

Czesław Bartłomiej Martysz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Zarządzania i Finansów
Instytut Finansów

Adrian Sienkiewicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie (student)

Ocena skutków implementacji dyrektywy MIFID II w UE ze szczególnym uwzględnieniem Polski

Wprowadzenie

Dyrektywa MIFID II¹ w założeniach jej twórców stanowi znaczący krok w kierunku odbudowy zaufania inwestorów do rynku kapitałowego, nadszarpniętego przez kryzys *subprime*. Podstawą przyjęcia dyrektywy są ryzyka i zagrożenia (m.in. konflikty interesów, sprzedaż produktów niedopasowanych do potrzeb klientów – *misselling* czy asymetria informacji) wynikające z faktu, że inwestorzy indywidualni są słabszą stroną stosunków prawnych z firmami inwestycyjnymi. Zwiększenie jakości usług inwestycyjnych, m.in. poprzez ograniczenie możliwości nadużywania silniejszej pozycji wobec klientów przez firmy inwestycyjne, stanowi krok w kierunku „udetalicznienia” rynków kapitałowych poprzez ochronę interesu klienta detalicznego jako „konsumenta” wobec firm inwestycyjnych.

Celem niniejszej publikacji jest próba krytycznej oceny, czy skutki implementacji dyrektywy MIFID II są zbieżne z jej pierwotnymi założeniami. W tekście przedstawiono również nowe praktyki rynkowe powstałe po implementacji przepisów MIFID II oraz problemy związane z dystrybucją produktów finansowych do klientów detalicznych, w tym również problem związany z wypłatą „zachęt”

¹ MIFID II – 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 (wersja przekształcona), Dz.Urz. UE L Nr 173, s. 349–496 ze zm.

dla dystrybutorów. Zdaniem autorów nowe regulacje wzmocniły ochronę inwestora detalicznego, ale skutkiem ubocznym na rynku polskim były m.in. znaczny wzrost obowiązków informacyjnych po stronie firm inwestycyjnych, wydłużony czas realizacji transakcji oraz istotna zmiana zasad dystrybucji funduszy inwestycyjnych, co w dłuższym czasie może doprowadzić do zawężenia oferty instrumentów finansowych.

1. Założenia doktrynalne dyrektywy MIFID II

Regulacja ochrony inwestorów na unijnym rynku finansowym UE wiąże się z pragnieniem zapewnienia przejrzystości wspólnego rynku i zaufania inwestorów poprzez ograniczenie manipulacji rynkowych oraz wymuszenie uczciwości od profesjonalnych podmiotów na nim działających. Jako że sprawnie funkcjonujący rynek finansowy jest podstawą nowoczesnych gospodarek rynkowych oraz miernikiem rozwoju gospodarczego, a jednocześnie instytucją podatną na manipulację oraz zależną od zaufania inwestorów, problematyka ochrony ich interesów wymagała kompleksowej regulacji.

Silny system ochrony inwestorów ma swoje uzasadnienie ekonomiczne. R. La Porta, F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny udowodnili istnienie wprost proporcjonalnego powiązania pomiędzy stopniem ochrony inwestorów a poziomem rozwoju gospodarki. Kraje silnie zabezpieczające interesy inwestorów mają bardziej efektywny system ładu korporacyjnego i lepiej rozwinięte rynki kapitałowe o większym stopniu płynności i głębokości, jak również lepsze wskaźniki rozproszenia akcjonariatu i bardziej efektywne systemy alokacji kapitału pomiędzy firmami niż kraje o niskim stopniu rozwoju ochrony inwestorów (La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, Vishny, 2000, s. 24).

Ważnym argumentem uzasadniającym konieczność istnienia mechanizmów ochrony inwestorów jest nierówność stron stosunku prawnego pomiędzy firmą inwestycyjną a jej klientem. Klient inwestor, jako podmiot słabszy ekonomicznie, jest narażony na ryzyka związane z pokusą wykorzystania przez firmę inwestycyjną swojej silniejszej pozycji (*moral hazard*). Relację klient vs. firma inwestycyjna można opisać, posługując się teorią przełożonego-agenta² oraz zjawiskiem asymetrii informacji³. Klienta na rynku usług inwestycyjnych cechuje generalnie

² W takiej relacji przełożony (klient) nie posiada pełnej informacji o działaniach agenta (firmy inwestycyjnej). Agent, wykorzystując niewiedzę przełożonego, może zachowywać się egoistycznie, działając w celu realizacji własnych celów, które mogą być całkowicie odmienne od celów jego przełożonego.

³ Asymetria informacji występuje, gdy poszczególne strony transakcji dysponują różną liczbą i jakością informacji dotyczących rynku, instrumentu czy też emitenta. Nierówny dostęp do informacji uła-

brak wiedzy o instrumentach finansowych, w które zamierza on zainwestować, jak również brak wiedzy o konsekwencjach takiej inwestycji. Regulacja MIFID II dąży do redukcji asymetrii informacji, kładąc nacisk na zaufanie pomiędzy firmą inwestycyjną a jej klientem (Czech, 2009, s. 20).

Klienci usług inwestycyjnych mają również tendencję do nadmiernego polegania na informacjach przekazywanych im przez pracowników firm inwestycyjnych, zwanych potocznie (choć raczej niesłusznie) doradcami⁴. Zdaniem większości klientów detalicznych porównywanie produktów inwestycyjnych jest skomplikowane, dlatego preferują oni korzystanie z usług znanych im dostawców usług inwestycyjnych. Klienci mają także trudności z przyswojeniem informacji przekazywanych im przez pracowników firm inwestycyjnych (OPTeM, 2008, s. 20). Istotne problemy w tym obszarze wykazało również badanie, które w 2011 r. przeprowadzono na zlecenie Komisji Europejskiej. Firma Synovate przebadła 1209 podmiotów oferujących usługi inwestycyjne w 27 krajach UE. W badaniu przeprowadzonym metodą „tajemniczego klienta” ujawniono m.in., że zaoferowany produkt inwestycyjny w 57% przypadków nie odpowiadał potrzebom klienta, a w 80% tych przypadków wynikało to z nadmiernie wysokiego poziomu ryzyka zaproponowanego instrumentu finansowego (Kicia, Muda, 2018, s. 132). Badanie potwierdziło konieczność zmiany ówczesnych przepisów, aby lepiej dopasować usługi inwestycyjne do potrzeb, celów inwestycyjnych i sytuacji klientów, co dało przyczynek do dyskusji o reformie MIFID I i ostatecznie doprowadziło do przyjęcia dyrektywy MIFID II.

2. Kluczowe przepisy dyrektywy MIFID II

Dla zrozumienia dyrektywy MIFID II kluczowe są pojęcia **usług inwestycyjnych i działalności inwestycyjnej**, w skład których wchodzi następujące czynności: (1) przyjmowanie i przekazywanie zleceń dotyczących instrumentów finansowych, (2) realizacja zleceń na rachunek klientów, (3) zawieranie transakcji na własny rachunek, (4) zarządzanie portfelem, (5) doradztwo inwestycyjne, (6) gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji, (7) subemisja instrumentów finansowych bez

twia nieuczciwe wykorzystanie podmiotu dysponującego niepełną informacją przez podmiot posiadający szerszą wiedzę; zob. Ziarko-Siwiek (2005, s. 7).

⁴ Słowo „doradca” może sugerować, że osoba na takim stanowisku działa niezależnie od swego pracodawcy i wyłącznie w interesie klienta. Z tego powodu pracownicy firm inwestycyjnych coraz częściej nazywani są „asystentami klienta”, „specjalistami ds. obsługi klienta” lub „bankierami klienta”.

gwarancji przejścia emisji oraz (8) prowadzenie wielostronnych platform obrotu (MTF, *multilateral trading facility*)⁵.

