McKinsey & Company

Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju

Październik, 2021 r.

McKinsey & Company

McKinsey & Company to globalna firma doradztwa strategicznego, wspierająca organizacje w tworzeniu zmian, które mają znaczenie. W ponad 130 miastach i 65 krajach nasze zespoły pomagają klientom z sektora prywatnego, publicznego i społecznego kształtować strategie i zmieniać sposób działania, stosować nowe technologie tam, gdzie przyniosą one dodatkową wartość, oraz wprowadzać zmiany – te, które są ważne dla danej organizacji, a także dla społeczeństwa jako całości.

Więcej informacji na www.mckinsey.com

McKinsey & Company w Polsce

Polskie biuro McKinsey & Company istnieje od ponad 25 lat. Na przestrzeni tego ćwierćwiecza staliśmy się największą firmą doradztwa strategicznego w Polsce, która zatrudnia dziś ponad 1500 osób. Doradzamy największym polskim firmom oraz instytucjom publicznym. Braliśmy udział w transformacji kluczowych przedsiębiorstw w Polsce i przyczyniliśmy się do rozwoju firm, które dziś są liderami w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym, dóbr konsumpcyjnych, energetycznym, naftowym, telekomunikacyjnym, wydobywczym i wielu innych. W sumie dla polskich klientów zrealizowaliśmy prawie tysiąc projektów. W 2010 r. otworzyliśmy Centrum Wiedzy we Wrocławiu, gdzie zatrudniamy dziś blisko 250 najwyższej klasy analityków. Rok później w Poznaniu powstało Centrum Usług Wspólnych, gdzie pracuje ponad tysiąc osób. Od 2017 r. w warszawskim biurze działa McKinsey Digital Lab. Nasi programiści, eksperci Big Data oraz konsultanci biznesowi wspierają firmy w zakresie kompleksowej transformacji cyfrowej i zaawansowanej analityki danych.

Więcej informacji na www.mckinsey.com/pl

Copyright © McKinsey & Company 2021

Stan polskiego rynku funduszy inwestycyjnych oraz potencjalne kierunki jego dalszego rozwoju

Adam Kochański

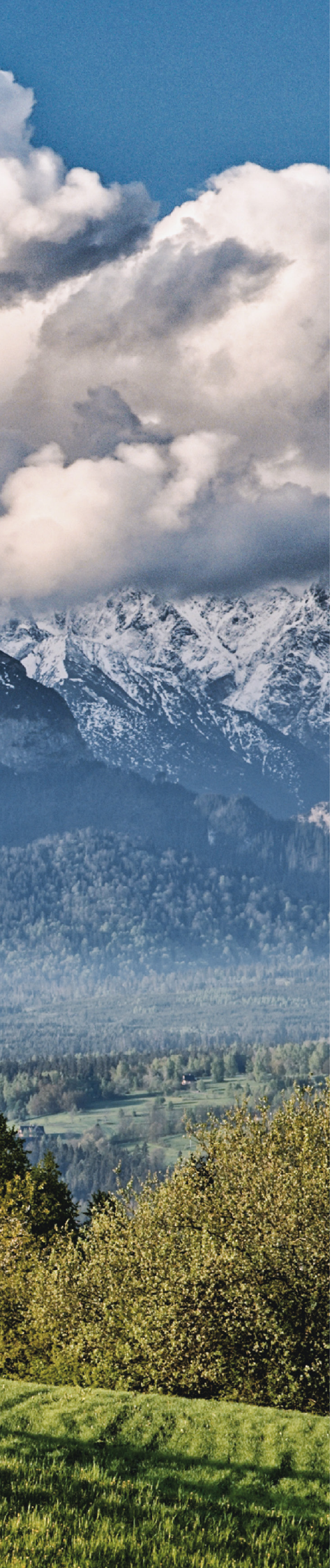
Tomasz Marciniak

Dawid Rychlik

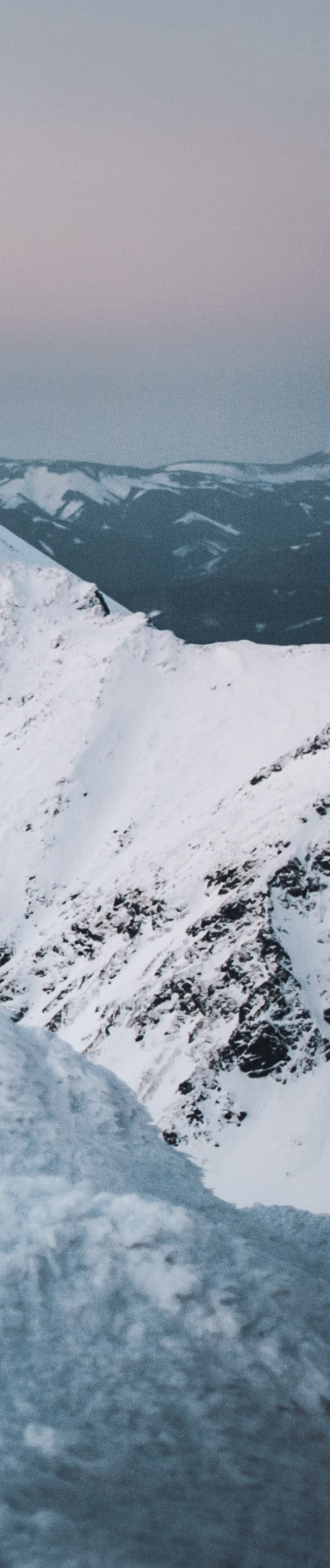
Oskar Sokoliński

Stanisław Ślubowski

Adam Woś



Pomimo osiągniętej w 2021 roku rekordowej wartości zarządzanych aktywów, rodzime towarzystwa funduszy inwestycyjnych stoją przed szeregiem wyzwań. Mała skala działania w porównaniu z rozwiniętymi rynkami krajów Europy Zachodniej, związany z tym relatywnie wysoki poziom kosztów operacyjnych oraz trend spadkowy wysokości opłat przyczyniły się do utrzymującego się od trzech lat spadku przychodowości w relacji do wartości zarządzanych aktywów, a także spadku zysku netto sektora w ostatnim roku. Z drugiej strony, w oparciu o istniejące trendy oraz doświadczenia z bardziej rozwiniętych rynków, gracze w Polsce pragnący wzmocnić swoją pozycję w nadchodzących latach mają do dyspozycji szeroki wachlarz działań wspierających wzrost. Mogą one obejmować poprawę i cyfryzację modelu dystrybucji funduszy, dalszy rozwój oferty produktowej, optymalizację modelu operacyjnego jak również działania wspierające, takie jak szersza współpraca w ramach sektora (na przykład w obszarze edukacji klientów czy rozwoju technologii) oraz potencjalne fuzje i przejęcia.



Szereg wyzwań przed branżą TFI

Pomimo najwyższej w historii wartości aktywów funduszy inwestycyjnych w 2021 r., towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) działające w Polsce stoją przed szeregiem wyzwań. Jak wskazuje Wykres 1, istnieje wiele czynników, które wpływają na wyniki osiągane przez rodzime TFI. Spadek poziomu opłat pobieranych przez fundusze pozostaje istotnym źródeł obaw cytowanym przez zarządzających aktywami.[1] Jednocześnie trendy w tym zakresie otwierają dyskusję na temat innych długoterminowych wyzwań sektora, w tym małej skali działalności oraz wyzwań kosztowych.

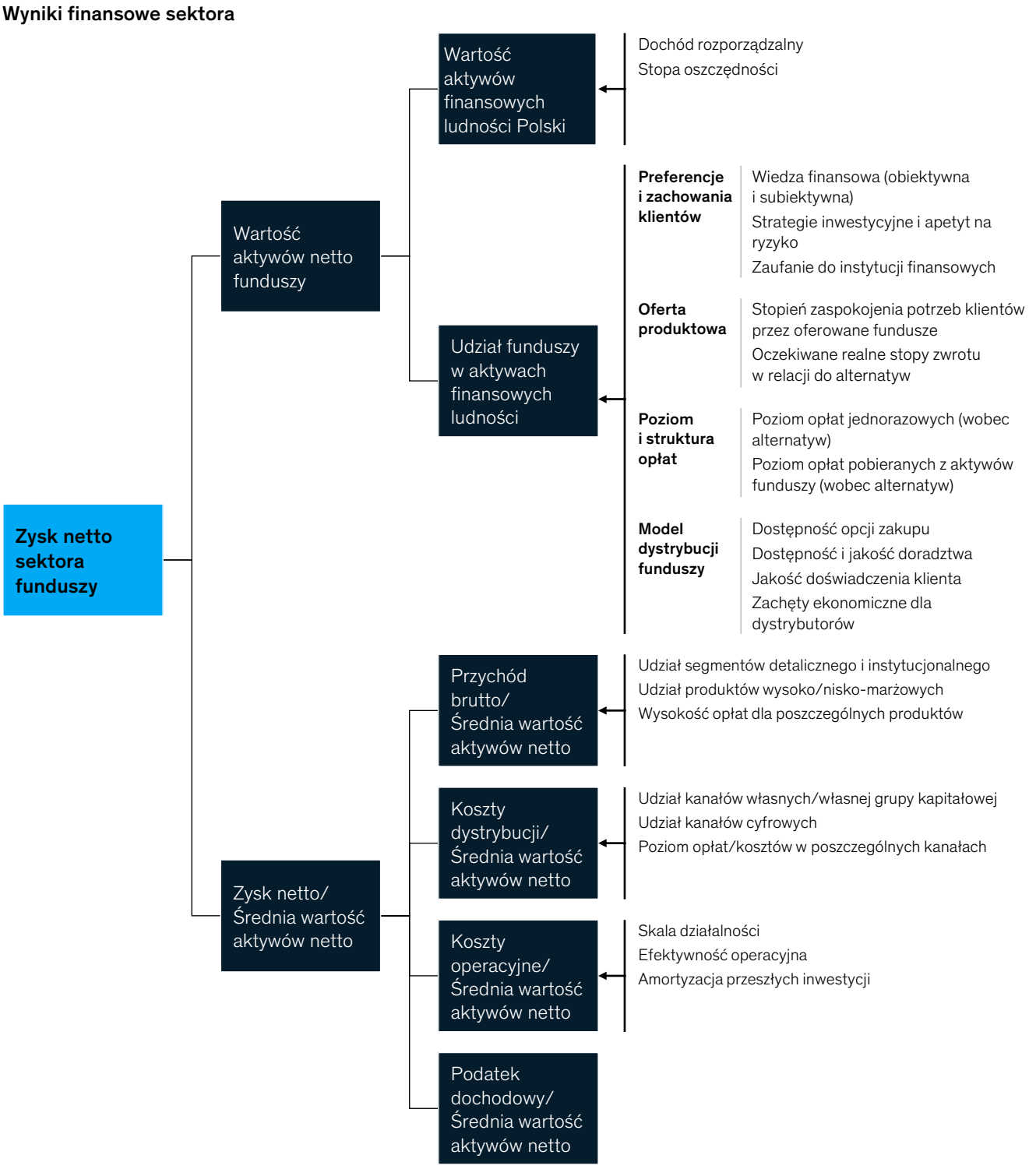
Wyzwanie małej skali działalności

Skala działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce jest obecnie mała w porównaniu do rozwiniętych krajów Europy Zachodniej w trzech istotnych wymiarach: wolumenów aktywów zarządzanych przez fundusze (zarówno w wartościach absolutnych jak i względnych), udziału funduszy w kreowaniu majątku w Polsce, a także udziału środków zgromadzonych w funduszach w finansowaniu przedsiębiorstw.

Jak wskazuje Wykres 2, wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce wzrosła w pierwszych trzech kwartałach 2021 r. o niemal 12%, osiągając najwyższy w historii poziom 314 miliardów złotych.[2] Pomimo tego rekordowego wyniku (osiągniętego po części na fali odreagowania po dużych wahaniach rynkowych wywołanych pandemią w pierwszej połowie 2020 roku), branżę funduszy inwestycyjnych charakteryzował w ostatnich 5 latach relatywnie wolny wzrost. Między końcem 2015 a końcem 2020 roku wartość aktywów netto funduszy zarządzanych przez rodzime TFI zwiększyła się o 11%. Tempo to kontrastowało ze znacząco szybszym wzrostem w pierwszej połowie poprzedniej dekady, kiedy wartość aktywów w zarządzaniu zwiększyła się ponad dwukrotnie.

Wykres 1

Istnieje szereg czynników kształtujących wyniki sektora zarządzania aktywami



Niskie tempo wzrostu rynku funduszy w wartościach absolutnych w latach 2015-2020 doprowadziło do zmniejszenia wielkości sektora wyrażanej w relacji do Produktu Krajowego Brutto (PKB). Jak wskazuje Wykres 3, aktywa funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w Polsce zmniejszyły się w relacji do PKB o 2 punkty procentowe. Dla porównania, w tym samym czasie średnia wartość aktywów funduszy w relacji do PKB krajów Unii Europejskiej zwiększyła się o 12 punktów procentowych, a zatem rosła znacząco szybciej niż ogół gospodarki państw członkowskich. Udział polskich funduszy w rynku Unii Europejskiej, nawet po wyłączeniu Irlandii i Luksemburga – krajów o specyficznej roli jako miejsca rejestracji wielu funduszy – pozostaje niewielki i kształtował się na koniec 2020 r. w okolicach 0,8%. Był on tym samym ponad pięciokrotnie mniejszy od udziału gospodarki Polski w PKB porównywanej grupy krajów. Jak wskazuje Wykres 4, w ujęciu absolutnym wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w naszym kraju jest ok. 5 razy niższa niż w Hiszpanii czy we Włoszech, ok. 35 razy niższa niż we Francji i ponad 40 razy niższa niż w Niemczech.

