

Prof. Wierzbowski
& PARTNERS

Problemy w implementacji MIFID II w Polsce

Iwona Gębusia
Sławomir Jakszuk

Cele uchwalenia dyrektywy MIFID II

- zapewnienie przejrzystości rynku finansowego;
- ochrona interesu inwestorów;
- ograniczenie manipulacji rynkowych.

Cele uchwalenia dyrektywy MIFID II

- Badania R. La Porta, F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer i R. Vishny:
 - powiązanie pomiędzy stopniem ochrony inwestorów a poziomem rozwoju gospodarki;
 - państwa dbające o interesy inwestorów cechuje bardziej efektywny system ładu korporacyjnego oraz lepiej rozwinięte rynki kapitałowe, lepsze wskaźniki rozproszenia akcjonariatu i bardziej efektywne systemy alokacji kapitału pomiędzy firmami niż kraje o niskim stopniu rozwoju ochrony inwestorów;
 - klient narażony na ryzyka związane z pokusą wykorzystania przez firmę inwestycyjną swojej silniejszej pozycji (ang. *moral hazard*).

Najważniejsze zasady MIFID II

- **Zasady zapobiegania i zarządzania konfliktami interesów:**
 - eliminacji konfliktów interesów mają służyć wewnętrzne wymogi organizacyjne firm inwestycyjnych;
 - źródłem konfliktu interesów mogą być korzyści i zachęty otrzymywane od osób trzecich oraz niewłaściwa polityka wynagrodzeń firmy inwestycyjnej.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **Zarządzanie produktami inwestycyjnymi (ang. *product governance*):**
 - firmy inwestycyjne powinny działać w najlepiej pojętym interesie klientów na wszystkich etapach cyklu życia produktów lub usług, poznawać potrzeby i cechy klientów i określać tzw. grupę docelową, do której będą kierowane produkty inwestycyjne.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **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 zlecenia.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **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 obowiązków.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **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 badaniu.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **Obowiązki sprawozdawcze firm inwestycyjnych:**
 - wszystkie informacje kierowane przez firmę inwestycyjną do klientów muszą być rzetelne, wyraźne, niewprowadzające w błąd i przeważnie przekazywane na tzw. trwałym nośniku;
 - firmy inwestycyjne muszą m.in. informować klientów o charakterystyce i ryzykach poszczególnych instrumentów, kosztach świadczonych usług *ex ante* i *ex post* i nagrywać rozmowy z klientami.

Najważniejsze zasady MIFID II

- **Niezależne doradztwo inwestycyjne:**
 - podział usługi doradztwa inwestycyjnego na doradztwo zależne i niezależne;
 - 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.

Koszty i skutki praktyczne wdrożenia MIFID II w Polsce

- W 2011 r. Komisja Europejska dokonała *ex ante* oceny całkowitego kosztu wdrożenia MIFID II: **512 - 732 mln euro**, koszty bieżące: **312 - 586 mln euro**.
- Wzrost obciążeń firm inwestycyjnych czynnościami administracyjnymi:
 - realizacja obowiązków „mifidowych” generuje dodatkowe 20 minut pracy doradcy po każdym spotkaniu z klientem;
 - nowe obowiązki biurokratyczne nałożone na firmy (dokumentowanie czynności), wzrost liczby i obszerności dokumentów przedstawianych klientowi, generujące dodatkowe koszty m.in. w związku z koniecznością zwiększenia personelu.

Implementacja dyrektywy MIFID II w Polsce

- Wdrożenie w ramach nowelizacji ustawy o obrocie z 1 marca 2018 r. (wejście w życie 21 kwietnia 2018 r.).
- *Gold-plating* – przyjęcie bardziej restrykcyjnych unormowań krajowych niż wynika to z aktu prawa unijnego.
- Przykład *gold-plating*:
 - delegacja ustawowa dla ministra finansów do ustalenia maksymalnej wartości opłat stałych za zarządzanie FIO oraz SFIO;
 - obowiązek obniżenia opłat nie wynikał z MIFID II.