Przedmiotem regulacji MIFID II jest relacja pomiędzy klientem a osobą prawną świadczącą usługi inwestycyjne lub prowadzącą działalność inwestycyjną⁶, tj. **firmą inwestycyjną**⁷. Usługi inwestycyjne i działalność inwestycyjna odnoszą się z kolei do szerokiej grupy **instrumentów finansowych**⁸. Dla pełnego zrozumienia istoty niniejszego artykułu należy dodać, że **klientami usług inwestycyjnych** świadczonych przez firmy inwestycyjne są inwestorzy, 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 profesjonalni⁹ oraz uprawnieni kontrahenci. W praktyce klientem detalicznym jest przeważnie osoba fizyczna nieposiadająca dostatecznej wiedzy na temat inwestowania, która może jednak żądać reklasyfikacji do wyższej grupy¹⁰. Klasyfikacji klientów na ww. kategorie dokonują samodzielnie firmy inwestycyjne¹¹.

System ochrony inwestorów w MIFID II obejmuje niemal wszystkie aspekty działalności firm inwestycyjnych i ich relacji z klientami. W ramach pakietu MIFID II i towarzyszących mu aktów delegowanych wprowadzono liczne zmiany w ramach wymogów organizacyjnych firm inwestycyjnych, ich obowiązków informacyjnych

⁵ Art. 4 ust. 1 pkt 2 MIFID II oraz załącznik I, sekcja A MIFID II.

⁶ Art. 4 ust. 1 pkt 1 MIFID II; w praktyce regulacjami MIFID II są też objęte niektóre instytucje kredytowe – zob. art. 1 ust. 3–4 MIFID II.

⁷ Art. 3 pkt 33 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2020 poz. 89, dalej jako „ustawa o obrocie”; firmą inwestycyjną jest dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczna osoba prawna z siedzibą na terytorium państwa innego niż państwo członkowskie, prowadząca na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

⁸ Są to m.in. zbywalne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania (np. funduszy inwestycyjnych), instrumenty pochodne oraz uprawnienia do emisji; zob. art. 4 ust. 1 pkt 17 MIFID II oraz załącznik I, sekcja C MIFID II.

⁹ Art. 4 ust. 1 pkt 11 MIFID II; zgodnie z ustawą o obrocie klientem profesjonalnym z definicji są m.in. instytucje finansowe (m.in. banki, firmy inwestycyjne i zakłady ubezpieczeń), organy publiczne oraz przedsiębiorstwa o określonej wielkości lub skali działalności (przynajmniej dwa z trzech kryteriów: suma bilansowa min. 20 mln EUR, przychody ze sprzedaży min. 40 mln EUR, kapitały własne 2 mln EUR). Jeżeli klient zostanie uznany za profesjonalnego, to wszystkie instrumenty finansowe stają się dla niego automatycznie adekwatne.

¹⁰ Reklasyfikacja na klienta profesjonalnego jest uwarunkowana posiadaniem odpowiedniej wiedzy i doświadczenia; por. art. 3a ustawy o obrocie oraz §5 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r., Dz.U. 2018 poz. 1112.

¹¹ Procedura klasyfikacji klientów firm inwestycyjnych przebiega dwuetapowo. Najpierw na podstawie tzw. kwestionariusza klasyfikacji klientowi przyznaje się status klienta detalicznego albo profesjonalnego. Następnie klient detaliczny wypełnia tzw. test adekwatności, aby ustalić, które produkty finansowe są dla klienta adekwatne. Brak podpisanego testu adekwatności (choćby nieuzupełnionego) stawia klienta poza rynkiem docelowym i tym samym uniemożliwia mu zawarcie jakiegokolwiek transakcji. Każda firma inwestycyjna samodzielnie konstruuje testy adekwatności i w praktyce może się zdarzyć, że lista produktów adekwatnych dla tego samego klienta może się różnić w zależności od firmy inwestycyjnej.

wobec klientów czy nowych instrumentów nadzorczych organów nadzoru państw UE. Format niniejszej publikacji zmusza nas do prezentacji absolutnego meritum tych regulacji. Najważniejsze przepisy dyrektywy MIFID II wpływające na zasady ochrony inwestorów w UE to:

1. **Zasady zapobiegania i zarządzania konfliktami interesów.** Konflikty interesów (rzeczywiste i potencjalne) występują między firmami inwestycyjnymi¹² a ich klientami lub między samymi klientami i najczęściej skutkują spadkiem zaufania klientów do firm inwestycyjnych (Marcacci, 2018, s. 135). Eliminacji konfliktów interesów mają służyć obowiązkowe wewnętrzne wymogi organizacyjne firm inwestycyjnych. Źródłem konfliktu interesów mogą być korzyści i zachęty¹³ otrzymywane od osób trzecich w związku z prowadzoną przez tę firmę działalnością oraz nieprawidłowa polityka wynagrodzeń¹⁴ firmy inwestycyjnej.
2. **Ochrona aktywów klientów.** MIFID II wprowadza m.in. zakaz dokonywania z klientem detalicznym uzgodnień dotyczących zabezpieczeń polegających na przeniesieniu tytułu w celu zabezpieczenia lub pokrycia obecnych lub przyszłych, rzeczywistych lub warunkowych lub potencjalnych zobowiązań klientów¹⁵. Firmy inwestycyjne zobowiązano do dywersyfikacji podmiotów, gdzie są deponowane środki pieniężne klientów¹⁶, oraz do wyznaczania wykwalifikowanych osób odpowiedzialnych za ochronę aktywów klientów.
3. **Zarządzanie produktami inwestycyjnymi (*product governance*).** Firmy inwestycyjne powinny działać w najlepiej pojętym interesie klientów na wszystkich etapach cyklu życia produktów lub usług¹⁷, poznawać potrzeby i cechy

¹² W tym między personelem kierowniczym, pracownikami i agentami lub jakąkolwiek osobą bezpośrednio lub pośrednio z nimi powiązaną stosunkiem kontroli.

¹³ Art. 23 ust. 1 MIFID II; generalną zasadą MIFID II jest zakaz pobierania i świadczenia zachęt. Zachęty są dozwolone w trzech przypadkach: (1) gdy są wypłacane klientowi, (2) gdy są płacone przez niego lub (3) gdy są płacone przez podmiot trzeci, ale prowadzą do podniesienia jakości świadczonych usług. Uzasadnieniem tego wyjątku jest to, że w takich przypadkach wpływ nie jest już wywierany przez stronę trzecią, a zatem firma inwestycyjna nie ma już motywacji, by nie stawiać interesów klienta na pierwszym miejscu; por. Busch, 2017, s. 36.

¹⁴ Chodzi o to, aby sposób wynagradzania pracowników i ustalone cele sprzedażowe zachęcały do odpowiedniej praktyki biznesowej, uczciwego i rzetelnego traktowania klientów oraz unikania działań generujących konflikty interesów w relacjach z klientami, mogących prowadzić np. do missellingu; por. art. 24 ust. 10 MIFID II.

¹⁵ Art. 16 ust. 10 MIFID II; w polskim systemie prawnym wiąże się z zakazem dokonywania przewłaszczenia na zabezpieczenie środków pieniężnych lub instrumentów finansowych klienta detalicznego; por. art. 73 ust. 51 ustawy o obrocie.

¹⁶ Zasadę tę wprowadzono w celu zapobieżenia potencjalnemu efektowi zarażania mogącemu wystąpić w przypadku niewypłacalności podmiotów z tej samej grupy kapitałowej co firma inwestycyjna.

¹⁷ ESMA, *Final Report. Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 2.06.2017 r., www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf, s. 4 (dostęp: 10.01.2020).