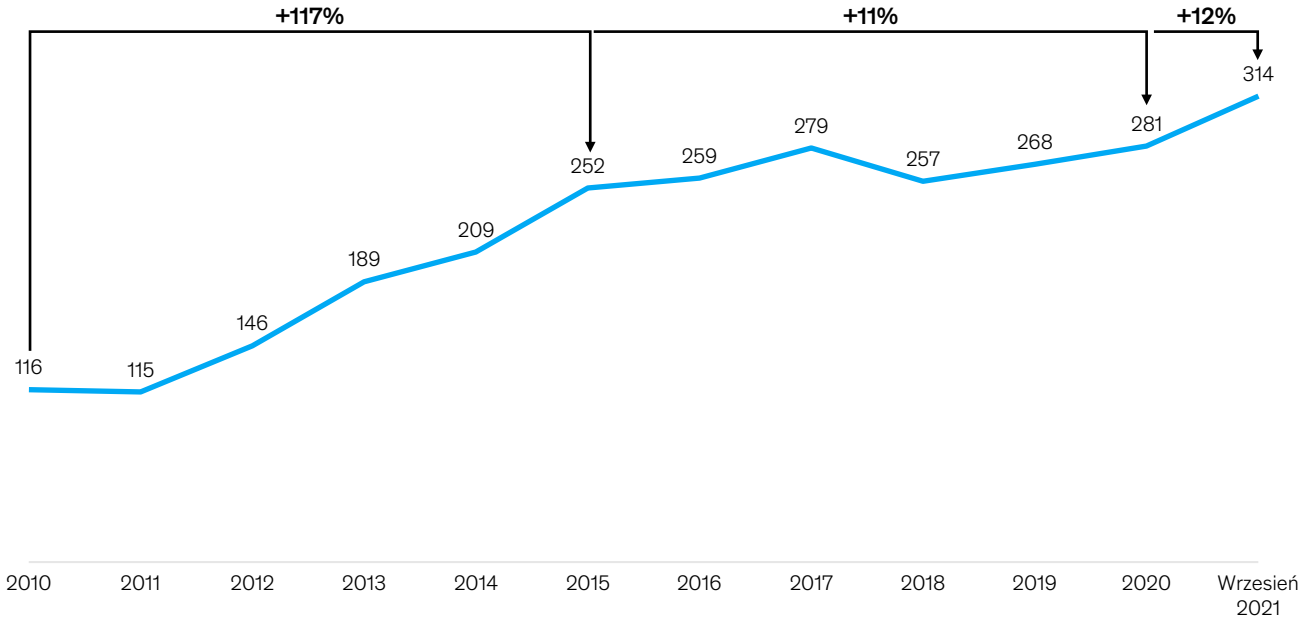
Relatywnie mała skala działalności rodzimych TFI jest widoczna również przez pryzmat ich udziału w kreowaniu majątku w Polsce. Po wyłączeniu przepływów netto od klientów, wartość aktywów zarządzanych przez fundusze wzrosła między końcem 2015 r. a końcem 2020 r. o ok. 30 miliardów zł.[3] Odpowiadało to ok. 4% całkowitego wzrostu wartości aktywów finansowych w posiadaniu gospodarstw domowych w Polsce (które według szacunków NBP zwiększyły się w tym samym czasie o 749 mld zł[4]).

Polski rynek funduszy inwestycyjnych jest niewielki i rósł w ostatnich latach relatywnie wolniej niż rynki w krajach Europy Zachodniej

Wykres 2

Wzrost wartości aktywów zarządzanych przez TFI w Polsce znacząco spowolnił w latach 2015-2020

Ewolucja wartości aktywów w zarządzaniu towarzystw funduszy inwestycyjnych w Polsce (aktywa detaliczne i instytucjonalne łącznie)
Stan na koniec okresu, suma aktywów w mld zł, wzrost wartości aktywów w proc.

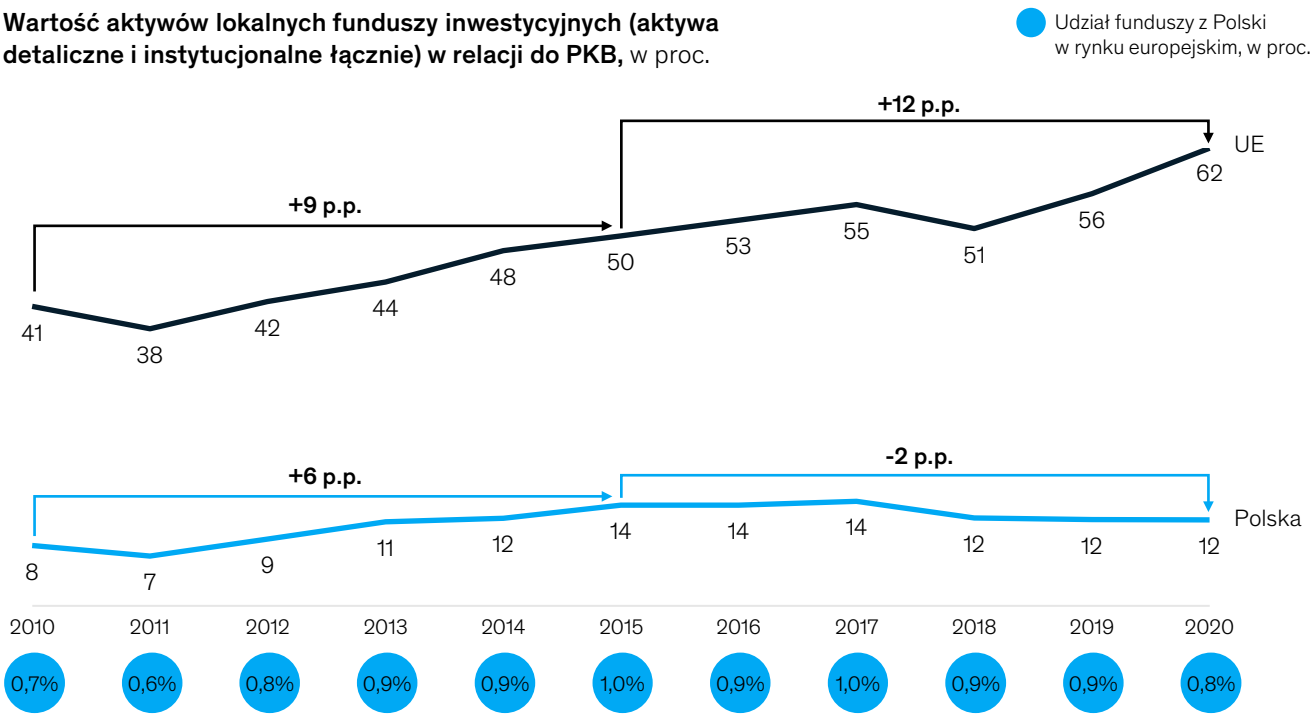


Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami

Wykres 3

W przeciwieństwie do średniej UE, wartość aktywów lokalnych funduszy inwestycyjnych w Polsce w relacji do PKB spadła w ostatnich 5 latach

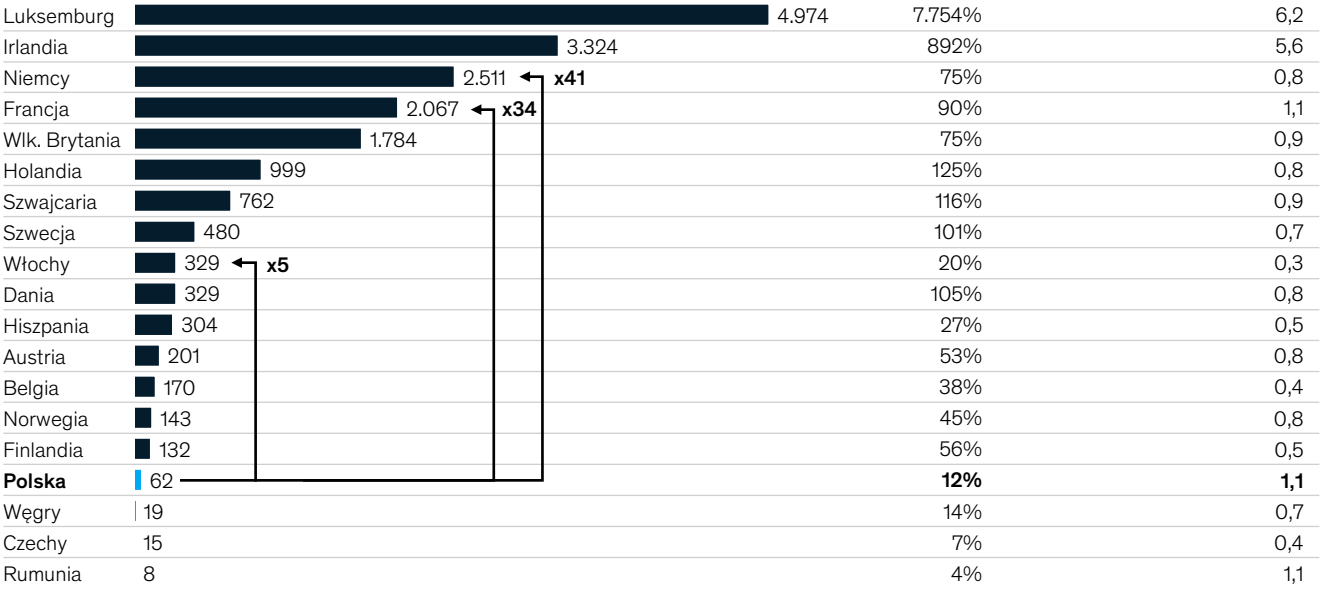
Wartość aktywów lokalnych funduszy inwestycyjnych (aktywa detaliczne i instytucjonalne łącznie) w relacji do PKB, w proc.



Źródło: European Fund and Asset Management Association (EFAMA), Eurostat
Uwzględnione kraje Unii Europejskiej: Austria, Belgia, Bułgaria, Czechy, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Malta, Niemcy, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Szwecja, Węgry, Włochy. Pominięto Luksemburg i Irlandię ze względu na ich specyficzną rolę jako miejsce rejestracji wielu funduszy europejskich. Pozostałe kraje Unii Europejskiej pominięte ze względu na brak danych

Wykres 4

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



Źródło: European Fund and Asset Management Association (EFAMA); Eurostat
Duża wartość funduszy w stosunku do PKB w przypadku Luksemburga i Irlandii wynika z ich specyficznej roli jako miejsca rejestracji wielu funduszy europejskich, zaś w przypadku Holandii wynika z wielkości rynku pracowniczych funduszy emerytalnych (lokujących znaczną część swoich aktywów w funduszach inwestycyjnych)

W porównaniu z krajami Europy Zachodniej widzimy również potencjał wzrostu stopnia wykorzystania aktywów funduszy do finansowania kapitałowego przedsiębiorstw. Całkowita wartość aktywów funduszy akcyjnych i mieszanych w Polsce odpowiadała na koniec 2020 r. 6% kapitalizacji warszawskiej giełdy – kilkukrotnie mniej niż analogiczne wskaźniki dla bardziej rozwiniętych rynków[5].

Mała skala działalności oraz niska stopa wzrostu w stosunku do rynków UE mogą się wydawać zaskakujące w kontekście obserwowanego od wielu lat szybszego niż na dojrzałych rynkach ogólnego tempa rozwoju gospodarczego Polski. Są one następstwem dwóch głównych kategorii przyczyn wpływających na wartość wolumenów sektora:

— wartości i tempa wzrostu ogółu aktywów finansowych posiadanych przez gospodarstwa domowe,

— poziomu i ewolucji stopnia wykorzystania funduszy inwestycyjnych jako instrumentu lokowania środków w Polsce.

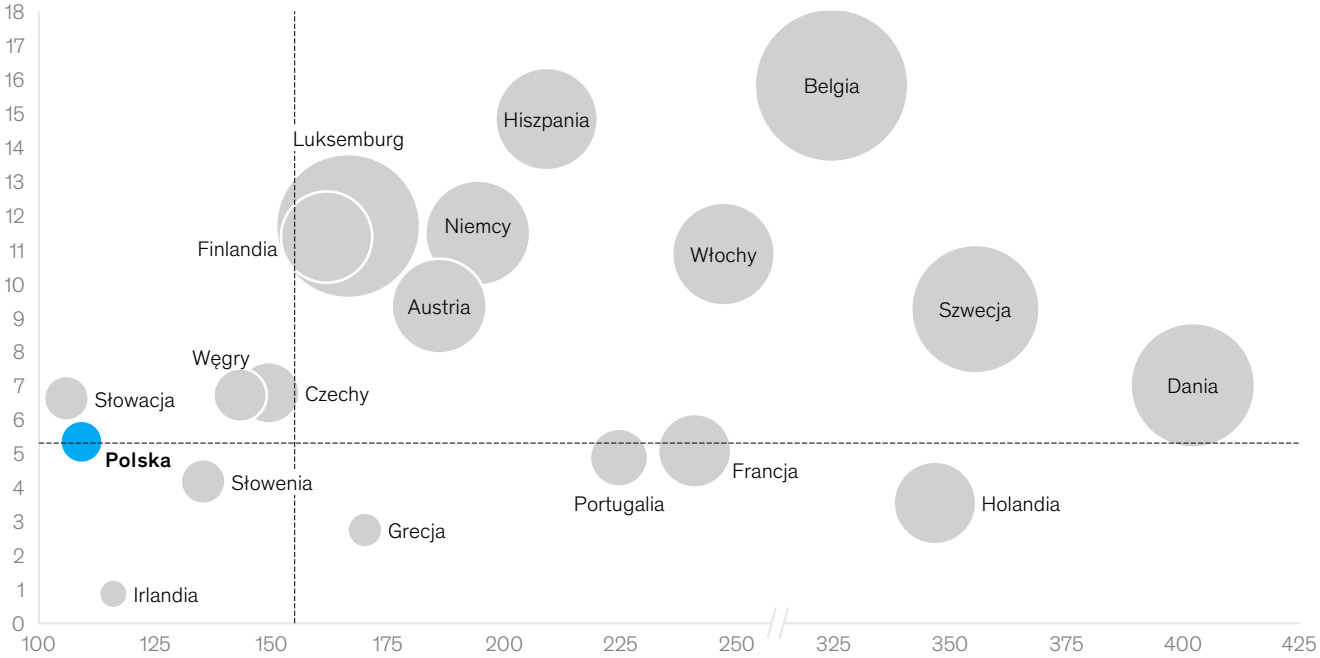
Poziom zamożności Polaków jest wciąż niski w porównaniu z krajami Europy Zachodniej, ale rósł dynamicznie w ostatniej dekadzie. Jak wskazuje Wykres 5, Polacy posiadają do 4 razy mniej aktywów finansowych w relacji do PKB niż mieszkańcy krajów Europy Zachodniej. Skalę różnic pogłębia fakt, że wartość nominalnego PKB w przeliczeniu na jednego mieszkańca była w tych krajach nawet do 7 razy większa niż w Polsce.[6] Z drugiej strony, jak wskazuje Wykres 6, raportowana przez Narodowy Bank Polski (NBP) wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zwiększyła się od 2010 r. ponad dwukrotnie – z 1,2 do 2,5 biliona złotych (czyli do ok. 550 miliardów euro łącznie lub 81 tysięcy złotych w przeliczeniu na

Wykres 5

Polska charakteryzuje się niższym niż w wielu krajach Europy Zachodniej poziomem zamożności społeczeństwa oraz udziałem funduszy w lokowaniu aktywów finansowych

Wykorzystanie funduszy inwestycyjnych w lokowaniu aktywów,
mierzony wartością aktywów funduszy inwestycyjnych w posiadaniu gospodarstw domowych w stosunku do wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych, w proc.