Implementacja dyrektywy MIFID II w Polsce

- Ocena KNF - dodatkowe restrykcje uwzględniające krajowe uwarunkowania są reakcją na negatywne zjawiska zachodzące na danym rynku i mają na celu ochronę inwestorów.
- Opinia niektórych firm inwestycyjnych - nieproporcjonalne obciążenia regulacyjne przy małej skali polskiego rynku szkodzą konkurencyjności usług inwestycyjnych świadczonych przez polskie firmy (ryzyko arbitrażu regulacyjnego - przenoszenie się klientów do zagranicznych firm inwestycyjnych).

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Przed wejściem w życie MIFID II TFI dzieliły się z dystrybutorami częścią opłaty za zarządzanie pobraną od klienta (tzw. *kick-back*).
- Art. 11 Dyrektywy 2017/593 - TFI nie mogą płacić dystrybutorom za sprzedaż jednostek uczestnictwa, lecz za usługi podnoszące jakość obsługi klienta.
- „Zachętą” jest świadczenie pieniężne lub niepieniężne, mające na celu poprawienie jakości usługi świadczonej na rzecz klienta, które może być pobierane przez dystrybutorów w ramach świadczenia usługi przyjmowania i przekazywania zleceń.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Art. 83d ustawy o obrocie:
 - Firma inwestycyjna, w związku ze świadczeniem usługi maklerskiej, nie może przyjmować ani przekazywać jakichkolwiek świadczeń pieniężnych, w tym opłat i prowizji, ani jakichkolwiek świadczeń niepieniężnych, z wyłączeniem:
 - świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych przyjmowanych od klienta oraz świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych przekazywanych klientowi;
 - świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych przyjmowanych lub przekazywanych osobie trzeciej, które są niezbędne do wykonywania danej usługi maklerskiej na rzecz klienta;

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- świadczeń pieniężnych i świadczeń niepieniężnych innych niż określone powyżej, jeżeli:
 - są one przyjmowane albo przekazywane w celu poprawienia jakości usługi maklerskiej świadczonej przez firmę inwestycyjną na rzecz klienta;
 - ich przyjęcie lub przekazanie nie ma negatywnego wpływu na działanie przez firmę inwestycyjną w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klienta;
 - informacja o świadczeniach, w tym o ich istocie i wysokości, została przekazana klientowi w sposób rzetelny, dokładny i zrozumiały przed rozpoczęciem świadczenia danej usługi maklerskiej.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- § 7 Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych:
 - Świadczenia pieniężne, w tym opłaty i prowizje, lub świadczenie niepieniężne uznaje się za mające na celu podniesienie jakości odpowiedniej usługi świadczonej na rzecz klienta, jeżeli:
 - są uzasadnione świadczeniem usługi dodatkowej lub usługi poprawiającej jakość usługi świadczonej na rzecz klienta, które są proporcjonalne do poziomu otrzymanych świadczeń, w szczególności świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego;
 - nie przynoszą bezpośredniej korzyści firmie inwestycyjnej, nie przynosząc przy tym wymiernej korzyści danemu klientowi;
 - są uzasadnione przynoszeniem bieżącej bądź ciągłej korzyści danemu klientowi.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Stanowisko KNF z 21 grudnia 2018 r. w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń, których przedmiotem są jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych - wynagrodzenie dystrybutora powinno być zasadniczo pobierane od klienta.
- 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.
- Banki posiadające własne sieci dystrybucji ograniczają się często do oferowania jednostek uczestnictwa funduszy TFI wchodzących w skład ich grup kapitałowych.
- Potencjalny konflikt interesów - bank może preferować sprzedaż produktów własnych, maksymalizujących dochód banku oraz łatwiejszych w rozliczaniu.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- TFI bez rozwiniętej sieci dystrybucji mogą utracić udziały w rynku lub zostać przejęte przez większe podmioty.
- Długoterminowym efektem zmiany modelu wynagradzania dystrybutorów może być konsolidacja rynku TFI wokół towarzystw powiązanych kapitałowo z największymi bankami.
- 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 mogą zachęcać klienta do częstych transakcji, co niekoniecznie będzie leżało w jego interesie.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Impas w rozliczeniach między dystrybutorami i TFI, który trwał cały 2019 r.
- Stanowisko uzupełniające KNF z 21 grudnia 2019 r.
 - złagodzone pierwotne stanowisko, zgodnie z którym dystrybutorzy mogli uzyskać jedynie zwrot kosztów poniesionych przy sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Dystrybutorzy są uprawnieni do pobierania marży od zachęt, przy czym powinna ona być proporcjonalna do korzyści dla klientów (np. w formie doradztwa inwestycyjnego);
 - doprecyzowanie zakresu kosztów, które mogą być rozliczane w ramach zachęt;
 - umożliwienie ustalenia zachęt w formie procentowej od wartości aktywów funduszu.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Art. 32b ust. 2-4 ustawy o funduszach inwestycyjnych
 - obowiązek dystrybutorów comiesięcznego przekazywania TFI wykazu czynności mających na celu poprawienie jakości świadczonych usług i dokumentów potwierdzających poniesione z tego tytułu koszty;
 - obowiązek TFI weryfikacji zgodności tych czynności z przepisami prawa i interesem uczestników oraz zasadności i prawidłowości ustalenia tych kosztów.