- klientów i określać tzw. grupę docelową, do której co do zasady będą kierowane produkty inwestycyjne¹⁸.
4. **Zasada *best execution*.** Firmy inwestycyjne powinny podejmować wszelkie wystarczające działania w celu uzyskania, podczas wykonywania zleceń, możliwie najlepszych dla klienta wyników, uwzględniając m.in. cenę, koszty, szybkość, prawdopodobieństwo wykonania oraz rozliczenie, wielkość, charakter lub inne aspekty zlecenia¹⁹.
 5. **Wiedza i kompetencja pracowników firm inwestycyjnych.** Osoby świadczące klientom usługę doradztwa inwestycyjnego oraz udzielające informacji o instrumentach finansowych posiadają niezbędną wiedzę i kompetencje do wypełniania swoich obowiązków²⁰.
 6. **Odpowiedniość i adekwatność instrumentów finansowych.** Gdy firma inwestycyjna nie uzyska wymaganych informacji od klienta lub gdy dany produkt lub usługa inwestycyjna będą dla niego nieodpowiednie (nieadekwatne), firma musi powstrzymać się od świadczenia usługi takiemu klientowi w zakresie instrumentu finansowego lub usługi inwestycyjnej podlegających obowiązkowemu badaniu²¹.
 7. **Obowiązki sprawozdawcze firm inwestycyjnych.** Wszystkie informacje kierowane przez firmę inwestycyjną do klientów (także potencjalnych) muszą być rzetelne, wyraźne, niewprowadzające w błąd²² i przeważnie przekazywane na tzw. trwałym nośniku. Firmy inwestycyjne muszą również m.in. informować klientów o charakterystyce i ryzykach poszczególnych instrumentów²³, kosztach świadczonych usług *ex ante* i *ex post*²⁴ i nagrywać rozmowy z klientami. Ponadto brokerzy nie mogą łączyć opłat za egzekucję zleceń z opłatami z tytułu udostępnianych analiz (rekomendacji, analiz spółek i sektorów)²⁵.

¹⁸ Ibidem, s. 46; sprzedaż produktów poza grupą docelową nie jest absolutnie zabroniona, ale nie powinna mieć miejsca „regularnie”, a powód odstąpienia powinien być wyraźnie udokumentowany.

¹⁹ Art. 27 ust. 1 MIFID II.

²⁰ Art. 25 ust. 1 MIFID II; firmy inwestycyjne muszą publikować kryteria stosowane do oceny wiedzy i kompetencji pracowników uprawnionych do oferowania produktów „mifidowych”. W praktyce wiedza pracowników jest sprawdzana za pomocą cyklicznych testów.

²¹ Art. 25 ust. 2 i ust. 3 MIFID II; w praktyce badanie adekwatności dotyczy klientów detalicznych i polega na sprawdzeniu wiedzy i doświadczenia klienta w zakresie inwestycji, koniecznych do właściwego zrozumienia oferowanego produktu lub usługi. W przypadku negatywnej oceny adekwatności firma inwestycyjna nie może proponować klientowi danego produktu lub usługi. Klient może jednak zażądać konkretnej usługi lub produktu, ale wówczas firma inwestycyjna powinna przekazać mu (ew. odczytać) każdorazowo odpowiednie ostrzeżenie.

²² Art. 24 ust. 3 MIFID II.

²³ Art. 48 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r.

²⁴ Ibidem, art. 50; art. 24 ust. 4 MIFID II.

²⁵ Art. 24 ust. 7–8 MIFID II; art. 13 Dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z 7 kwietnia 2016 r.

8. **Niezależne doradztwo inwestycyjne.** Pojawia się podział usługi doradztwa inwestycyjnego na doradztwo zależne i niezależne²⁶. W przypadku doradztwa niezależnego firma inwestycyjna nie może pobierać żadnych zachęt w związku ze świadczeniem tej usługi oraz musi wykazać, że nie jest stronnicza w zakresie oferty instrumentów finansowych.

3. Problemy z implementacją dyrektywy MIFID II w Polsce

Dyrektywa MIFID II wiąże państwa członkowskie w odniesieniu do rezultatu, który ma zostać osiągnięty, pozwalając ustawodawcom krajowym na swobodny wybór formy i środków dla osiągnięcia tego celu²⁷. W Polsce dyrektywę MIFID II zaimplementowano dopiero nowelizacją ustawy o obrocie z 1 marca 2018 r., która weszła w życie 21 kwietnia 2018 r.²⁸ Urząd KNF wydał 27 grudnia 2017 r. komunikat, że pomimo formalnego konfliktu „nowych” dyrektyw i rozporządzeń UE ze „starymi” krajowymi przepisami regulującymi świadczenie usług inwestycyjnych²⁹ firmy inwestycyjne powinny zacząć stosować nowe prawo już od 3 stycznia 2018 r. i nie mogą tłumaczyć swego ew. niedostosowania się do tego prawa brakiem formalnej implementacji MIFID II w Polsce. Warto podkreślić, że jedynie 14 z 28 państw UE terminowo zaimplementowało przepisy dyrektywy MIFID II (Yeoh, 2019, s. 114).

Skutki spóźnionej implementacji przepisów MIFID II w Polsce spotęgował błąd tłumaczeniowy polegający na rozszerzeniu warunków traktowania klientów detalicznych jako profesjonalnych³⁰, wywołując chaos legislacyjny i problemy interpretacyjne u firm inwestycyjnych³¹. Brak przewidywalności prawa, problemy interpretacyjne w obliczu sprzecznych regulacji czy pozostawienie firmom inwestycyjnym krótkiego *vacatio legis* pogarszają jakość usług firm inwestycyjnych.

²⁶ Art. 53 ust. 1 Rozporządzenia 2017/565.

²⁷ Art. 288 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz.Urz. UE C 83/47 z 30.03.2010 r.

²⁸ Zgodnie z art. 93 ust. 1 dyrektywy MIFID II zmiany prawa w państwach członkowskich miały zostać uchwalone najpóźniej 1 lipca 2017 r. i zacząć obowiązywać od 3 stycznia 2018 r.

²⁹ KNF, *Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MIFID II od 3 stycznia 2018 r.*, 27.12.2017 r., www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_stosowania_MIFID_II_60535.pdf (dostęp: 10.01.2020).

³⁰ Abstrahując od jakości tłumaczeń aktów prawnych UE na języki krajowe, negatywnie należy ocenić fakt, że reakcję polskich organów na zaistniałą pomyłkę wywołała dopiero interwencja organizacji branżowej w sierpniu 2018 r.; zob. Fundacja Trading Jam, *Odpowiedź Ministerstwa ws. błędnego tłumaczenia MIFID II*, 12.10.2018 r., tradingjam.pl/odpowiedz-ministerstwa-ws-blednego-tlumaczenia-MIFID-ii/ (dostęp: 10.01.2020).

³¹ M. Ratajczak, *Inwestorzy w kropce. Problemy przez błąd w tłumaczeniu, zabrakło jednego słowa*, 6.08.2018 r., www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/dyrektywa-MIFID-ii-blad-w-tlumaczeniu,171,0,2412715.html (dostęp: 10.01.2020).

Równocześnie inwestorzy mają trudności z rozpoznaniem przysługujących im praw, co obniża poziom ich ochrony oraz ich zaufania do rynku kapitałowego.

W Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego zwrócono uwagę na zjawisko przyjmowania rozwiązań, które są bardziej restrykcyjne lub dalej idące niż wynika to z literalnego brzmienia danego aktu prawnego UE (*gold-plating*), co powoduje powstawanie kolejnych obciążeń po stronie uczestników rynku. Jako przykład można podać wprowadzoną w ramach transpozycji dyrektywy MIFID II delegację ustawową dla ministra właściwego do spraw instytucji finansowych do ustalenia maksymalnej wartości opłat stałych za zarządzanie funduszami otwartymi (FIO) oraz specjalistycznymi funduszami otwartymi (SFIO)³². Obowiązek obniżenia tych opłat nie wynikał w żaden sposób z przepisów MIFID II.