Wielkość zależna od wartości aktywów funduszy inwestycyjnych gospodarstw domowych w przeliczeniu na mieszkańca



Poziom zamożności społeczeństwa,
mierzony wartością aktywów finansowych gospodarstw domowych w relacji do PKB, w proc.

Źródło: OECD. Dane za 2020 rok lub najnowsze dostępne
Wykorzystano wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w posiadaniu gospodarstw domowych wyrażoną w dolarach amerykańskich wg parytetu siły nabywczej

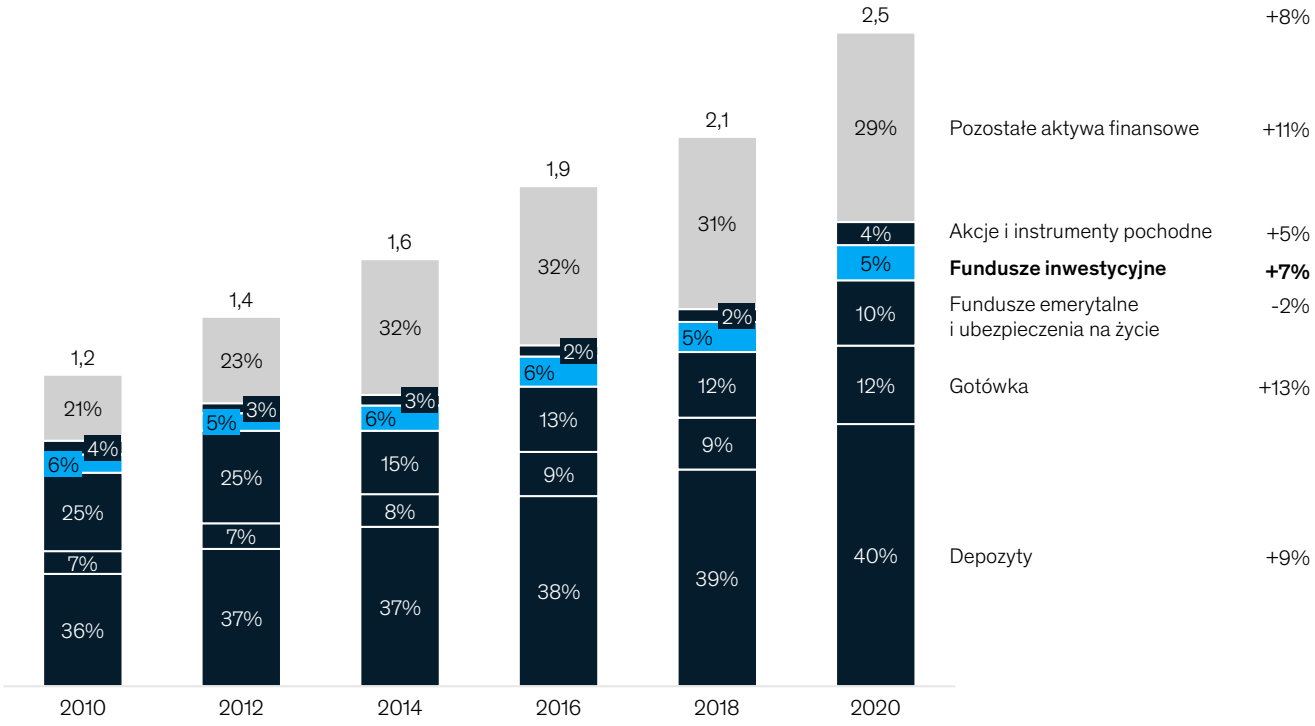
jednego dorosłego mieszkańca Polski). Przyrost ten był szybszy niż w przypadku nominalnego PKB na mieszkańca, który urósł w tym czasie o ponad 60%.[7] Tempo tego wzrostu pozostało stabilne nawet w sytuacji spowolnienia gospodarczego w 2020 r. Pomimo spadku realnego PKB o 2,5% – pierwszego spadku tego wskaźnika w skali rocznej od 1991 r. – aktywa finansowe gospodarstw domowych wzrosły w 2020 r. nominalnie o 12%, czyli znacząco szybciej niż poziom inflacji i najszybciej od 2009 r.

Naturalnie, wzrost całkowitej wartości aktywów finansowych nie rozkłada się równomiernie w społeczeństwie, a znacząca grupa Polaków wskazuje na brak środków jako barierę do rozpoczęcia inwestowania. Według badania przeprowadzonego w 2021 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) oraz Warszawski Instytut Bankowości (WIB), 36% respondentów wskazuje na brak kapitału wyjściowego jako jedną z głównych obaw wobec rozpoczęcia inwestowania.[8] Dodatkowo, badanie przeprowadzone przez OECD w 2019 roku wskazuje, że znacząca część mieszkańców Polski doświadcza stresu lub niepokoju związanych z ich sytuacją finansową. Przykładowo, ponad jedna trzecia Polaków obawia się o posiadanie wystarczających środków na codzienne wydatki, zaś dwie trzecie społeczeństwa określając swoją sytuację wskazuje, że „ledwie radzi sobie finansowo".[9] Podobne obawy, choć spójne z obserwowanymi w wielu innych krajach, istotnie wpływają na możliwość oszczędzania przez Polaków. Zgodnie z danymi Eurostatu, w ostatniej dekadzie stopa oszczędności w Polsce wahała się

Wykres 6

Udział funduszy inwestycyjnych w aktywach finansowych Polaków utrzymywał się w ostatniej dekadzie na poziomie ok. 5-6%

Aktywa finansowe gospodarstw domowych w Polsce
Stan na koniec okresu, suma aktywów w bln zł, struktura aktywów w proc.



Pozostałe aktywa finansowe uwzgl.: akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe (17% całości aktywów finansowych na koniec 2020 r.); rezerwy techniczne pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych (2%); udzielone kredyty i pożyczki (2%); dłużne papiery wartościowe (0,5%); pozostałe kwoty do otrzymania (7%)
Akcje i instrumenty pochodne uwzgl.: akcje notowane; instrumenty pochodne i opcje na akcje pracowników
Fundusze emerytalne i ubezpieczenia na życie uwzgl.: uprawnienia emerytalno-rentowe (7%); uprawnienia z tytułu ubezpieczeń na życie i rent dożywotnich (3%)
Źródło: Kwartalne rachunki finansowe NBP

w latach 2010-2019 między 2% a 5%, tzn. taka część dochodu rozporządzalnego ludności nie została przeznaczona na konsumpcję. Była ona wielokrotnie niższa niż średnia dla krajów UE27 oscylująca w tym czasie w zakresie 11-13%.[10] Zgodnie z badaniami NBP, chociaż niemal 90% dorosłych Polaków twierdzi, że odkłada pieniądze na później, to tylko 42% deklaruje posiadanie produktu finansowego związanego z oszczędzaniem lub inwestowaniem (w tym 34% posiada konto oszczędnościowe, 15% lokatę terminową, 5% produkt emerytalny III filaru jak IKE/IKZE, a zaledwie po 1% akcje, obligacje lub jednostki funduszy inwestycyjnych).[11]

Stopień wykorzystania funduszy inwestycyjnych do lokowania środków finansowych Polaków jest niski i zmniejszył się w ostatniej dekadzie. Odwołując się ponownie do Wykresu 6 widzimy, że udział detalicznych funduszy inwestycyjnych w całości aktywów gospodarstw domowych w Polsce jest znacząco niższy niż w krajach takich jak Hiszpania, Włochy czy Niemcy. Co więcej, udział funduszy spadł od 2010 r. z ok. 6% do ok. 5%. Polacy dużo chętniej korzystają z aktywów postrzeganych jako najmniej ryzykowne – depozytów bankowych i gotówki – których udział w tym okresie wzrósł łącznie z 43% do ponad połowy. Równocześnie spadł łączny udział instrumentów związanych z długoterminowymi inwestycjami na rynkach finansowych – funduszy emerytalno-rentowych oraz polis ubezpieczeniowych na życie i dożycie – z 25% do 10% (za sprawą odejścia od systemu Otwartych Funduszy Emerytalnych oraz wycofywania środków z polis z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym).

Istnieje szereg czynników, które mogą przyczyniać się do niskiego wykorzystania funduszy inwestycyjnych w lokowaniu środków:

- preferencje i zachowania klientów, w tym ich wiedza, pewność siebie i poziom zaufania w zakresie lokowania środków w poszczególne instrumenty finansowe, a także apetyt na ryzyko,
- oferta produktowa TFI, w tym stopień zaspokojenia potrzeb klientów przez oferowane fundusze, ich przewagi w stosunku do innych instrumentów oszczędzania i inwestowania, a także realne wyniki inwestycyjne osiągane przez zarządzających na rzecz klientów,
- model dystrybucji funduszy, w tym dostępność różnych opcji zakupu, usługi dodatkowe (np. doradztwo), a także doświadczenie klienta w czasie nabywania, zmiany struktury czy umarzania funduszy w porównaniu z innymi instrumentami finansowymi,
- poziom i struktura opłat ponoszonych przez uczestników (czynnik, który może wpływać zarówno na poziom wykorzystania funduszy jak i wyniki finansowe zarządzających – opisywany w kolejnej sekcji raportu).

Preferencje i zachowania inwestycyjne Polaków charakteryzuje relatywnie niska samoocena posiadanej wiedzy finansowej, niski apetyt na ryzyko, a także stosunkowo krótki horyzont inwestycyjny.

Wiedza klientów na temat inwestowania ma istotne znaczenie dla potencjału rozwoju branży zarządzania aktywami. Jej weryfikacja w ramach ankiety MiFID przekłada się bezpośrednio na możliwość zaoferowania klientowi określonych produktów finansowych. Wskazania z Europy Zachodniej sugerują, że wyższa samoocena wiedzy finansowej może być skorelowana z wyższą penetracją produktów inwestycyjnych, takich jak fundusze inwestycyjne, akcje lub obligacje.[12] Co więcej, według wspomnianego już badania GPW i WIB, poczucie braku wystarczającej wiedzy jest najczęściej wskazywanym czynnikiem zniechęcającym do inwestowania (zadeklarowanym przez 62% ankietowanych). Niemal połowa Polaków ocenia swój poziom wiedzy finansowej jako „raczej niski" lub „bardzo niski" a tylko 12% ocenia go jako „raczej wysoki" lub „bardzo wysoki". Podobny wynik został zaobserwowany w badaniach kompetencji i wiedzy finansowej przeprowadzonych przez OECD. Jak wskazuje Wykres 7, mniej niż 15% Polaków zadeklarowało swój poziom wiedzy finansowej jako „raczej wysoki" lub „bardzo wysoki". Rezultat ten znajduje się blisko środka stawki przebadanych krajów – poniżej wyniku dla dużych krajów Europy Zachodniej o znacznie wyższym poziomie rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych jak Francja lub Niemcy. Co ciekawe, miejsce Polski w rankingu według samooceny wiedzy finansowej kontrastowało z rzeczywistym poziomem podstawowej wiedzy z zakresu finansów zmierzonym w ramach tego badania. W krótkim teście, sprawdzającym zrozumienie koncepcji takich jak wartość pieniądza w czasie, inflacja, procent złożony, relacja między zwrotem z inwestycji a podejmowanym ryzykiem, dywersyfikacja ryzyka (i innych), Polacy uzyskali wynik na poziomie górnego kwartyla krajów uwzględnionych w próbie, blisko wyniku Niemiec i powyżej wyniku Francji.

Wiedza klientów na temat inwestowania ma istotne znaczenie dla potencjału rozwoju branży zarządzania aktywami

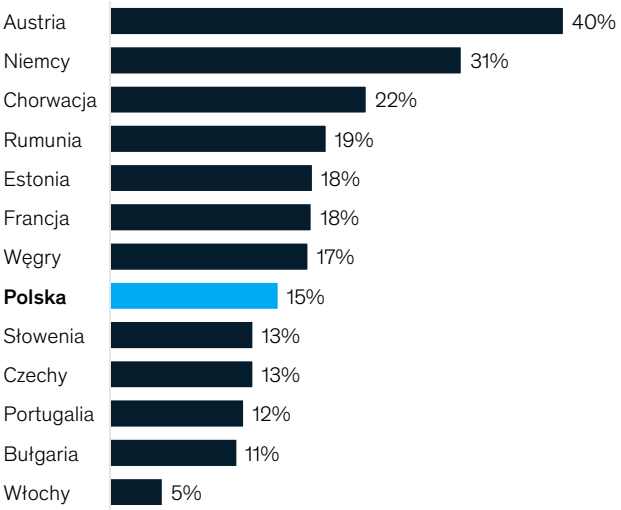
Wynik ten był również o 13% wyższy niż zanotowany w poprzedniej edycji badania 4 lata temu. Niska subiektywna ocena ogólnej wiedzy finansowej może prowadzić do postrzegania obszaru finansów jako zbyt skomplikowanego do aktywnego angażowania się, a przez to tworzyć barierę utrudniającą rozpoczęcie korzystania z ciągle mało popularnych produktów finansowych jak fundusze inwestycyjne. Sytuacja ta może też świadczyć o ograniczonym dostępie do praktycznej wiedzy związanej z inwestowaniem (wychodzącej poza podstawowe koncepcje) dostosowanej do poziomu doświadczenia konkretnego klienta.

