadzieja dla niezależnych TFI*, <https://www.pb.pl/jest-nadzieja-dla-niezaleznych-tfi-966624?smclient=31b6569b-7d94-11e6-874d-0cc47a1256ac>, dostęp: 24.07.2019.
12. Kosiński K. [2020a], *Sypie się izba zarządzających funduszami*, <https://www.pb.pl/sypie-sie-izba-zarządzających-funduszami-1101405>, dostęp: 24.11.2020.
13. Kosiński K. [2020b], *Kompromis zagościł w rodzinie TFI*, <https://www.pb.pl/kompromis-zagoscil-w-rodzinie-tfi-1102785>, dostęp: 9.12.2020.
14. Martysz C., Rakowski J. [2021], *Misselling Consumer Awareness Study – Circumstances Surrounding the Occurrence of Misselling*, „International Journal of Management and Economics”, vol. 57, no 2.
15. Martysz C., Sienkiewicz A. [2020], *Ocena skutków implementacji dyrektywy MIFID II w UE ze szczególnym uwzględnieniem Polski*, w: *Nowe wyzwania w naukach o gospodarce*, red. R. Bartkowiak, M. Matusewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
16. McKinsey&Company [2021], *Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju*, [https://www.mckinsey.com/pl/~/\\_media/mckinsey/locations/europe\\_and\\_middle\\_east/polska/raporty/polski\\_rynek\\_funduszy\\_inwestycyjnych\\_w\\_obliczu\\_wyzwan/stan\\_polskiego\\_ryнку\\_funduszy\\_inwestycyjnych\\_oraz\\_potencjalne\\_kierunki\\_jego\\_dalszego\\_rozwoju\\_mckinsey\\_raport.pdf](https://www.mckinsey.com/pl/~/_media/mckinsey/locations/europe_and_middle_east/polska/raporty/polski_rynek_funduszy_inwestycyjnych_w_obliczu_wyzwan/stan_polskiego_ryнку_funduszy_inwestycyjnych_oraz_potencjalne_kierunki_jego_dalszego_rozwoju_mckinsey_raport.pdf)
17. MIFID II [2014], Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. Urz. UE L Nr 173, s. 349–496 ze zm.
18. Pałasz A. [2019], *Klienci funduszy sami zapłacą pośrednikom*, <https://www.rp.pl/Finanse/311199907-Klienci-funduszy-sami-zaplaca-posrednikom.html>, dostęp: 19.11.2019.
19. Pałasz A. [2021], *Nadzorca ma dla branży funduszy nową propozycję zmian w przepisach*, „Parkiet”, 5.05.2021 r., <https://www.parkiet.com/fundusze-inwestycyjne/art19559901-nadzorca-ma-dla-branzy-funduszy-nowa-propozycje-zmian-w-przepisach>
20. Ratajczak M. [2018], *Inwestorzy w kropce. Problemy przez błąd w tłumaczeniu, zabrakło jednego słowa*, [www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/dyrektywa-MIFID-ii-blad-w-tlumaczeniu,171,0,2412715.html](http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/dyrektywa-MIFID-ii-blad-w-tlumaczeniu,171,0,2412715.html), dostęp: 6.08.2018.
21. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP), Dz. U. UE L z 2014 r. nr 352, s. 1 z późn. zm.
22. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z 21.05.2013 r. zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, Dz. Urz. UE L 146.
23. Schulte M. [2018], *The Price of Stable Markets and Investor Confidence: Some Thoughts on MIFID II's Cost-Benefit Ratio*, ERA Forum, t. 19, wyd. 1, [link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs12027-018-0502y.pdf](http://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs12027-018-0502y.pdf)
24. UKNF [2017], Stanowisko w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MIFID II od 3 stycznia 2018 r., 27 grudnia 2017 r.
25. UKNF [2018], Stanowisko w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, 21 grudnia 2018 r.

26. UKNF [2019], Uzupełnienie „Stanowiska UKNF w sprawie przyjmowania i przekazywania «zachęt» w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń (...)”, z dnia 21 grudnia 2018 r. w zakresie wymogów dokumentowania zachęt, 17 września 2019 r.
27. UKNF [2021], Stanowisko UKNF dotyczące zakresu czynności objętych umową oferowania certyfikatów inwestycyjnych, 6 maja 2021 r.
28. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. z 2022 r., poz. 1360.
29. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, Dz.U. z 2022 r., poz. 1523 [UFI].
30. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2022 r., poz. 1500 [UOIF].
31. Wierciszewski M. [2020], *Tańsze fundusze majączą na horyzoncie*, <https://www.pb.pl/tansze-fundusze-majacza-na-horyzoncie-982160>, dostęp: 11.02.2020.
32. Wierzbowski M. [2022], *Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 5.
33. Włodarczyk G. [2022], *Obowiązki firm inwestycyjnych i banków w systemie MiFID II. Stanowiska i wytyczne organów nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa.
34. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 września 2019 r., IV CSK 334/18.
35. Yeoh P. [2019], *MIFID II key concerns*, „Journal of Financial Regulation and Compliance”, vol. 27, no 1(1), [doi.org/10.1108/JFRC-04-2018-0062](https://doi.org/10.1108/JFRC-04-2018-0062).

---

## Impact of the MIFID II Directive on the distribution of financial instruments in Poland

---

### Summary

The aim of the MIFID II Directive was to reduce conflicts of interest and misselling between distributors of financial instruments and specially protected individual investors. One of the changes was a restriction of paying “inducements” by investment fund companies (TFI) to distributors of financial instruments. The article describes the new practices that arose in the financial instrument distribution market after the implementation of the MIFID II Directive and the results of the authors’ in-depth survey conducted among the financial market professionals. The authors argue that the MIFID II Directive increased the amount of regulation for distributors of financial instruments, strengthened the protection of the individual investor, but, on the other hand, limited the range of offerings and worsened the situation of distributors not affiliated with banking groups.

**Keywords:** MIFID II, misselling, inducements, conflict of interest, investment funds

---