KNF w swoich uwagach do Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego broni jednak rozwiązań, które mogą być oceniane jako *gold-plating*. Zdaniem KNF dodatkowe restrykcje uwzględniające krajowe uwarunkowania są reakcją na negatywne zjawiska zachodzące na danym rynku i mają na celu ochronę inwestorów³³. Można też argumentować, że nieproporcjonalne obciążenia regulacyjne przy małej skali polskiego rynku szkodzą konkurencyjności świadczonych przez polskie firmy usług inwestycyjnych, co może powodować arbitraż regulacyjny i przenoszenie się klientów do zagranicznych firm inwestycyjnych korzystających z obniżonych standardów jakości świadczonych usług.

4. Koszty i praktyczne skutki implementacji dyrektywy MIFID II

Dwa lata funkcjonowania przepisów MIFID II w praktyce nie pozwalają jeszcze na całościową ocenę ich wpływu na rynki kapitałowe. Liczba koniecznych do wprowadzenia zmian sprawiła trudności nie tylko firmom inwestycyjnym, ale i ustawodawcom państw członkowskich. Świadomość licznych trudności we wdrażaniu przepisów MIFID II była przyczyną wydania przez niektóre organy nadzoru komunikatów o zastosowaniu w początkowym okresie po wejściu w życie pakietu MIFID II pewnego rodzaju nieformalnej „taryfy ulgowej” dla firm inwestycyjnych, które nie dostosowały się w pełni do nowych wymogów, ale podjęły pewnie kroki

³² Obniżenie maksymalnych stawek opłat stałych za zarządzanie wprowadzono (zgodnie z art. 18 ust. 6 ustawy o obrocie) w Rozporządzeniu Ministra Finansów z 13.12.2018 r. w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, Dz.U. 2018 poz. 2380.

³³ Ministerstwo Finansów, *Zestawienie uwag do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego*, www.gov.pl/documents/1079560/1080340/2019.05.23+Zestawienie_uwag_do_projektu_SRRK.docx/1d24f28a-39f4-2f8f-5921-1c3354aaf7c1, pkt 58, s. 25 (dostęp: 10.01.2020).

w tym celu³⁴. Można jednak wyróżnić ciekawe obserwacje związane z praktycznym oddziaływaniem przepisów MIFID II na poziom ochrony inwestorów oraz konkurencyjność unijnego rynku kapitałowego.

W 2011 r. Komisja Europejska dokonała *ex ante* oceny całkowitego kosztu wdrożenia przepisów MIFID II, które miały wynieść od 512 do 732 mln EUR, a koszty bieżące od 312 do 586 mln EUR³⁵. Oznacza to udział jednorazowych i bieżących kosztów odpowiednio w wysokości 0,10–0,15% i 0,06–0,12% całkowitych wydatków operacyjnych sektora bankowego UE. Natomiast w analizie przeprowadzonej przez globalnego dostawcę informacji finansowych IHS Markit oraz firmę Expand oszacowano, że instytucje finansowe wydały min. 2,1 mld USD na dostosowanie się do dyrektywy MIFID II, z czego 48% wydano na wdrożenie przepisów o ochronie inwestorów w przypadku banków inwestycyjnych, a 27% w przypadku zarządzających aktywami³⁶.

Dyrektywa MIFID II spowodowała wzrost obciążeń firm inwestycyjnych czynnościami administracyjnymi. Realizacja obowiązków „mifidowych” generuje dodatkowe 20 minut pracy doradcy po każdym spotkaniu z klientem³⁷. Przedstawiciele europejskich firm inwestycyjnych wskazują na liczne nowe obowiązki biurowe nałożone na ich firmy w postaci dokumentowania wielu czynności, znaczący wzrost liczby i obszerności dokumentów przedstawianych klientowi, generujące dodatkowe koszty m.in. w związku z koniecznością zwiększenia personelu w celu realizacji obowiązków wynikających z MIFID II³⁸. Podobne biurowe skutki wdrożenia dyrektywy zaobserwowano również w Polsce³⁹.

³⁴ Financial Conduct Authority, *A Better View. Speech by Mark Steward, Director of Enforcement and Market Oversight at the FCA, delivered at the AFME European Compliance and Legal Conference 2017*, 20.09.2017 r., www.fca.org.uk/news/speeches/better-view (dostęp: 10.01.2020).

³⁵ Koszty te miały zostać poniesione głównie przez firmy inwestycyjne; por. Komisja Europejska, *Uzasadnienie do wniosku Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków instrumentów finansowych uchylająca dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady*, Bruksela, 20.10.2011, KOM(2011) 656, 2011/0298 (COD), s. 4.

³⁶ Co istotne, zakres obowiązków koniecznych do wdrożenia przez firmy inwestycyjne w ramach kategorii „ochrona inwestorów” został przez analityków ujęty wąsko i nie uwzględnił m.in. obowiązków związanych z zarządzaniem produktami; por. Expand, IHS Markit, *Counting the cost of MIFID II. Report highlights*, 2016, cdn.ihs.com/www/pdf/condensed-expand-ihs-markit-MIFID-ii.pdf, s. 1, 4–5 (dostęp: 10.01.2020).

³⁷ Badanie przeprowadzono przez Chartered Institute for Securities & Investments; por. R. Addison, *MIFID adds 20 minutes to client meetings*, 18.06.2019 r., „Financial Times Adviser”, www.ftadviser.com/your-industry/2019/06/18/MIFID-adds-20-minutes-to-client-meetings/ (dostęp: 10.01.2020).

³⁸ S. Benstead, *‘Worst expectations came true’ on MIFID II, says selector*, 4 stycznia 2019 r., „Citywire Selector”, citywireselector.com/news/worst-expectations-came-true-on-MIFID-ii-says-selector/all88368?section=global (dostęp: 10.01.2020); D. Thorpe, *MIFID is forcing advisers to turn away clients*, 24.01.2019 r., „Financial Times Adviser”, www.ftadviser.com/investments/2019/01/24/MIFID-is-forcing-advisers-to-turn-away-clients/ (dostęp: 10.01.2020).

³⁹ Wywiad z dnia 31.01.2020 z dealerem obsługującym klientów korporacyjnych w Banku Pekao: „Każda rozmowa na temat produktów „mifidowych” musi być odpowiednio oznaczona w systemie,

Tak wysokie koszty implementacji byłyby uzasadnione jedynie w przypadku, gdyby bezpośrednio przełożyły się na cele założone przez ESMA, a więc wzmocnienie pozycji inwestora w relacji z firmą inwestycyjną, zmniejszenie asymetrii informacji i ryzyka *missellingu*. Opinie na temat tego, czy pakiet MIFID II spełnił pokładane w nim nadzieje, są podzielone. W badaniu ankietowym 496 specjalistów od sprzedaży aż 59% z nich uznało, że nowe zasady MIFID II nie przyniosły lepszych wyników dla inwestorów końcowych. Zaledwie 19% badanych stwierdziło, że MIFID II spełnił ten cel⁴⁰. Jednocześnie, w literaturze wyrażane są poglądy, że pozytywne efekty MIFID II przewyższają koszty konieczne do poniesienia przez uczestników rynku, ponieważ zwiększone zaufanie inwestorów przyniesie możliwości rozwoju dla branży⁴¹. Zakaz łączenia przez brokerów opłat za egzekucję zleceń z opłatami z tytułu udostępnianych analiz (rekomendacji, analiz spółek i sektorów) spowodował spadek o 180 mln GBP kosztów realizacji zleceń ponoszonych przez inwestorów instytucjonalnych w 2018 r. Jednocześnie zakres dostępnych dla tych inwestorów analiz pozostał bez zmian⁴².