Niska samoocena poziomu wiedzy finansowej może przyczyniać się do niższego apetytu na ryzyko wśród oszczędzających. Obawa przed poniesieniem strat jest kolejnym istotnym czynnikiem ograniczającym skłonność do inwestowania wśród Polaków (wskazane w badaniu GPW i WIB przez 32% ankietowanych). Naturalnie może ona również wynikać z relatywnie niskiego poziomu zamożności społeczeństwa i związanej z nim niechęci do inwestowania w aktywa, które w zamian za możliwość osiągnięcia większego zysku są obarczone wyższą zmiennością cen lub wyższym ryzykiem straty. Awersję do ryzyka związanego z lokowaniem środków ilustruje wspomniany już wysoki i rosnący udział depozytów bankowych i gotówki w całości aktywów finansowych Polaków. Zgodnie z danymi NBP i OECD, instrumenty te odpowiadają za ponad połowę wszystkich aktywów Polaków w porównaniu z ok. 40% w Niemczech, 33% we Włoszech i 28% we Francji.[13] Dodatkowo, jak wskazuje Wykres 8, widzimy silną preferencję dla mniej zmiennych klas aktywów w samej strukturze funduszy inwestycyjnych. Polska notuje jeden z najwyższych w Europie udziałów funduszy dłużnych w całości aktywów skierowanych do klientów indywidualnych. Dwie trzecie środków detalicznych ulokowane w funduszach obligacji i rynku pieniężnego to wynik o 10 punktów procentowych

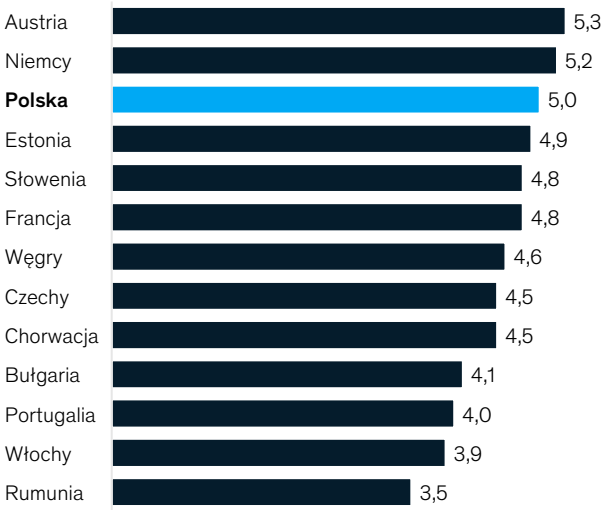
Wykres 7

Polacy nisko oceniają swój poziom wiedzy finansowej na tle innych krajów europejskich

Subiektywna samoocena wiedzy z zakresu finansów
Udział respondentów określających poziom swojej wiedzy finansowej jako „raczej wysoki" lub „bardzo wysoki", w proc.



Obiektywna ocena wiedzy z zakresu finansów
Średnia liczba poprawnych odpowiedzi (na 7 możliwych) w teście sprawdzającym zrozumienie podstawowych koncepcji finansowych

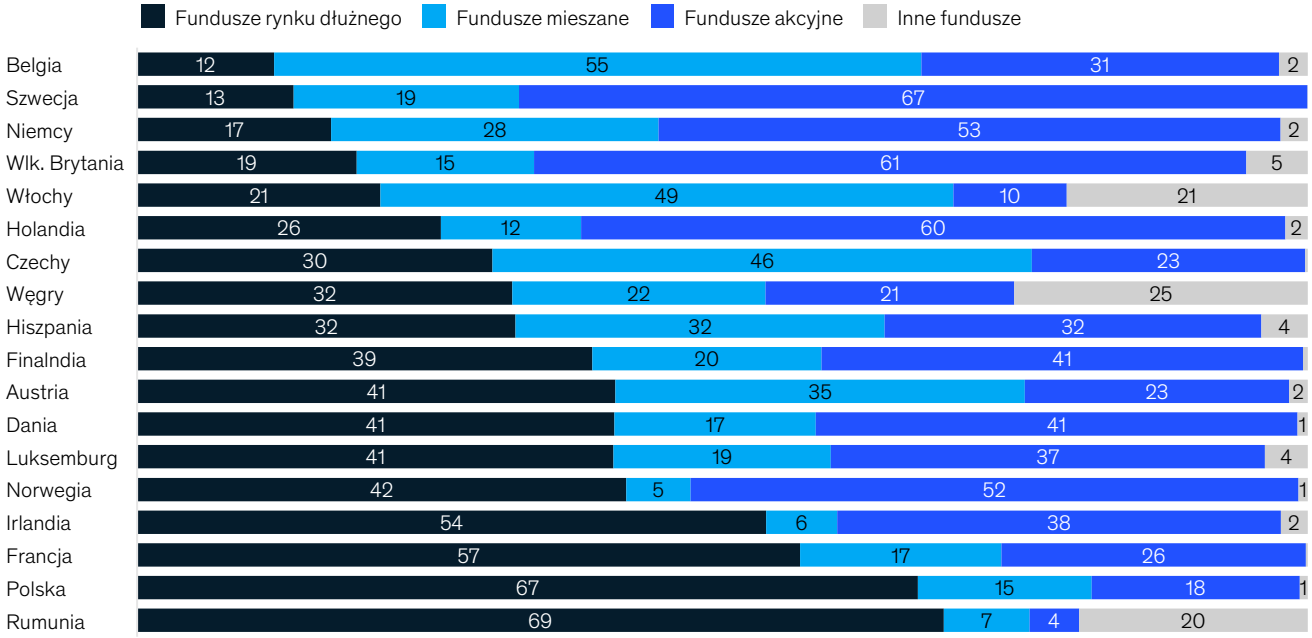


Źródło: OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy, OECD, 2020 r., https://www.oecd.org/financial/education/launchoftheoecdinfeglobalfinancialliteracysurveyreport.htm
Koncepcje, których znajomość jest weryfikowana w teście według metodologii OECD/INFE uwzględniają: wartość pieniądza w czasie, odsetki od pożyczek, oprocentowanie lokat – procent prosty, oprocentowanie lokat – procent składany, relację między oczekiwanym zyskiem a ryzykiem inwestycji, inflację, dywersyfikację ryzyka inwestycji na giełdzie. Pokazano wyniki dla krajów europejskich

Wykres 8

Polska ma jeden z najwyższych w Europie udziałów funduszy rynku dłużnego w całości aktywów detalicznych

Udziały kategorii aktywów w całkowitych aktywach funduszy detalicznych zarejestrowanych w danym kraju w 2020 r., w proc.



Źródło: EFAMA
Dane dotyczą funduszy zdefiniowanych w regulacjach UE jako UCITS (Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities – Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe) – odpowiednik otwartych funduszy inwestycyjnych

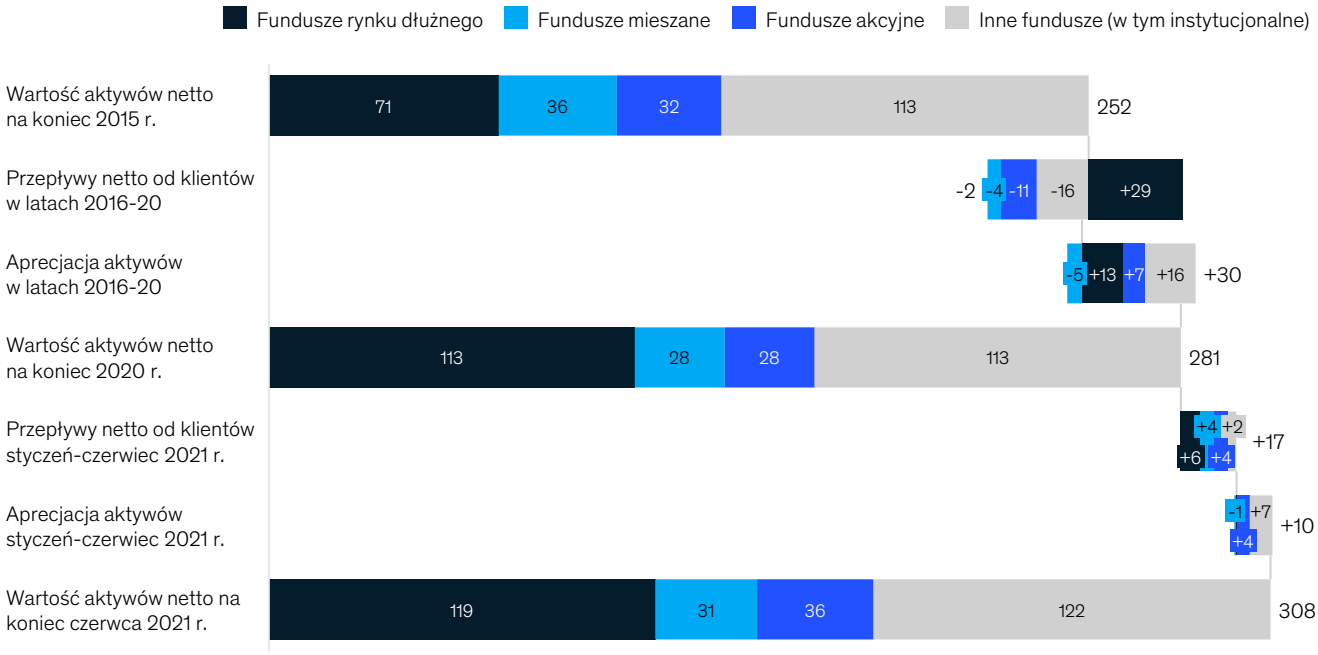
wyższy niż we Francji i o niemal 50 punktów procentowych wyższy niż we Włoszech i w Niemczech. Zaledwie jedna trzecia środków ulokowana została w obarczonych większą zmiennością funduszach mieszanych i akcyjnych.[14] Co więcej, jak wskazuje Wykres 9, fundusze dłużne były w ostatnich 5 latach niemal wyłącznym źródłem napływów netto nowych środków od klientów do funduszy, dodatkowo umacniając ich dominację w strukturze produktowej rodzimych TFI.[15] Z perspektywy zarządzających aktywami oznacza to długoterminową migrację w stronę instrumentów nisko marżowych. Z perspektywy klientów, struktura taka może wskazywać na silną potrzebę ochrony zaoszczędzonego kapitału. Może też świadczyć o potrzebie zwiększenia dostępności doradztwa, które ułatwiłoby klientom podzielenie kapitału ze względu na różne cele inwestycyjne i horyzonty czasowe zaangażowania środków, a przez to pozwoliłyby im na optymalizację stopy zwrotu i profilu ryzyka inwestycji.

Interesującym zachowaniem odróżniającym inwestorów polskich od europejskich jest również relatywnie krótki okres trzymania jednostek uczestnictwa funduszy akcyjnych i mieszanych. Według danych EFAMA zawartych na Wykresie 10, dla funduszy akcyjnych wynosi on średnio 1 rok i 5 miesięcy i jest najkrótszy ze wszystkich porównywanych krajów (średnia dla krajów UE jest dwa razy wyższa). W przypadku funduszy dłużnych wynik dla Polski jest zbliżony do średniej europejskiej.[16] Wynik ten może wskazywać na brak możliwości lub chęci do obarczania kapitału ryzykiem przez długi czas lub na szukanie przez inwestorów możliwości zysku tylko w określonych momentach rynkowej koniunktury. Z perspektywy TFI, skłonność do lokowania środków tylko na krótki termin może obniżać raportowany średni poziom rynkowych wolumenów (jeśli środki są okresowo wycofywane z rynku). Naturalnie, może ona również wpływać na wyniki inwestycyjne klientów obierających taką strategię.

Wykres 9

W ostatnich latach fundusze rynku dłużnego odpowiadały za większość napływów netto od klientów w Polsce

Udziały kategorii aktywów w całkowitych aktywach funduszy detalicznych w 2020 r., mld zł

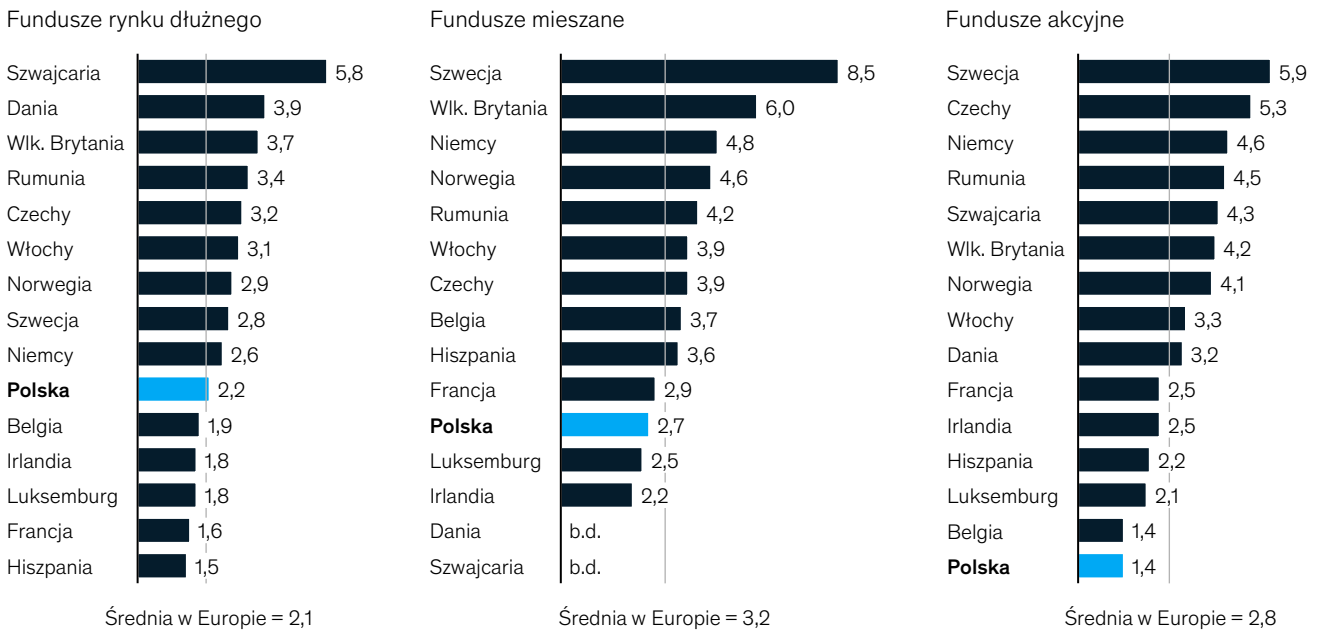


Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA)
Kategoria inne fundusze uwzględnia: Absolute Return, surowcowe, Private Equity, sekurytyzacyjne, nieruchomości, PPK i pozostałe