- Art. 83a ustawy o funduszach inwestycyjnych
 - obowiązek ustanowienia w każdym FIO co najmniej dwóch kategorii jednostek: zbywanych przez fundusz bezpośrednio (tzw. „bezpośrednich”) oraz zbywanych przez fundusz za pośrednictwem podmiotów, o których mowa w art. 32 ust. 1 i 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych (tzw. „dystrybucyjnych”);
 - wynagrodzenie za zarządzanie pobierane od poszczególnych klas powinno być różne, a kwoty przekazywane na rzecz dystrybutorów mogą obciążać wyłącznie jednostki dystrybucyjne.

- Wątpliwości interpretacyjne:
 - jakie dokładnie przypadki należy traktować jako jednostki bezpośrednie, mając na uwadze, że zgodnie z art. 32 ust. 1 pkt 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych dystrybutorem jest również towarzystwo będące organem danego funduszu;
 - jak to rozróżnienie zaprezentować klientom, tak aby nie wzbudzało ono u nich wątpliwości, którą kategorię jednostek nabywają.

Dyrektywa MIFID II a model dystrybucji produktów TFI w Polsce

- Skutki *gold-plating*:
 - ustanowienie maksymalnej wysokości wynagrodzenia za zarządzanie na docelowym poziomie 2% oraz nałożenie dodatkowych obowiązków weryfikacji „zachęt” obniża konkurencyjność tytułów uczestnictwa funduszy;
 - wymogi krajowe, które nie funkcjonują na rynkach zagranicznych, stawiają polskie produkty w mniej korzystnej sytuacji względem ich zagranicznych konkurentów.

Podsumowanie – skutki implementacji MIFID II w Polsce

- Wzrost transparentności usług inwestycyjnych dla klientów
- Wzrost świadomości klientów dotyczącej korzystania z określonych produktów i usług
- Ryzyko zmniejszenia zakresu dostępnych usług i produktów inwestycyjnych

Podsumowanie

- Znaczny wzrost obowiązków informacyjnych firm inwestycyjnych
- Wydłużony czas realizacji transakcji
- Istotna zmiana zasad dystrybucji funduszy inwestycyjnych
- Zawężenie oferty instrumentów finansowych

Podsumowanie

- Konsolidacja branży firm inwestycyjnych
- Jednym z celów wdrożenia przepisów MIFID II było zapobieżenie dominacji instytucji finansowych zbyt dużych, by upaść (ang. *too big to fail*) - cel nie został osiągnięty
- Wzrost barier wejścia i kosztów działalności inwestycyjnej z powodu rosnących kosztów zgodności z przepisami - rozszerzenie kategorii podmiotów zbyt małych, aby sprostać wymogom regulacyjnym (ang. *too small to comply*), wypieranie średnich i małych przedsiębiorstw z rynku.

DZIĘKUJEMY ZA UWAGĘ

Iwona Gębusia

i.gebusia@wierzbowski.com

Sławomir Jakszuk

s.jakszuk@wierzbowski.com

ul Mokotowska 15A lok. 17, 00-640 Warszawa
tel: 22 312 41 10, fax: 22 312 41 12,
www.wierzbowski.com

Prof. Wierzbowski
& PARTNERS