Można wysnuć wniosek, że generalnie przepisy MIFID II pozytywnie przekładają się na wzrost transparentności usług inwestycyjnych dla klientów oraz wzrost świadomości klientów dotyczącej korzystania z określonych produktów i usług. Zdecydowanie mniej pozytywnych skutków regulacja przyniosła podmiotom prowadzącym działalność inwestycyjną. Wzrost kosztów działalności przy rosnącej konkurencji wynikającej ze zwiększonej transparentności kosztów i konieczności konkurowania niższymi opłatami będzie prowadził do konsolidacji branży firm inwestycyjnych. Jednym z celów wdrożenia przepisów MIFID II było również zapobieżenie dominacji instytucji finansowych zbyt dużych, by upaść (*too big to fall*). Jak wskazują niektórzy, ten cel nie został osiągnięty. Wzrost barier wejścia i kosztów działalności inwestycyjnej z powodu rosnących kosztów zgodności z przepisami

a dealer nie może nawet wspomnieć o produkcie lub usłudze, które są dla klienta nieadekwatne. Transakcja może być zawarta na wyraźne życzenie klienta, ale dopiero po odczytaniu odpowiedniego komunikatu przez dealera, co znacznie wydłuża proces. Ponadto badanie wiedzy klienta firmowego w kontekście MIFID II często mija się z celem, ponieważ test adekwatności wypełnia i podpisuje jedna osoba, natomiast transakcje zawiera druga osoba. Co ciekawe, klienci korporacyjni nie przywiązują wagi do otrzymywanych informacji o marżach banku na poszczególnych transakcjach, które przeważnie podaje się w wartościach procentowych”.

⁴⁰ CFA Institute, *MIFID II: One Year On. Assessing the Market for Investment Research*, 2019, www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/cfa-MIFID-II-survey-report.ashx, s. 18 (dostęp: 10.01.2020).

⁴¹ M. Schulte, *The price of stable markets and investor confidence: some thoughts on MIFID II's cost-benefit ratio*, „ERA Forum”, sierpień 2018 r., tom 19, wyd. 1, link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs-12027-018-0502-y.pdf, s. 30 (dostęp: 10.01.2020).

⁴² A. Bailey, *Andrew Bailey keynote speech on MIFID II at the European Independent Research Providers Association*, 25.02.2019 r., www.fca.org.uk/news/speeches/andrew-bailey-keynote-speech-MIFID-ii-european-independent-research-providers-association (dostęp: 10.01.2020).

powoduje rozszerzenie kategorii podmiotów zbyt małych, aby sprostać wymogom regulacyjnym (*too small to comply*)⁴³, a tym samym prowadzi do wypierania średnich i małych przedsiębiorstw z rynku. Otwartym pozostaje pytanie, jak ta sytuacja przełoży się na sytuację inwestorów, a także, czy nie spowoduje zmniejszenia zakresu dostępnych im usług i produktów inwestycyjnych.

Mimo krótkiego okresu funkcjonowania przepisów MIFID II w praktyce często podkreśla się nieprzydatność dla inwestorów niektórych zasad MIFID II, w szczególności obowiązków informacyjnych. Ogromna liczba udostępnianych inwestorom raportów zmniejsza ich satysfakcję, ponieważ otrzymują oni więcej informacji niż sami mogą wykorzystać, a niektóre otrzymywane informacje, w pewnych okolicznościach mogą prowadzić do niekorzystnej sytuacji dla inwestorów (np. w reakcji na podaną bez dodatkowych wyjaśnień obowiązkową informację o 10-procentowym spadku wartości inwestycji)⁴⁴.

Duże zastrzeżenia budzą w szczególności obowiązki w zakresie publikacji kosztów i opłat związanych z zawieraną transakcją. W badaniu przeprowadzonym przez brytyjskie Investment Association w październiku 2018 r. ponad 3000 funduszy (11% z 28 600 funduszy, dla których dostępne były dane) w całej UE stwierdziło, że spodziewa się (*ex ante*) poniesienia zerowych lub ujemnych kosztów transakcyjnych⁴⁵.

Złożoność przepisów, problemy z przejrzystością danych o kosztach i opłatach oraz trudności ze sposobem ich obliczania zauważył brytyjski nadzór FCA⁴⁶. Zarządzający aktywami na ogół nie ujawniali wszystkich powiązanych kosztów i opłat, a pojawiające się wskutek aktualizacji informacji niespójności między dokumentami a stroną internetową powodowały, że informacje mogły być dla inwestorów niezrozumiałe i nieprzystępne. W badaniu dotyczącym pośredników na rynku usług inwestycyjnych dla klienta detalicznego FCA wskazał, że firmy interpretowały zasady niekonsekwentnie, utrudniając porównywanie kosztów i opłat. Niektóre firmy wspomniały o problemach z uzyskaniem danych od firm zewnętrznych zajmujących się projektowaniem, produkcją i dystrybucją produktów inwestycyjnych, co uniemożliwiało ujawnienie klientowi wszystkich kosztów.

⁴³ Por. C. McBride, *Not everyone's cup of tea... The verdict on MIFID II*, maj 2019 r., iea.org.uk/wp-content/uploads/2019/05/FSU_Not-everyones-cup-of-tea_web.pdf, s. 20 (dostęp: 10.01.2020).

⁴⁴ AKG, *Research Paper 2019. MIFID II Implementation – A Work in Progress*, 27 czerwca 2019 r., www.akg.co.uk/akg/includes/download.php?prod_id=343, s. 22 (dostęp: 10.01.2020).

⁴⁵ C. Flood, *Frustration over MIFID and Priips nears boiling point*, 11 marca 2019 r., „Financial Times”, www.ft.com/content/df694637-751d-3e3d-90f4-56ae87318501 (dostęp: 10.01.2020).

⁴⁶ FCA, *FCA calls on firms to act following review of costs and charges disclosure in the investment sector*, 28 lutego 2019 r., www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-calls-firms-act-following-review-costs-and-charges-disclosure-investment-sector (dostęp: 10.01.2020).

Badanie stanu wdrożenia i stosowania przepisów MIFID II przeprowadził także niemiecki Federalny Urząd Nadzoru Usług Finansowych (BaFin)⁴⁷ w styczniu 2019 r. BaFin w przeciwieństwie do FCA generalnie pozytywnie ocenił stan dostosowania się przez firmy inwestycyjne do wymogów w zakresie ujawniania kosztów i opłat, wskazując, że 90% podanych informacji o kosztach *ex ante* różniło się o max. 5% od rzeczywistych kosztów realizacji zlecenia, a 98,5% informacji o kosztach i opłatach udostępniono w wymaganym terminie i na trwałym nośniku. Największe zastrzeżenia BaFin budziła kwestia oceny odpowiedności produktów inwestycyjnych dla klienta – aż 88,7% raportów o odpowiedności było niekompletnych. Ponadto firmy inwestycyjne często nie wyjaśniały, w jaki sposób cechy zalecanego produktu odpowiadały wszystkim wymaganiom klienta. W swoich raportach kosztowych firmy inwestycyjne często posługiwały się niejasnymi, standardowymi formułami bez podawania dodatkowych wyjaśnień.