Wykres 10

Polscy inwestorzy utrzymują jednostki uczestnictwa funduszy akcyjnych średnio znacznie krócej niż w innych krajach europejskich

Szacunek średniej długości okresu posiadania funduszu przez inwestora, w latach



Źródło: European Fund and Asset Management Association (EFAMA)
Zaprezentowane dane dla wybranych krajów opublikowane w 2020 roku

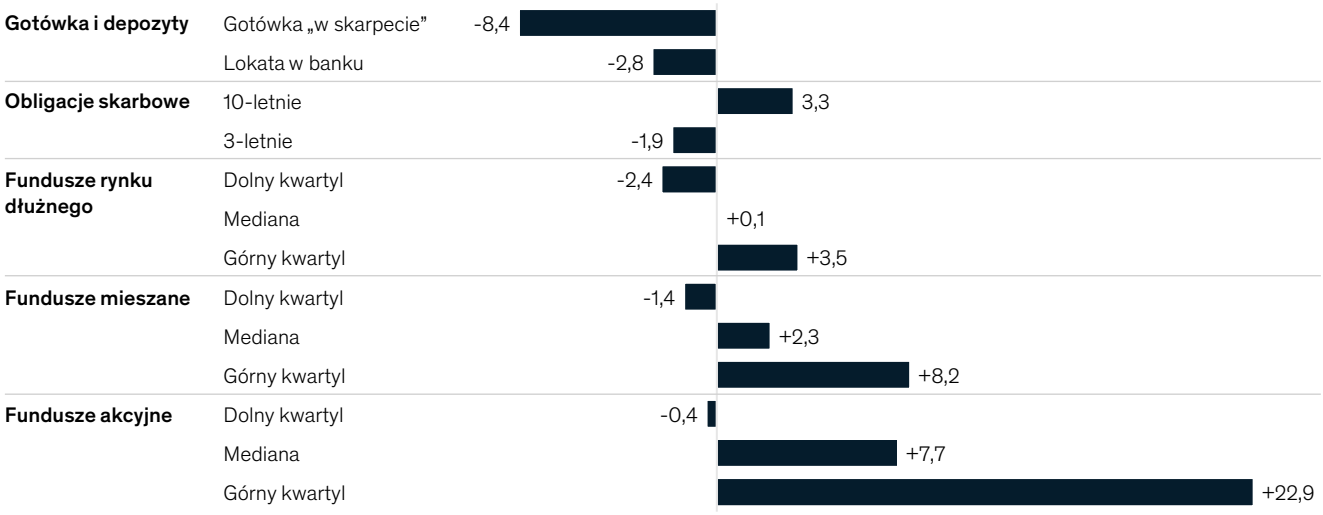
Fundusze dostępne w Polsce pozwalają na zastosowanie szerokiego zakresu strategii inwestycyjnych, głównie aktywnego zarządzania. Inwestor zainteresowany rynkiem akcji może wybrać któryś z funduszy szerokiego rynku lub skierować swoje środki do funduszy skupionych na konkretnej branży (np. nowoczesne technologie, sztuczna inteligencja, gry, medycyna, dobra luksusowe, spółki surowcowe), motywie inwestycyjnym (np. innowacje, zmiany demograficzne, ekologia, odpowiedzialność społeczna, megatrendy społeczno-ekonomiczne), obszarze geograficznym (np. Polska, Europa, Niemcy, Stany Zjednoczone, Chiny, Indie, Japonia, Turcja, Ameryka Łacińska, rynki wschodzące, czy rynek globalny), inwestycjach w spółki o konkretnej wielkości (spółki duże lub małe i średnie), czy danym profilu oczekiwanych przepływów pieniężnych (spółki wzrostowe lub dywidendowe).

Inwestor rynku obligacji może wybierać wśród funduszy skupionych na konkretnych typach emitentów (fundusze obligacji skarbowych lub korporacyjnych), horyzontach zapadalności papierów dłużnych (fundusze obligacji krótko- i długoterminowych) lub walutach (fundusze lokujące w obligacje denominowane w złotówkach lub dolarach amerykańskich). Oferta TFI stale ewoluowała w ostatnich latach – uruchamiano nowe fundusze i zamykano te istniejące wcześniej. Istnieje wiele przykładów funduszy pozwalających na zastosowanie którejś z wymienionych wcześniej zróżnicowanych strategii inwestycyjnych, które zostały uruchomione w ciągu ostatnich kilku lat. Zgodnie z danymi EFAMA, ogólna liczba klasycznych funduszy inwestycyjnych (tzw. UCITS) zarejestrowanych w Polsce nieznacznie zmniejszyła się między 2017 a 2020 r. (spadek z 320 do 302 funduszy), podczas

Wykres 11

Realne zwroty funduszy inwestycyjnych były w ostatnich latach relatywnie korzystne w stosunku do innych instrumentów służących oszczędzaniu

Realna (po uwzględnieniu inflacji) 5-letnia stopa zwrotu z inwestycji w wybrane instrumenty finansowe w Polsce, w okresie 1 stycznia 2016 r. – 31 grudnia 2020 r., po odliczeniu podatku od zysków kapitałowych, w proc.



Przykład ilustracyjny – nie powinien być interpretowany jako porada inwestycyjna lub zachęta do nabycia któregokolwiek typu aktywów. Wyniki osiągane w przeszłości nie gwarantują rezultatów w przyszłości. Wyniki osiągane przez indywidualnych inwestorów mogą różnić się od podanego przykładu
Źródła i założenia:
Zwrot na inwestycji w gotówkę równy skumulowanej stopie inflacji według danych GUS;
Zwrot na inwestycji w lokaty bankowe zakłada nominalny poziom odsetek równy średniemu oprocentowaniu depozytów terminowych dla umów złotowych dla gospodarstw domowych według danych NBP, roczną kapitalizację odsetek wraz z rocznym poborem podatku od zysków kapitałowych;
Zwrot na inwestycji w 10-letnie obligacje skarbowe zakłada nabycie serii EDO0126 1 stycznia 2016 r., założono kontynuację inwestycji ponad horyzont 5 lat aż do terminu zapadalności obligacji (pominięto opłatę za wcześniejsze zakończenie inwestowania = 2%), w wyniku uwzględniono podatek od zysków kapitałowych osiągniętych w okresie 2016-2020 pomimo, że stanie się on należny dopiero w momencie wykupu obligacji;
Zwrot na inwestycji w 3-letnie obligacje skarbowe zakłada nabycie serii TOZ0119 1 stycznia 2016 r. i jej zamianę na serię TOZ0122 1 stycznia 2019 r. (wraz z premią za zamianę = 0,1%); założono kontynuację inwestycji w serię TOZ0122 do terminu zapadalności obligacji (pominięto opłatę za wcześniejsze zakończenie inwestowania = 0,7%), w wyniku uwzględniono podatek od zysków kapitałowych osiągniętych w okresie 2016-2020 pomimo, że dla serii TOZ0122 stanie się on należny dopiero w momencie wykupu obligacji;
Zwrot na inwestycji w jednostki fundusze inwestycyjnych zakłada brak opłat za nabycie lub zbycie jednostek. W analizie uwzględniono stopy zwrotów dla funduszy, które prowadziły nieprzerwaną działalność między 1 stycznia 2016 r. a 31 grudnia 2020 r. (119 dłużnych, 83 mieszanych, 115 akcyjnych); zwrot za okres 5 lat oszacowany na podstawie danych o miesięcznych zwrotach poszczególnych funduszy dostarczonych przez analizyonline.pl

32%

ankietowanych Polaków wskazuje na obawę przed poniesieniem strat jako jeden z głównych czynników ograniczających skłonność do inwestowania

gdy liczba funduszy alternatywnych (tzw. AIF) znacząco wzrosła w tym samym czasie (wzrost z 567 do 813 funduszy).[17]

Poza ofertą produktową, umożliwiającą zastosowanie preferowanych przez klienta strategii inwestycyjnych, czynnikiem, który może przyciągać oszczędzających do funduszy inwestycyjnych są wyniki inwestycyjne. Z tego punktu widzenia wyniki rodzimych TFI były w ostatnich latach względnie korzystne w stosunku do innych produktów powszechnie wykorzystywanych do oszczędzenia i inwestowania. Jak wskazuje Wykres 11, w ostatnich 5 latach dla wszystkich klas aktywów (rynek dłużny, aktywa mieszane, akcje) fundusze, które znalazły się w środku rynkowej stawki pod względem zwrotu dla inwestorów, przyniosły dodatni wynik po uwzględnieniu podatku od zysków kapitałowych oraz inflacji. Mediana realnego wyniku dla funduszy akcyjnych wyniosła prawie 8%, dla funduszy mieszanych ponad 2%, a dla funduszy rynków dłużnych symboliczne 0,1%. Dla porównania, najpopularniejsze według badania NBP formy oszczędzania (68% Polaków wykorzystuje do oszczędzania ROR lub rachunek oszczędnościowy, 41% trzyma pieniądze w gotówce „w skarpecie", 6% korzysta z lokat lub kupuje obligacje)[18] przyniosły w tym czasie realną stratę. Trzymanie gotówki oznaczało utratę ponad 8% realnej wartości kapitału, wykorzystanie lokat bankowych oprocentowanych na poziomie średniej rynkowej spowodowało realną stratę na poziomie niemal 3%, zakup 3-letnich obligacji skarbowych o zmiennej stopie oprocentowania dał realną stratę na poziomie niemal 2%. Alternatywą dla oszczędzających mogło być ulokowanie kapitału na długi termin w 10-letnich obligacjach skarbowych, które przyniosły w tym czasie (jeszcze niezrealizowany do czasu wykupu obligacji na koniec 2025 r.) realny zysk na poziomie ponad 3%. Na tym tle nawet fundusze inwestycyjne z wynikami na poziomie dolnego kwartyla rynku odniosły realnie mniejszą stratę niż depozyty bankowe i trzymanie gotówki, zaś fundusze na poziomie górnego kwartyla pozwoliły na zwiększenie realnej wartości majątku, czasem znacznie ponad omówione alternatywy.

Naturalnie, wyniki poszczególnych funduszy znacząco różniły się między sobą i wykazywały się dużo większą zmiennością w czasie niż np. depozyty bankowe, a także wyniki historyczne nie gwarantują zwrotów w przyszłości. Co więcej, strategie inwestycyjne i decyzje poszczególnych inwestorów (np. okno czasowe lokowania lub wypłacania środków, reakcje na rynkowe spadki wartości aktywów) mogły znacząco wpłynąć na ich indywidualne wyniki. W analizie nie uwzględniliśmy też szeregu alternatywnych form lokowania kapitału. Kwestia zwrotów osiąganych przez inwestorów jest również nierozerwalnie związania z edukacją, doradztwem i personalizacją w obsłudze klientów funduszy.

Około 60-70% sprzedaży funduszy inwestycyjnych w Polsce realizowana jest przez banki. Taka struktura dystrybucji jest zbliżona do modelu spotykanego często w Europie kontynentalnej.[19] Rola niezależnych kanałów dystrybucji, jak doradcy finansowi lub otwarte platformy sprzedaży funduszy online, jest w Polsce relatywnie mała. Może to stawiać wyzwania przed niezależnymi TFI w zakresie dotarcia z ofertą do pełnej puli klientów inwestujących w fundusze. Potencjalnym rozwiązaniem mógłby być rozwój bezpośrednich kanałów sprzedaży, zgodnie z trendem postępującej cyfrowej transformacji, obserwowanej na rynkach finansowych.

Sposób sprzedaży funduszy inwestycyjnych ewoluuje stopniowo w kierunku rozwiązań cyfrowych. Zmiany te są zgodne z kierunkiem wieloletniej ewolucji preferencji klientów usług finansowych w Polsce. Niemniej poziom zaawansowania cyfryzacji ścieżek zakupu produktów inwestycyjnych przez klientów jest ciągle niższy niż dla innych popularnych usług finansowych jak płatności lub kredyty konsumpcyjne. Wraz z rosnącą cyfryzacją oferty banków w ostatnich latach, oraz na fali zwiększenia sprzedaży funduszy inwestycyjnych na odległość w czasach pandemii, znacząco wzrósł w ostatnim czasie udział cyfrowej sprzedaży funduszy należących do grup bankowych. Przykładowo, według danych przytoczonych przez Parkiet, na początku 2021 r. 74% transakcji nabycia funduszy Santander TFI odbyło się drogą elektroniczną. Podobna sytuacja została odnotowana przez PKO TFI, dla którego udział kanałów cyfrowych wyniósł w zbliżonym okresie ok. 50% liczby i 25-30% wartości transakcji. Wzrost obrotów zanotowały

Poziom opłat pobieranych przez TFI w Polsce spadał w ostatnich latach w wyniku sytuacji rynkowej oraz zmian regulacyjnych. Wśród ankietowanych towarzystw, w samym 2021 r. obniżył się dla głównych kategorii funduszy (rynku dłużnego, mieszanych, akcyjnych) średnio o 14%

również cyfrowe platformy TFI działających w ramach grup ubezpieczeniowych. Na przykład platforma należąca do NN Investment Partners TFI zwiększyła wartość sprzedaży funduszy w ciągu 12 miesięcy zakończonych w kwietniu 2021 roku o 153% w porównaniu do analogicznego okresu rok wcześniej.[20] Słyszymy również o dynamicznym wzroście niezależnych dystrybutorów skupionych na kanałach zdalnych (np. F-Trust czy kupfundusz.pl).[21] Jednocześnie nie wszystkie TFI dostosowały się już do realiów ery przyspieszonej dystrybucji cyfrowej. Pomimo dynamicznych zmian w ostatnim roku, część TFI w Polsce nie oferuje klientom możliwości bezpośredniego zakupu funduszy online (np. pozostawiając jedynie przekierowanie na stronę dystrybutora), wykorzystania aplikacji mobilnych lub innych cyfrowych udogodnień.[22]

Wyzwanie spadającego poziomu opłat

Wpływ poziomu opłat na rozwój branży może być interpretowany w dwóch wymiarach. Z jednej strony, inwestorzy mogą być zachęceni do inwestycji w dany fundusz przez relatywnie niski poziom prowizji, jako że zatrzymają większą część wypracowanego zysku. Z drugiej strony, TFI i dystrybutorzy polegają na opłatach dla pokrycia swoich kosztów operacyjnych (np. zatrudnienia specjalistów, wykonywania badań i analiz, utrzymania istniejących rozwiązań technologicznych) lub finansowania inwestycji w obszarach takich jak oferta produktowa, kanały sprzedaży, czy rozwój usług dodanych (np. doradztwo, dostarczanie informacji rynkowych). W przypadku aktywnie zarządzanych funduszy (stanowiących większość rynku w Polsce), możliwość opłacenia wysokiej klasy doradców inwestycyjnych i analityków przekłada się również bezpośrednio na możliwość generowania satysfakcjonujących zwrotów dla inwestujących.