BaFin zwrócił również uwagę na silny związek pomiędzy regułami zarządzania produktami a wymogami oceny odpowiedności. Niewłaściwie określony przez dystrybutora rynek docelowy prowadzi do błędnego przypisania charakterystyki klienta do danej grupy docelowej produktu i w efekcie do udzielenia klientowi niekorzystnej rekomendacji. W obszarze zarządzania produktami występują jednak znaczące różnice pomiędzy poszczególnymi jurysdykcjami krajowymi UE⁴⁸, co mogłoby być bardzo pomocne w ustalaniu, czy doszło do *missellingu* przy sprzedaży danego produktu inwestycyjnego. Firmy inwestycyjne powinny skupić się na wykorzystaniu danych od dystrybutorów, aby doprecyzować kształt grupy docelowej oraz odpowiedności strategii dystrybucji⁴⁹.

Skutki implementacji zasad ochrony inwestorów w poszczególnych państwach UE różnią się w zależności od jurysdykcji oraz wypracowanych praktyk nadzorczych i rynkowych. Budzi to obawy o stopień unijnej harmonizacji w zakresie ochrony inwestorów, co było jednym z głównych celów dyrektywy MIFID II. Być może dostrzeżone przez nadzorców niedoskonałości są „problemami wieku dziecięcego” i wynikają z błędnej interpretacji przepisów oraz braku istotnego wsparcia ze strony organów nadzoru. Cenna będzie dalsza analiza postępowania firm

⁴⁷ L. Frölich, D. Gies, *MIFID II in practice*, 7 czerwca 2019 r., www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1905_MIFID_II_in_der_Praxis_en.html (dostęp: 10.01.2020).

⁴⁸ Przykładowo w niektórych państwach członkowskich nie jest wymagane od dystrybutorów zgłaszanie producentom produktów inwestycyjnych sprzedaży na negatywnym rynku docelowym; por. C. Flood, *Frustration over MIFID and Priips nears boiling point*, 11 marca 2019 r., „Financial Times”, www.ft.com/content/df694637-751d-3e3d-90f4-56ae87318501 (dostęp: 10.01.2020).

⁴⁹ Deloitte, *Ten years on from the crisis. Financial Markets Regulatory Outlook 2019*, www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-regulatory-outlook-2019.pdf, s. 58 (dostęp: 10.01.2020).

inwestycyjnych na rynku kapitałowym i koordynacja praktyk rynkowych m.in. w formie wytycznych i dokumentów (*Questions & Answers*, Q&A) przez ESMA oraz krajowe organy nadzoru tak, aby eliminować różnice w funkcjonowaniu systemów ochrony inwestorów w poszczególnych państwach członkowskich UE.

Z punktu widzenia nadzoru nad rynkiem kapitałowym ważniejszym zadaniem od obciążania firm inwestycyjnych kolejnymi obowiązkami jest skuteczna weryfikacja, czy obowiązki te są w praktyce przestrzegane oraz czy organy nadzoru wypracowały stosowne mechanizmy kontroli w tym zakresie, aby móc odpowiednio wcześniej zareagować na naruszenia powodujące destabilizację nawet całego rynku kapitałowego. W uwagach do Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego kancelaria Sadkowski i Wspólnicy sp. k.⁵⁰ uznała, że korzystnym rozwiązaniem byłoby wdrożenie kontroli nadzorczych na bardzo wczesnym etapie funkcjonowania podmiotów, które uzyskały stosowne zezwolenia na prowadzenie działalności inwestycyjnej. Celem takich działań byłaby weryfikacja postępowania danego podmiotu przed zaistnieniem istotnych ryzyk lub zwiększeniem ryzyk ze względu na rozwój działalności. Odpowiednia kontrola na etapie kształtowania wewnętrznych procedur i dobrych praktyk kontrolowanych podmiotów miałaby walor edukacyjny i byłaby wyrazem wsparcia uczestników rynku w prowadzeniu działalności w zgodności z obowiązującymi przepisami.

5. Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

Istotne zastrzeżenia na polskim rynku kapitałowym budzi sposób implementacji w Polsce przepisów MIFID II w zakresie zachęt i sposobu rozliczania wynagrodzenia z umów pomiędzy towarzystwami funduszy inwestycyjnych (TFI) a dystrybutorami jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Do tej pory TFI dzieliły się z dystrybutorami częścią opłaty za zarządzanie pobraną od klienta (tzw. *kick-back*). W rozumieniu art. 11 Dyrektywy 2017/593 TFI nie mogą obecnie płacić dystrybutorom za sprzedaż jednostek uczestnictwa, lecz za usługi podnoszące jakość obsługi klienta.

Urząd KNF (UKNF) 21 grudnia 2018 r. opublikował stanowisko, w którym zawarto listę zasad i rekomendacji dotyczących przyjmowania i przekazywania

⁵⁰ Ministerstwo Finansów, *Zestawienie uwag do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego*, www.gov.pl/documents/1079560/1080340/2019.05.23+Zestawienie_uwag_do_projektu_SRRK.docx/1d24f28a-39f4-2f8f-5921-1c3354aaf7c1, pkt 37, s. 16 (dostęp: 10.01.2020).

zachęt w obrocie jednostkami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych⁵¹. Stanowisko zawiera również listę usług, które mogą być traktowane jako podnoszące jakość usługi świadczonej klientowi. W opinii UKNF zasadniczo wynagrodzenie dystrybutora powinno być pobierane od klienta⁵². Po wydaniu stanowiska wiele TFI przestało płacić wynagrodzenie dystrybutorom – m.in. z uwagi na niemożność udowodnienia, że poniesione przez dystrybutora koszty przyczyniły się do poprawy jakości świadczonych usług. Trudności w interpretacji wytycznych UKNF oraz ciężąca na TFI odpowiedzialność za akceptację wykazów „zachęt” rodzą zapobiegawcze działania TFI w postaci wstrzymania wypłat wynagrodzenia dystrybutorom do momentu wypracowania docelowego modelu wynagradzania dystrybutorów na rynku TFI.

Przyjęte rozwiązanie budzi obawy o realizację nadrzędnego celu dyrektywy MIFID II jakim jest dbanie o dobro inwestorów. Pozabankowe TFI wskazują, że wprowadzone zmiany doprowadzą do ograniczenia oferty ich funduszy u bankowych dystrybutorów, co spowoduje zmniejszenie oferty produktów inwestycyjnych dla klienta końcowego⁵³. Banki posiadające własne sieci dystrybucji ograniczają się do oferowania jednostek uczestnictwa funduszy (1) TFI wchodzących w skład ich grup kapitałowych⁵⁴ lub (2) TFI istotnie biznesowo z nimi powiązanych⁵⁵. Widoczny jest tutaj potencjalny konflikt interesów, ponieważ bank będzie preferował sprzedaż produktów własnych, maksymalizujących dochód banku oraz łatwiejszych w rozliczaniu⁵⁶. Z kolei mniejsze TFI bez rozwiniętej sieci dystrybucji utracą udziały w rynku lub zostaną przejęte przez większe podmioty.

⁵¹ KNF, *Stanowisko UKNF w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych*, 21.12.2018 r., www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_przyjmowania_i_przekazywania_zachet.pdf (dostęp: 10.01.2020).

⁵² W polskich realiach rynku kapitałowego inwestorzy nie są przyzwyczajeni do bezpośredniego wynagradzania dystrybutorów. Zasadniczo dystrybutor mógłby pobierać wynagrodzenie bezpośrednio od inwestora, np. w związku ze świadczeniem usług maklerskich przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych. Wskazane rozwiązanie w praktyce musiałoby jednak iść w parze z obniżeniem wynagrodzenia pobieranego przez TFI z tytułu zarządzania funduszem. Otwarte pozostaje pytanie, czy inwestorzy będą chcieli zapłacić za usługi, które dotychczas, z ich perspektywy, otrzymywali za darmo. Takie zmiany wymagają zarówno czasu, jak i przekonania inwestorów, że poniesienie opłat bezpośrednich może finalnie okazać się dla nich korzystniejsze; zob. Karwasińska (2019).