W wyniku sytuacji rynkowej oraz zmian regulacyjnych, poziom opłat pobieranych przez zarządzających aktywami w Polsce spadał w ostatnich latach i w samym 2021 r. na próbie przeankietowanych TFI obniżył się dla głównych kategorii funduszy (rynku dłużnego, mieszanych, akcyjnych) średnio o ok. 14%. Prowizje pobierane za zarządzanie funduszami dłużnymi uległy obniżeniu w wyniku spadku stóp procentowych w reakcji na pandemię i związane z nią spowolnienie gospodarcze. Niskie stopy procentowe wpływają na wyniki osiągane dla klientów przez fundusze obligacji i rynku pieniężnego. Co więcej, perspektywa potencjalnego wzrostu stóp procentowych w ciągu kilku lat może wywierać dalszą presję na wyniki tych funduszy w przyszłości. W przypadku funduszy akcyjnych i mieszanych, średni poziom opłat obniża się wraz z wdrażaniem kolejnych, coraz niższych limitów opłaty za zarządzanie funduszem (z poziomu 3,5% w 2019 do docelowych 2,0% w 2022).[23]

Warto zauważyć, że spadek poziomu opłat dotyczył w ostatnich latach wielu krajów europejskich. Według szacunków

EFAMA, średnie opłaty bieżące w Europie dla aktywnie zarządzanych funduszy detalicznych obniżyły się między 2015 a 2020 rokiem o 18% dla funduszy obligacji (z 0,90% do 0,74% wartości aktywów netto) oraz o 10% dla funduszy akcyjnych (z 1,49% do 1,34%).[24] Negatywne tendencje cenowe przypisywane są najczęściej rosnącej konkurencji ze strony funduszy zarządzanych pasywnie (wciąż mało popularnych w Polsce) oraz regulacjom na poziomie europejskim mających na celu większą przejrzystość dla klientów w zakresie opłat za dystrybucję funduszy.

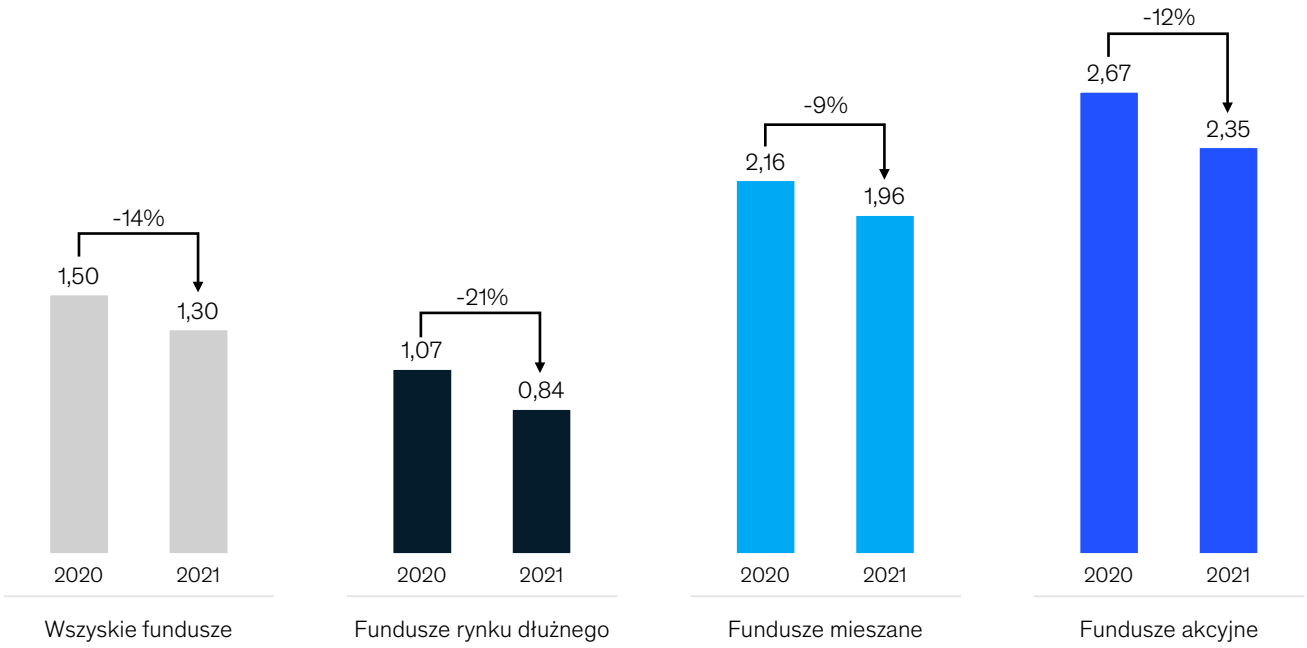
Zgodnie z Wykresem 12, spadek opłat bieżących pobieranych w Polsce w 2021 r. dotyczył wszystkich kategorii aktywów. Największym wyzwaniem dla zarządzających funduszami może być spadek opłat w kategorii funduszy dłużnych, które stanowią większość, bo ok. dwóch trzecich całkowitych aktywów detalicznych w Polsce. Pomimo że kategoria ta nie była dotknięta wspomnianym limitem wysokości wynagrodzenia stałego TFI za zarządzanie funduszem (poziomy opłat znajdowały się już poniżej wyznaczonych poziomów maksymalnych), średnia opłata bieżąca dla funduszy dłużnych spadła najwięcej, bo aż o ok. 21%. Średnie opłaty dla funduszy mieszanych oraz akcyjnych spadły odpowiednio o 9% oraz 13%.

Spadek opłat zadeklarowany przez ankietowane TFI i ekstrapolowany na cały rynek w Polsce w połączeniu z relatywnie wysokim w porównaniu do innych krajów Unii Europejskiej udziałem nisko-marżowych funduszy dłużnych sprawił, że średni ważony wartością aktywów poziom opłat bieżących pobieranych od klientów dla głównych typów funduszy (rynku dłużnego, mieszanych, akcyjnych) znalazł się poniżej poziomu krajów takich jak Włochy, Niemcy lub Belgia (Wykres 13). W związku z dużo wyższą wartością aktywów, zarządzający funduszami na tamtych rynkach mogą zatem generować wyższe przychody brutto niż rodzime TFI zarówno w wartościach względnych, jak i absolutnych.

Wykres 12

Wśród ankietowanych TFI, średnie opłaty bieżące w Polsce spadły w 2021 roku dla wszystkich głównych kategorii funduszy

Średnie ważone opłaty bieżące dla funduszy detalicznych, w proc.

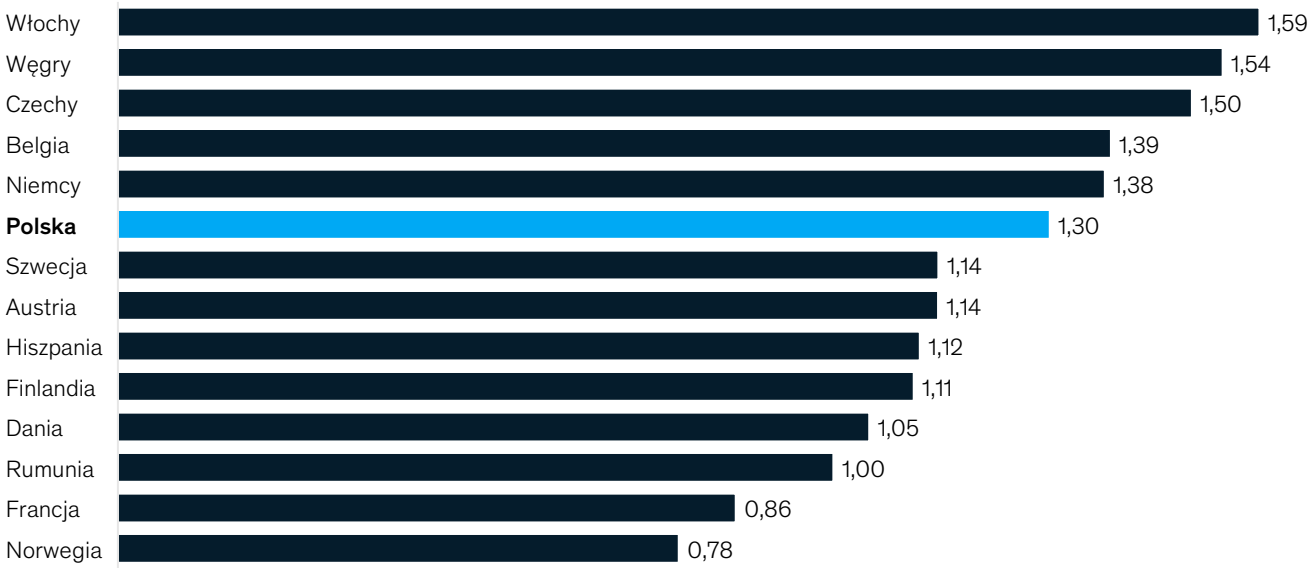


Opłaty bieżące dla funduszy wg rodzaju funduszu i kategorii jednostek ważone stanem aktywów na koniec okresu. Opłaty bieżące za rok 2020 na podstawie sprawozdań finansowych funduszy i dokumentacji KIID (dla próby największych funduszy obejmujących ~80% aktywów). Opłaty za maj 2021 r. oszacowane na podstawie danych ankietowych zebranych dla 3 dużych TFI. Udziały w rynku dla poszczególnych rodzajów funduszy wykorzystane do wyliczenia średniej ważonej wg danych publikowanych przez IZFiA

Wykres 13

Średnia ważona opłata bieżąca dla głównych typów funduszy detalicznych znajduje się w Polsce poniżej poziomu kilku bardziej rozwiniętych rynków europejskich

Średnia ważona aktywami opłata bieżąca dla głównych typów funduszy detalicznych (rynku dłużnego, mieszanych i akcyjnych) w relacji do wartości aktywów, w proc.



Szacowane średnie opłaty bieżące pobierane przez zarządzających ważone wartością aktywów na poziomie typu funduszu i klasy jednostki uczestnictwa na koniec okresu. Uwzględnia tylko aktywnie zarządzane fundusze (bez pasywnych). Udziały rynkowe funduszy rynku dłużnego, mieszanych i akcyjnych na podstawie danych EFAMA oraz IZFiA. Opłaty bieżące dla krajów Europy Zachodniej na podstawie danych Morningstar (fundusze dostępne na sprzedaż w danym kraju niezależnie od kraju rejestracji funduszu). Opłaty bieżące dla Polski na podstawie dokumentacji KIID (*Key Investor Information Document*) i sprawozdań finansowych funduszy za 2020 r., będących w ofercie TFI działających w Polsce (na podstawie próby pokrywającej ok. 80% aktywów rynkowych). Opłaty ekstrapolowane do sytuacji bieżącej (połowa 2021 r.) na podstawie danych ankietowych przekazanych przez 3 znaczącej wielkości TFI. Opłaty bieżące dla Czech, Węgier i Rumunii na podstawie dokumentacji KIID I sprawozdań finansowych funduszy za 2020 r., oferowanych przez zarządzających aktywami działających na tych rynkach (na podstawie próby pokrywającej ok. 60-80% aktywów rynkowych). Dla Czech i Węgier dane dostępne wyłącznie dla funduszy zarejestrowanych w tych krajach. Holandia, Szwajcaria oraz Wielka Brytania wyłączone z porównania ze względu na brak porównywalności struktury opłat z pozostałymi krajami (wynikający z regulacyjnego zakazu stosowania tzw. *inducement payments* czyli opłat ponoszonych przez zarządzających aktywami na rzecz dystrybutorów funduszy).

Porównując zakres opłat pobieranych dla poszczególnych klas aktywów widzimy (Wykres 14), że dla funduszy dłużnych jest on obecnie bliżej środka stawki porównywanych krajów europejskich (zakres podobny do Niemiec lub Hiszpanii). W przypadku funduszy mieszanych i akcyjnych, zakres opłat znajduje się bliżej górnej części porównania i zbliżony jest do stawek notowanych we Włoszech i we Francji.

Wyzwania kosztowe

Niska wartość aktywów funduszy w Polsce w porównaniu do krajów Europy Zachodniej przyczynia się do relatywnie wysokiego poziomu kosztów operacyjnych firm zarządzających aktywami. Jak wskazuje Wykres 15, wskaźnik kosztów do aktywów na poziomie 0,63% osiągnięty przez TFI w Polsce w 2020 r.[25] jest kilkukrotnie wyższy niż w krajach takich jak Włochy, Niemcy lub Francja[26]. Oznacza to, że relatywnie większa część opłat pobieranych od inwestorów jest przeznaczana na pokrycie bieżących kosztów operacyjnych wobec alternatyw takich jak obniżenie poziomu opłat dla klientów, wypłacenie zysku akcjonariuszom lub realizację inwestycji.

Poziom kosztów operacyjnych rodzimych TFI w relacji do zarządzanych aktywów był w ostatnich latach relatywnie stabilny. Utrzymanie tego poziomu wymagało jednak prowadzenia działań oszczędnościowych jak np. outsourcing kosztów księgowych. Może się okazać, że potencjał prostych dźwigni oszczędnościowych został już częściowo zrealizowany, a ewentualne dalsze redukcje musiałyby objąć dwie podstawowe kategorie wydatków: koszty osobowe (stanowiące ok. 45% wydatków operacyjnych) oraz usługi zewnętrzne (ok. 40% wydatków).[27]

Wykres 14

W przypadku funduszy dłużnych, zakres opłat bieżących w Polsce jest zbliżony do środka europejskiej stawki

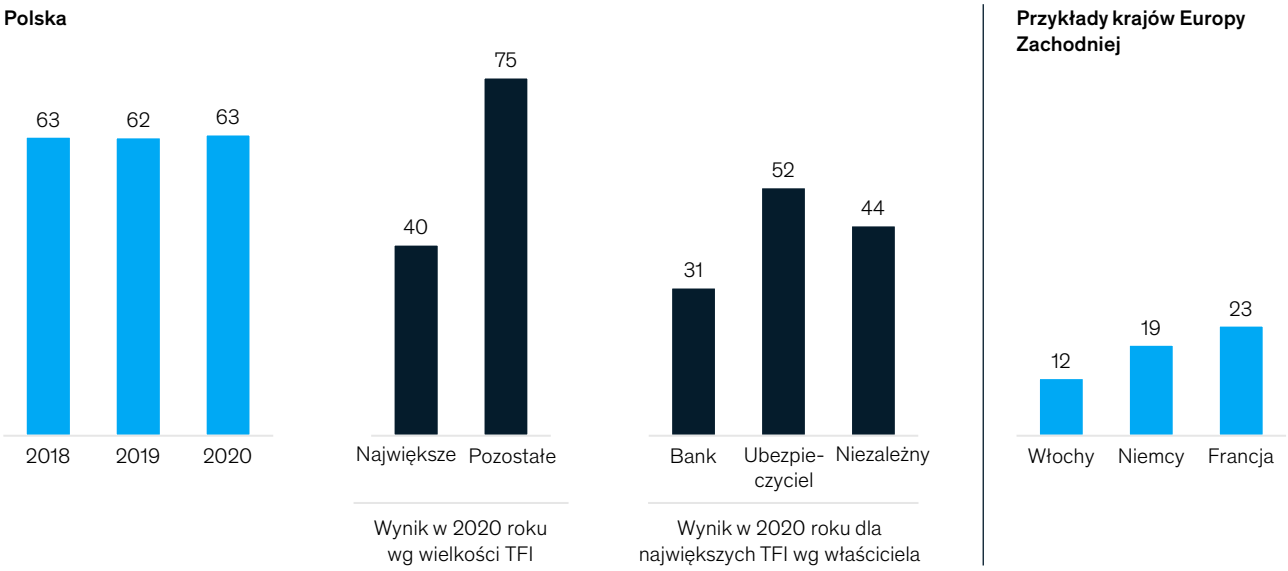
Szacowany zakres opłat bieżących pobieranych przez zarządzających funduszami pokrywający 80% wartości rynkowych aktywów detalicznych, w procentach wartości aktywów

Uwzględnia tylko aktywnie zarządzane fundusze (bez pasywnych).
Opłaty bieżące dla krajów Europy Zachodniej na podstawie danych Morningstar (fundusze dostępne na sprzedaż w danym kraju niezależnie od kraju rejestracji funduszu).
Opłaty bieżące dla Polski na podstawie dokumentacji KIID (*Key Investor Information Document*) i sprawozdań finansowych funduszy za 2020 r., będących w ofercie TFI działających w Polsce (na podstawie próby pokrywającej ok. 80% aktywów rynkowych). Opłaty ekstrapolowane do sytuacji bieżącej (połowa 2021 r.) na podstawie danych ankietowych przekazanych przez 3 znaczącej wielkości TFI. Opłaty bieżące dla Czech, Węgier i Rumunii na podstawie dokumentacji KIID i sprawozdań finansowych funduszy za 2020 r., oferowanych przez zarządzających aktywami działających na tych rynkach (na podstawie próby pokrywającej ok. 60-80% aktywów rynkowych). Dla Czech i Węgier dane dostępne wyłącznie dla funduszy zarejestrowanych w tych krajach. Holandia, Szwajcaria oraz Wielka Brytania wyłączone z porównania ze względu na brak porównywalności struktury opłat z pozostałymi krajami (wynikający z regulacyjnego zakazu stosowania tzw. *inducement payments* czyli opłat ponoszonych przez zarządzających aktywami na rzecz dystrybutorów funduszy).

Wykres 15

TFI w Polsce notują relatywnie wyższe koszty operacyjne niż zarządzający aktywami w Europie Zachodniej

Koszty operacyjne w relacji do wartości zarządzanych aktywów, w punktach bazowych



Uwaga: Największe TFI w Polsce zdefiniowane jako top 6 pod względem wartości aktywów: 2 będące częścią grupy bankowej, 2 będące częścią grupy ubezpieczeniowej, 2 niezależne. Tak zdefiniowana grupa pokrywa ok. 40% aktywów funduszy ogółem i ok. 50% aktywów detalicznych w Polsce. Dla krajów Europy Zachodniej wskazano średnie rynkowe koszty operacyjne w 2019 r.
Źródło: dla Polski – KNF oraz sprawozdania finansowe TFI; dla krajów Europy Zachodniej – McKinsey Asset Management Survey

Poziom kosztów ponoszonych przez rodzime TFI za dystrybucję funduszy inwestycyjnych obniżył się w ostatnich latach w wyniku wdrożenia zmian wynikających z europejskiej regulacji MiFID. Jak wskazuje Wykres 16, koszt ten w relacji do średniej wartości aktywów netto spadł w 2019 roku o ponad 40%, a w 2020 roku był już niemal o połowę niższy niż dwa lata wcześniej. W przypadku funduszy detalicznych, obecny średni poziom opłat wypłacanych przez rodzime TFI dystrybutorom jest nawet kilkukrotnie niższy niż we Włoszech, Niemczech lub Francji. Wynik ten oznacza relatywnie niższe koszty ponoszone przez TFI. Warto zaznaczyć jednak, że wykształcona na rodzimym rynku praktyka ograniczania opłat pobieranych od inwestora przy zakupie lub sprzedaży jednostek uczestnictwa sprawiła, że dystrybutorzy polegają w dużej mierze na prowizjach przekazywanych przez TFI jako głównym źródle przychodu[28]. Tym samym spadek tych prowizji może przekładać się na niższy poziom bezpośredniej zachęty ekonomicznej dla dystrybutorów do oferowania jednostek uczestnictwa funduszy oraz do inwestycji w poprawę jakości doświadczenia klientów.

Dodatkowo, jak widać na Wykresie 16, na naszym rynku panuje duże zróżnicowanie pomiędzy wysokością opłat za dystrybucję funduszy ponoszonych przez niezależnych graczy a opłatami ponoszonymi przez TFI będące częścią grup bankowych lub ubezpieczeniowych (sięgające ponad 40 punków bazowych). W przypadku finansowych grup kapitałowych, część ponoszonych wcześniej opłat za dystrybucję trafia do banków i ubezpieczycieli w postaci wypłacanej im dywidendy. Stawia to pewne wyzwania przed niezależnymi TFI, szczególnie w zakresie dostępu do dużej bazy klientów.

Implikacje dla wyników finansowych TFI

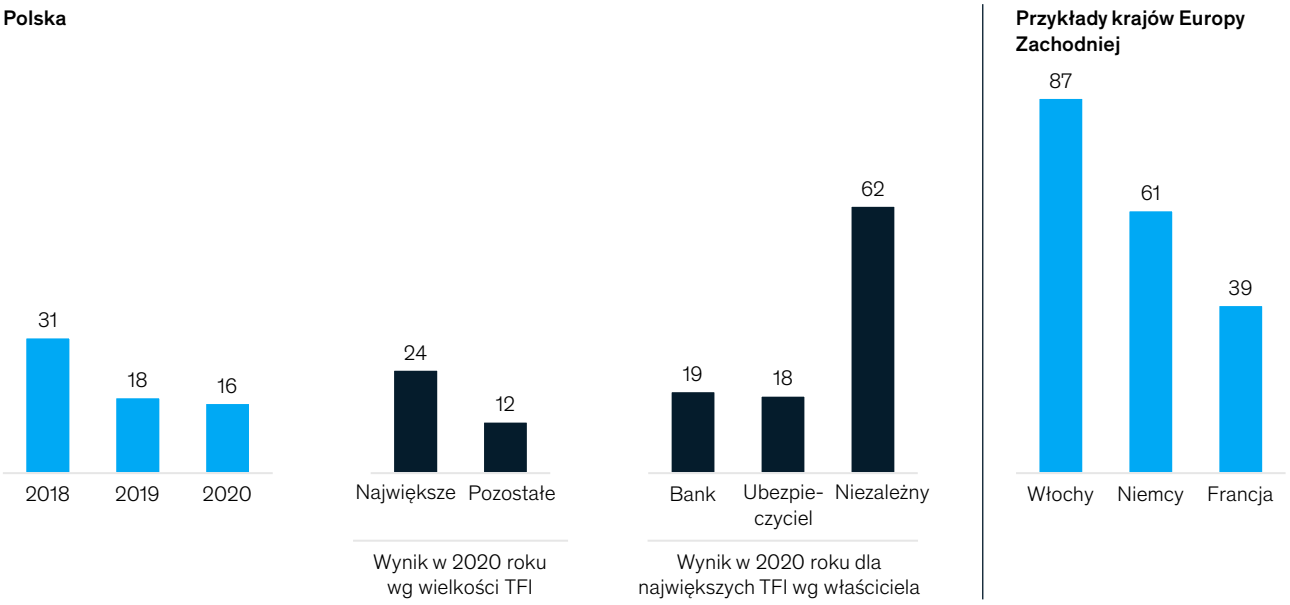
Wyzwania, przed którym stoi sektor TFI, przyczyniają się do utrzymującego się od 3 lat spadku przychodowości w stosunku do poziomu zarządzanych aktywów. Jak wskazuje Wykres 17, zgodnie z danymi KNF, obniżyła się ona o 20 punktów bazowych z 1,34% w 2017 r. do 1,14% w 2020 r. Przychód skorygowany o koszty operacyjne (dający wyobrażenie o całkowitej puli przychodów dostępnej dla dystrybutorów funduszy oraz puli zysków operacyjnych dostępnych dla właścicieli funduszy) obniżył się w tym czasie o 26 punktów bazowych z 0,77% do 0,51%.

Z perspektywy zyskowności zarządzających aktywami, spadek przychodowości był w ostatnich latach częściowo kompensowany przez wspomniany wcześniej spadek kosztów dystrybucji ponoszonych przez TFI. Jednakże w związku

Wykres 16

TFI w Polsce wydają na dystrybucję relatywnie mniej niż zarządzający aktywami w Europie Zachodniej

Koszt dystrybucji funduszy inwestycyjnych w relacji do wartości zarządzanych aktywów, w punktach bazowych



Uwaga: Największe TFI w Polsce zdefiniowane jako top 6 pod względem wartości aktywów: 2 będące częścią grupy bankowej, 2 będące częścią grupy ubezpieczeniowej, 2 niezależne. Tak zdefiniowana grupa pokrywa ok. 40% aktywów funduszy ogółem i ok. 50% aktywów detalicznych w Polsce. Dla krajów Europy Zachodniej wskazano średnie koszty dystrybucji dla segmentu detalicznego w 2019 r. Stawki średnie (obejmujące także segment klientów instytucjonalnych) na tych rynkach są mniej porównywalne do Polski ze względu na znacznie większy udział rynkowy aktywów instytucjonalnych.
Źródło: dla Polski – KNF oraz sprawozdania finansowe TFI; dla krajów Europy Zachodniej – McKinsey Asset Management Survey

z wypłaszczeniem tego trendu, w 2020 r. doszło do spadku zyskowności sektora zarówno w wartościach absolutnych, jak i względnych. Zysk netto towarzystw w wartościach absolutnych spadł o 11% z 950 do 850 mln zł, podczas gdy zysk w relacji do średniej wartości aktywów netto obniżył się o 4 punkty bazowe z 0,32% do 0,28%.

Warto zwrócić uwagę na różnice w wynikach pomiędzy towarzystwami różnej wielkości, związane w dużej mierze ze skalą prowadzonej działalności. Podczas gdy sześć wiodących towarzystw[29] osiągnęło w 2020 roku wskaźnik zysku netto w relacji do aktywów na poziomie 0,45%, dla pozostałej części rynku wyniósł on zaledwie 0,20%.