⁵³ A. Pałasz, *Mniejsze TFI mogą znaleźć dla siebie rynkową niszę. Wywiad – Marcin Dyl*, „Parkiet”, 20.03.2019 r., www.parkiet.com/Fundusze-inwestycyjne-TFI/303209970-Mniejsze-TFI-moga-znalezc-dla-siebie-rynkowa-nisze.html (dostęp: 10.01.2020).

⁵⁴ Jeżeli TFI nie będzie wypłacało zachęt dla banku dystrybutora, to zwiększy swoje zyski, które i tak zostaną ujęte w skonsolidowanym sprawozdaniu banku dystrybutora.

⁵⁵ Zachęty dla banku dystrybutora mogą przyjąć np. formę dodatkowych opłat za usługi transakcyjne lub powiernicze świadczone przez ten bank dla konkretnych funduszy „zewnętrznych” TFI.

⁵⁶ S. Buczek, *7 miesięcy po MIFID II – mgła sama nie opadnie*, 10.06.2019 r., „Puls Biznesu”, www.pb.pl/7-miesiecy-po-MIFID-ii-mgla-sama-nie-opadnie-963075 (dostęp: 10.01.2020).

Długoterminowym efektem zmiany modelu wynagradzania dystrybutorów może być konsolidacja rynku TFI wokół towarzystw powiązanych kapitałowo z największymi bankami. Innym potencjalnym zagrożeniem wynikającym z wprowadzonego rozwiązania jest brak ograniczeń w pobieraniu opłat przez dystrybutora od klienta. W sytuacji, w której głównym źródłem przychodów dystrybutora będzie opłata za nabycie jednostek uczestnictwa funduszy, dystrybutorzy będą zachęcać klienta do częstych transakcji, co niekoniecznie będzie leżało w jego interesie.

Prezes Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami M. Dyl wskazuje na problem polegający na tworzeniu dla krajowych instytucji finansowych wymogów niewynikających z implementowanych przepisów unijnych. Trudności w wypracowaniu właściwych zasad wynagradzania dystrybutorów funduszy inwestycyjnych powoduje brak wzorców dla modelu zaproponowanego przez UKNF. Obowiązek zapewnienia tego, że to, co jest płacone w ramach relacji dystrybutor-TFI, jest efektem zachęty, w Europie spoczywa na dystrybutorze, którego sprawdza nadzorca⁵⁷. W polskich warunkach obowiązek weryfikacji zachęt przedstawianych do rozliczenia przez dystrybutora został przerzucony na TFI⁵⁸. Uwzględniając kwestie, takie jak ochrona tajemnicy handlowej dystrybutorów czy ograniczone zasoby TFI, jest to zadanie z pewnością czasochłonne i skomplikowane, będzie więc powodować konieczność ścisłej współpracy pomiędzy uczestnikami rynku a UKNF w celu wypracowania rozwiązań zapewniających realizację założonych przez nadzorcę celów i jednocześnie zadowolających wszystkie zainteresowane strony.

Wyrazem pozytywnych efektów dialogu pomiędzy UKNF a rynkiem kapitałowym jest uzupełnienie stanowiska UKNF w sprawie zachęt z 21 grudnia 2019 r.⁵⁹ Odniesiono się tam do części uwag uczestników rynku i złagodzone pierwotne stanowisko, zgodnie z którym dystrybutorzy mogli uzyskać jedynie zwrot kosztów poniesionych przy sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, co w wielu przypadkach prowadziło do nieopłacalności działalności dystrybucyjnej. Na podstawie nowych wytycznych dystrybutorzy są również uprawnieni do

⁵⁷ A. Pałasz, *Mniejsze TFI mogą znaleźć dla siebie rynkową niszę*. Wywiad – Marcin Dyl, „Parkiet”, 20.03.2019 r., www.parkiet.com/Fundusze-inwestycyjne-TFI/303209970-Mniejsze-TFI-moga-znalezc-dla-siebie-rynkowa-nisze.html (dostęp: 10.01.2020).

⁵⁸ Por. KNF, KNF, *Stanowisko UKNF w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych*, 21.12.2018 r., www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_przyjmowania_i_przekazywania_zachet.pdf, s. 7. (dostęp: 10.01.2020).

⁵⁹ KNF, *Uzupełnienie „Stanowiska UKNF w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych*, 21.12.2019 r., www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Uzupelnienie_Stanowiska_UKNF_ws_przyjmowania_i_przekazywania_zachet-20_12_2019_68350.pdf (dostęp: 01.02.2020).

pobierania marży od zachęt, przy czym powinna ona być proporcjonalna do korzyści dla klientów (np. w formie doradztwa inwestycyjnego⁶⁰). Nowe stanowisko UKNF rozwiązuje także niektóre z podnoszonych przez dystrybutorów wątpliwości, m.in. doprecyzowuje zakres kosztów, które mogą być rozliczane w ramach zachęt, oraz umożliwia ustalenie zachęt w formie procentowej od wartości aktywów funduszu.

Podsumowanie

Dyrektywa MIFID II pokazuje zmianę sposobu myślenia organów nadzoru i prawodawców. Klienci usług inwestycyjnych stali się „konsumentami” rynku finansowego. Wyrazem dążenia do wzmocnienia jakości usług firm inwestycyjnych i do ograniczenia nadużywania dominującej pozycji wobec klientów jest silne oparcie się na zasadzie działania firm inwestycyjnych w najlepiej pojętym interesie klienta, czego przykładem są m.in. obowiązkowo ujawniane zasady zarządzania konfliktami interesów oraz zasada *best execution*.

Efekty regulacji MIFID II dla ochrony inwestorów w UE budzą skrajne opinie wśród uczestników rynku kapitałowego. Cele dyrektywy z pewnością należy uznać za słuszne. Pozytywne głosy wskazują na długoterminowe pozytywne skutki nowych zasad ochrony inwestorów, okazję do przywrócenia zaufania inwestorów do rynku finansowego po kryzysie *subprime* i sposób naprawienia reputacji branży usług finansowych⁶¹. Krytycy MIFID II nie przeciwstawiają się ideom tej regulacji, ale mają zastrzeżenia co do funkcjonowania pewnych przepisów w praktyce, a zwłaszcza do dłuższego czasu zawierania transakcji oraz licznych obowiązków informacyjnych w stosunku do klientów⁶², którzy czują się przytłoczeni i zdezorientowani nadmiarem trudnych informacji. Klienci detaliczni powinni raczej móc samodzielnie zdecydować, które informacje i z jaką częstotliwością chcieliby otrzymywać⁶³. Pojawiają się także głosy, aby adekwatność określonych pro-

⁶⁰ Jednym ze sposobów, dzięki którym dystrybutor mógłby pobierać od TFI opłaty z tytułu świadczenia usług dodatkowych lub poprawiających jakość świadczonych usług (tzw. zachęty) może być świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego dla klienta.

⁶¹ AKG, *Research Paper 2019. MIFID II Implementation – A Work in Progress*, 27 czerwca 2019 r., www.akg.co.uk/akg/includes/download.php?prod_id=343, s. 21 (dostęp: 10.01.2020).

⁶² Jeszcze przed wdrożeniem dyrektywy MIFID I Komisja Europejska wyjaśniała, że celem regulacji nie jest zalewanie klienta mnóstwem dokumentów, które mogą nie być dla niego istotne, a których zrozumienie może być trudne; zob. Komisja Europejska, *Markets in Financial Instruments Directive (MIFID): Frequently Asked Questions*, 29.10.2007 r., europa.eu/rapid/press-release_MEMO-07-439_en.htm?locale=en, pyt. 8 (dostęp: 10.01.2020).

⁶³ German Banking Industry Committee, *MIFID II is driving customers away from the capital markets*, 14.03.2019 r., www.bvr.de/Press/Press_releases/MIFID_II_is_driving_customers_away_from_the_capital_markets (dostęp: 10.01.2020).

duktów i usług określać dla klienta automatycznie na podstawie historycznych transakcji zawartych u jednej firmy inwestycyjnej. Dyrektywa MIFID II wymusiła w Polsce przemodelowanie zasad dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, likwidując tzw. zachęty (*kick-back*) niezwiązane z podnoszeniem jakości usług świadczonych przez dystrybutorów (np. doradztwo inwestycyjne).

Ochrona konsumentów była kluczowym celem przepisów MIFID II, ale równie istotnym instrumentem zapewniającym realizację tego zadania jest efektywność rynków kapitałowych. Możliwość inwestowania na przejrzystych, stabilnych i konkurencyjnych rynkach zapewni dużą część potrzebnej ochrony klientów. Jeżeli nowe przepisy spowodują spadek opłat i prowizji oraz rozwój konkurencji, to będzie to jasnym sygnałem, że dyrektywa MIFID II odniosła swój skutek. W przeciwnym wypadku jej przepisy doprowadzą do stagnacji rynków kapitałowych UE i powstania oligopolu dystrybucyjnych, co z pewnością nie będzie sprzyjało jakości usług świadczonych inwestorom.

Instytucje finansowe jako podmioty lepiej poinformowane i profesjonalne strony umowy z klientem detalicznym z pewnością są w stanie znaleźć rozwiązania w celu obejścia właściwych regulacji na niekorzyść inwestora. Żadne przepisy nie ochronią skutecznie klientów na rynkach finansowych, jeśli wytwórcy instrumentów finansowych i ich dystrybutorzy będą postępowali nieetycznie⁶⁴.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

- Busch, D. (2017). MiFID II: Stricter Conduct of Business Rules for Investment Firms, *Capital Markets Law Journal*, 3, ssrn.com/abstract=3063236.
- Czech, T. (2000). Kryterium odpowiedniego charakteru usługi inwestycyjnej oraz instrumentów finansowych według MIFID, *Przegląd Prawa Handlowego*, 7, s. 20.
- Kicia, M., Muda, R. (2018), Retail Client's Satisfaction With Investment Advice. Is MIFID II a Desired Regulation, *Problemy Zarządzania – Management Issues*, 16, 2(74).
- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58.
- Marcacci, A. (2018). *Regulating Investor Protection under EU Law. The Unbridgeable Gaps with the U.S. and the Way Forward*, doi.org/10.1007/978-3-319-90297-5.

⁶⁴ G.S. Willemaers, *Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MIFID II and IMD 2*, „Revue Trimestrielle de Droit Financier”, jesień 2014, ssrn.com/abstract=2494842, s. 20 (dostęp: 17.07.2019).

- OPTEM (2008). *Pre-contractual Information for Financial Services Qualitative Study in the 27 Member States Summary Report*, styczeń.
- Schulte, M. (2018). The price of stable markets and investor confidence: some thoughts on MIFID II's cost-benefit ratio, *ERA Forum*, tom 19, wyd. 1, link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs12027-018-0502-y.pdf.
- Willemaers, G.S. (2014). Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond: an assessment of the PRIIPs Regulation, MIFID II and IMD 2, *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, jesień, ssrn.com/abstract=2494842.
- Yeoh, P. (2019). MIFID II key concerns, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 27(1), doi.org/10.1108/JFRC-04-2018-0062.
- Ziarko-Siwiek, U. (2005). *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*. Warszawa: CeDeWu.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

- Buczek, S. (2019). 7 miesięcy po MIFID II – mgła sama nie opadnie, *Puls Biznesu*, 10 czerwca.
- Flood C. (2019). Frustration over MIFID and Priips nears boiling point, *Financial Times*, 11 marca, www.ft.com/content/df694637-751d-3e3d-90f4-56ae87318501.
- Karwasińska, A. (2019). Zamieszanie wokół zachęt i co dalej?, *Parkiet*, 17 lutego.
- Pałasz, A. (2019). Mniejsze TFI mogą znaleźć dla siebie rynkową niszę, *Parkiet*, 20 marca.

Dokumenty prawne i stanowiska UKNF

- Dyrektywa delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r.
- MIFID II – 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.
- Ministerstwo Finansów, Zestawienie uwag do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, 23 maja 2019 r.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, Dz.U. 2018 poz. 1112.
- Stanowisko UKNF 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.
- Stanowisko UKNF w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MIFID II od 3 stycznia 2018 r., 27 grudnia 2017 r.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2019 poz. 1871.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2020 poz. 89.

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 określania wynagrodzenia z tytułu zachęt, 21 grudnia 2019 r.

Źródła internetowe

- AKG, Research Paper 2019. MIFID II Implementation – A Work in Progress, 27.06.2019 r., www.akg.co.uk/akg/includes/download.php?prod_id=343.
- Bailey A., *Andrew Bailey keynote speech on MIFID II at the European Independent Research Providers Association*, 25.02.2019 r., www.fca.org.uk/news/speeches/andrew-bailey-keynote-speech-MIFID-ii-european-independent-research-providers-association.
- Benstead, S., *‘Worst expectations came true’ on MIFID II, says selector*, 4.01.2019 r., „Citywire Selector”, citywireselector.com/news/worst-expectations-came-true-on-MIFID-ii-says-selector/a1188368?section=global.
- CFA Institute, MIFID II: One Year On. Assessing the Market for Investment Research, 2019, www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/cfa-MIFID-II-survey-report.ashx.
- Deloitte, *Ten years on from the crisis. Financial Markets Regulatory Outlook 2019*, www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-regulatory-outlook-2019.pdf.
- Expand, IHS Markit, *Counting the cost of MIFID II. Report highlights*, 2016., cdn.ih.com/pdf/counting-the-cost-of-mifid-ii.pdf.
- FCA, *FCA calls on firms to act following review of costs and charges disclosure in the investment sector*, 28.02.2019 r., www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-calls-firms-act-following-review-costs-and-charges-disclosure-investment-sector.
- Financial Conduct Authority, *A Better View. Speech by Mark Steward, Director of Enforcement and Market Oversight at the FCA, delivered at the AFME European Compliance and Legal Conference 2017*, 20.09.2017 r., www.fca.org.uk/news/speeches/better-view.
- Frölich, L., Gies, D., *MIFID II in practice*, 7.06.2019 r., www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2019/fa_bj_1905_MIFID_II_in_der_Praxis_en.html.
- German Banking Industry Committee, *MIFID II is driving customers away from the capital markets*, 14.03.2019 r., www.bvr.de/Press/Press_releases/MIFID_II_is_driving_customers_away_from_the_capital_markets.
- McBride, C., *Not everyone’s cup of tea... The verdict on MIFID II*, maj 2019 r., iea.org.uk/wp-content/uploads/2019/05/FSU_Not-everyones-cup-of-tea_web.pdf.
- MIFID adds 20 minutes to client meetings*, 18.06.2019 r., „Financial Times Adviser”, www.ftadviser.com/your-industry/2019/06/18/MIFID-adds-20-minutes-to-client-meetings/.
- Ratajczak, M., *Inwestorzy w kropce. Problemy przez błąd w tłumaczeniu, zabrakło jednego słowa*, 6.08.2018 r., www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/dyrektywa-MIFID-ii-blad-w-tlumaczeniu,171,0,2412715.html.

Thorpe, D., MIFID is forcing advisers to turn away clients, 24.01.2019 r., „Financial Times Adviser”, www.ftadviser.com/investments/2019/01/24/MIFID-is-forcing-advisers-to-turn-away-clients/.

Inne

Wywiad z dnia 31.01.2020 z dealerem obsługującym klientów korporacyjnych w Banku Pekao.