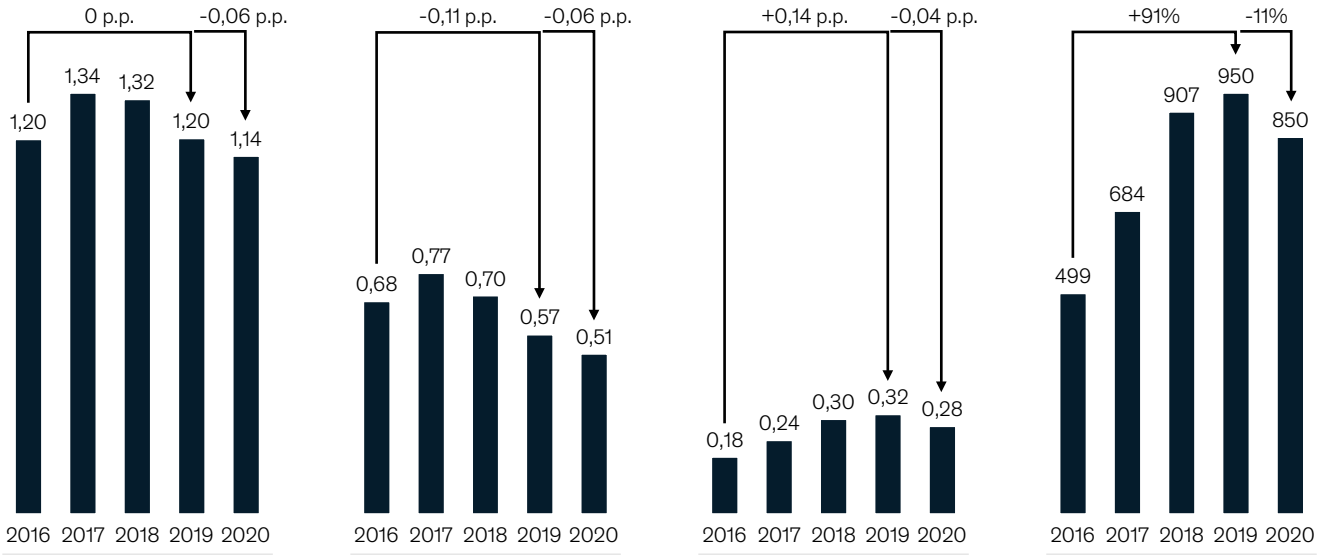
***

Chociaż proste porównanie rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce do bardziej zaawansowanych gospodarek wskazuje na znaczący potencjał wzrostu, branża mierzy się z kilkoma wyzwaniami, których pokonanie może być niezbędne do wejścia na kolejny poziom rozwoju. Sprzyjającymi czynnikami byłyby z pewnością ciągły i dynamiczny wzrost wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz pozytywne wyniki inwestycyjne funduszy w porównaniu do innych instrumentów finansowych. Z drugiej strony, wyzwaniem dla uczestników rynku może być pogodzenie spadku poziomu opłat za zarządzanie i dystrybucję z potrzebami inwestycji w edukację klientów, popularyzację doradztwa finansowego, rozwój oferty produktowej, a także w cyfryzację i personalizację ścieżek klienta w zdalnych kanałach sprzedaży. Działania te mogą być zaś istotne dla przyciągnięcia nowych segmentów oszczędzających Polaków i zwiększenia stopnia wykorzystania funduszy przez obecnych inwestorów.

Wykres 17

Przychodowość sektora TFI wykazywała w ostatnich latach tendencję spadkową zaś zyskowność spadła w ostatnim roku

Zagregowane wybrane wyniki finansowe sektora TFI



Źródło: KNF Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych (edycje 2016-2020)
Średnia wartość aktywów netto obliczona zgodnie z wartościami na koniec danego roku oraz na koniec roku poprzedzającego raportowanymi przez KNF

Kierunki dalszego rozwoju

Istnieje szereg działań, które uczestnicy rynku mogą podjąć w celu zaadresowania opisanych wyzwań ograniczających wzrost wartości sektora. Wiele z nich znajduje swoje odzwierciedlenie w działaniach podmiotów na bardziej rozwiniętych rynkach. Kierunki dalszego rozwoju runku mogą obejmować poprawę i cyfryzację modelu dystrybucji funduszy, dalszy rozwój oferty produktowej, optymalizację modelu operacyjnego graczy rynkowych, jak również działania wspierające, takie jak szersza współpraca w ramach sektora lub realizacja transakcji fuzji i przejęć.

Poprawa i cyfryzacja modelu dystrybucji funduszy

Dystrybucja funduszy pełni istotną rolę w łańcuchu wartości branży zarządzania aktywami. Gracze pełniący funkcję dystrybutora są często optymalnie spozycjonowani do podejmowania działań związanych z edukacją klientów, zwiększaniem dostępności lub łatwości nabycia funduszy, doradztwem w celu optymalizacji indywidualnej strategii inwestycyjnej i profilu ryzyka inwestora, czy motywowaniem klientów do regularnego oszczędzania.

Według badań przeprowadzonych przez McKinsey wśród klientów zamożnych w Europie Zachodniej, ok. 36% klientów preferuje w pełni cyfrową ścieżkę zarządzania swoimi inwestycjami – od zdobycia informacji na temat produktu inwestycyjnego, przez kontakt ze zdalnym doradcą, zakup i późniejszą obsługę. Jeszcze bardziej atrakcyjną opcją, wybieraną przez ok. 60% klientów, wydaje się model hybrydowy, w którym klient otrzymuje możliwość wyboru między wykorzystaniem kanałów cyfrowych a bezpośrednim kontaktem z doradcą w celu otrzymania informacji niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnych. Zaledwie ok. 4% klientów wybrałoby doradztwo oparte wyłącznie o kanały fizycznej obsługi offline.[30]

Pomimo opisanego wcześniej wzrostu znaczenia kanałów cyfrowych dla dystrybucji funduszy, w tym również w Polsce, nie wszystkie TFI i podmioty dystrybuujące jednostki uczestnictwa dostosowały się już do nowego modelu sprzedaży. Tymczasem wysokiej jakości ścieżki cyfrowej dystrybucji funduszy (wykorzystujące np. metody cyfrowego marketingu, czytelny i przyjazny interfejs, przystępny język przekazywanych informacji, prosty proces zakupu i obsługi, personalizację doświadczenia klienta, zapewnienie poczucia cyberbezpieczeństwa) nie tylko pozwalają na przyciągnięcie segmentów klientów preferujących taką formę kontaktu z instytucjami finansowymi, ale także pomagają zwiększyć konwersję sprzedażową i zredukować liczbę odchodzących klientów. Przykładowo, jeden z graczy specjalizujących się w sprzedaży produktów inwestycyjnych w Europie Północnej, po przejściu holistycznej transformacji w zakresie cyfrowego marketingu i sprzedaży, zwiększył akwizycję nowych klientów niemal trzykrotnie w ciągu trzech lat.

Co więcej, nawet gracze, którzy już oferują możliwość zakupu funduszy w kanałach cyfrowych, mogą wykorzystać szansę ich dalszego rozwoju. Moduły szkoleniowe, raporty, webinary, dostęp do wiedzy ekspertów czy notyfikacje push z najważniejszymi informacjami mogą pomóc rozszerzyć tradycyjną rolę kanałów dystrybucji z dokonywania transakcji do budowania kompetencji klientów oraz dostarczania rzetelnej informacji na temat inwestowania i rynków finansowych. Tym samym mogą zaadresować część z kluczowych obaw klientów w Polsce powstrzymujących ich przez inwestowaniem. Przykłady międzynarodowych graczy na rynku zarządzania aktywami, którzy wdrożyli podobne rozwiązania obejmują Amundi, Axa, BNP Paribas Asset Management lub J.P. Morgan. Oferują oni m.in. webcast'y mające na celu informowanie i kształcenie klientów, codzienne informacje o sytuacji na rynkach finansowych lub regularnie publikowane nagrania wideo z wypowiedziami ekspertów. Ułatwiają również klientom dostęp do swoich zasobów wiedzy, np. dostarczając informacje rynkowe za pomocą asystenta głosowego.

Innym przykładem rozszerzenia roli cyfrowych kanałów sprzedaży jest zaoferowanie klientom usług doradczych. Rozwiązaniem w tym zakresie, które cieszy się rosnącą popularnością na rozwiniętych rynkach, są cyfrowe platformy wykorzystujące zaawansowane algorytmy do doboru produktów inwestycyjnych zgodnie z profilem i preferencjami klienta, tzw. *robo-advisory*. Rozwiązania takie muszą się dziś mierzyć jeszcze z szeregiem wyzwań (np. pozyskanie zaufania inwestorów przez personalizację doradztwa, ochronę prywatności czy przejrzystość wykorzystywanych algorytmów) jednak są one stale rozwijane. Pierwsze platformy tego typu zostały już uruchomione w Polsce. Pewnym wyzwaniem dla niektórych graczy przy wdrażaniu tego typu oferty w Polsce może być wysoki jednorazowy koszt inwestycji, w szczególności, jeśli wdrożenie wiązałoby się z koniecznością poprawy istniejącej ogólnej infrastruktury IT (np. systemów agentów transferowych, systemów raportowania).

W zakresie rozwoju samej struktury kanałów sprzedaży, niektórzy z uczestników rynku oczekują spadku roli banków w dystrybucji funduszy i wzrostu znaczenia kanałów bezpośrednich oraz platform inwestycyjnych.[31] Model platformy jest często postrzegany jako atrakcyjny ze względu na możliwość bezpośredniego połączenia wielu dostawców produktów inwestycyjnych z dużą grupą inwestorów, a także – przy dużej skali działalności – możliwość zaoferowania usług dodatkowych zarówno zarządzającym aktywami (np. sprawozdawczość, zarządzanie umowami dystrybucyjnymi, raportowanie sprzedaży) jak i ich klientom (np. *robo-advisory*, portal edukacyjny).

Charakterystycznym trendem międzynarodowym w rozwoju platform inwestycyjnych jest uruchamianie takich rozwiązań nie tylko dla klasycznych funduszy, bazujących na publicznie obracanych papierach wartościowych, ale również dla funduszy alternatywnych (np. *private equity*). W tym przypadku dodatkową korzyścią, związaną z wysokim poziomem automatyzacji oferowanym przez platformę, może być obniżenie minimalnego progu wartości inwestycji umożliwiającego skorzystanie z oferty. Przykładem takiego rozwiązania jest uruchomiona w 2018 r. platforma Moonfare, umożliwiająca inwestorom indywidualnym dostęp do

36%

klientów zamożnych w Europie Zachodniej, preferuje w pełni cyfrową ścieżkę zarządzania swoimi inwestycjami

60%

klientów woli hybrydowy model zarządzania swoimi inwestycjami, w którym ma możliwość wyboru między wykorzystaniem kanałów cyfrowych a bezpośrednim kontaktem z doradcą w celu otrzymania informacji niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

alternatywnych strategii inwestycyjnych od poziomu 50-100 tys. euro. Na razie raportowana skala działalności Moonfare jest ograniczona (platforma obsługuje ok. 1800 klientów), ale firmie tej udało się osiągnąć wzrost wartości aktywów do blisko 1 miliarda dolarów w 2021 roku.[32] Innym przykładem o nieco większej skali działania jest działający od 2013 roku iCapital, który oferuje dostęp do alternatywnych funduszy inwestycyjnych (*private equity*, *venture capital*, nieruchomości, funduszy hedgingowych, *private debt)* klientom indywidualnym od minimalnej kwoty 100 tys. dolarów amerykańskich. iCapital zarządza obecnie ok. 80 mld dolarów aktywów i obsługuje ponad 100 tys. rachunków inwestycyjnych, a wśród jego strategicznych inwestorów znajdują się największe globalne firmy zarządzające aktywami.[33] Podobnie Vanguard, tradycyjny gracz na rynku funduszy inwestycyjnych, poinformował ostatnio o zamiarze udostępnienia klientom oferty *private equity* we współpracy z HarbourVest[34].

Rozwój oferty produktowej

Dalszy rozwój oferty produktowej TFI jest istotny z kilku powodów: może stanowić metodę ochrony przed potencjalną konkurencją, może odpowiadać na potrzeby nowych segmentów klientów i tym samym rozszerzać grupę inwestujących w fundusze, a także umożliwia pokrycie szerszego niż obecnie zakresu strategii inwestycyjnych.

Klienci funduszy w Polsce należą obecnie często do grupy osób zamożnych i najbardziej zaawansowanych pod względem wiedzy na temat wykorzystania rozmaitych instrumentów finansowych. Tym samym mogą oni być bardziej skłonni do korzystania z szerokiego spektrum form lokowania pieniędzy alternatywnych wobec dominujących w Polsce typów funduszy: od rozmaitego rodzaju funduszy tematycznych i specjalistycznych, przez fundusze pasywne, bezpośrednie inwestycje w akcje i obligacje, po nieruchomości, kryptowaluty lub inne instrumenty inwestycyjne.

Dodatkowo, przy dalszym wzroście zamożności Polaków, możemy spodziewać się rosnącej liczby potencjalnych inwestorów na rynku, w tym grup o całkowicie innych charakterystykach od obecnej bazy klientów TFI. Mowa tutaj o pokoleniach Y (tzw. millenialsach – grupie osób między 25 a 40 rokiem życia) oraz Z (osoby urodzone w okolicach 2000 roku). Choć często znajdują się one w początkowej fazie akumulacji oszczędności, mogą mieć znacząco inne oczekiwania w zakresie sposobu zakupu funduszy (np. przyzwyczajenie do korzystania z narzędzi cyfrowych) lub typów funduszy, które kupują (np. odzwierciedlanie w strategii inwestycyjnej osobistych wartości i przekonań). Przykładowo, według badania Morgan Stanley, millennialsi są prawie dwa razy bardziej skłonni do inwestowania w spółki lub fundusze, których celem są określone wyniki społeczne lub środowiskowe; 15% deklaruje, że opuściłoby pozycję inwestycyjną z powodu budzącej zastrzeżenia działalności firm w porównaniu do 7% inwestorów spoza tej grupy pokoleniowej.[35]

Jak wspomnieliśmy wcześniej, fundusze inwestycyjne dostępne w Polsce pozwalają na pokrycie szerokiego zakresu strategii inwestycyjnych, głównie aktywnych. Przykłady z bardziej rozwiniętych rynków wskazują jednak, że inwestorzy mogą być zainteresowani jeszcze bogatszą ofertą produktową, w tym funduszami lokującymi środki zgodnie z normami ESG (*Environmental, Social, and Corporate Governance*), funduszami alternatywnymi, funduszami indeksowymi lub ofertą tzw. *direct indexing*.

Fundusze ESG stanowią jeden z najszybciej rosnących segmentów rynku zarządzania aktywami w Europie Zachodniej. Odpowiadają na oczekiwania inwestorów, dla których obok zysków istotne są również inne aspekty prowadzenia biznesu. Specjalizują się w inwestycjach w spółki, których strategia i działania spełniają określone kryteria w zakresie dbałości o środowisko naturalne, odpowiedzialności społecznej i zasad ładu korporacyjnego. Wybór takich funduszy może nie tylko odzwierciedlać osobiste wartości brane pod uwagę przez klientów przy lokowaniu środków, ale również umożliwiać ograniczenie niestandardowych ryzyk inwestycyjnych związanych np. z wpływem nowych regulacji na wyniki finansowe spółek z portfela, z nieadekwatną kontrolą nad ładem korporacyjnym, czy też utratą reputacji przez emitenta mającego negatywny wpływ na środowisko naturalne.

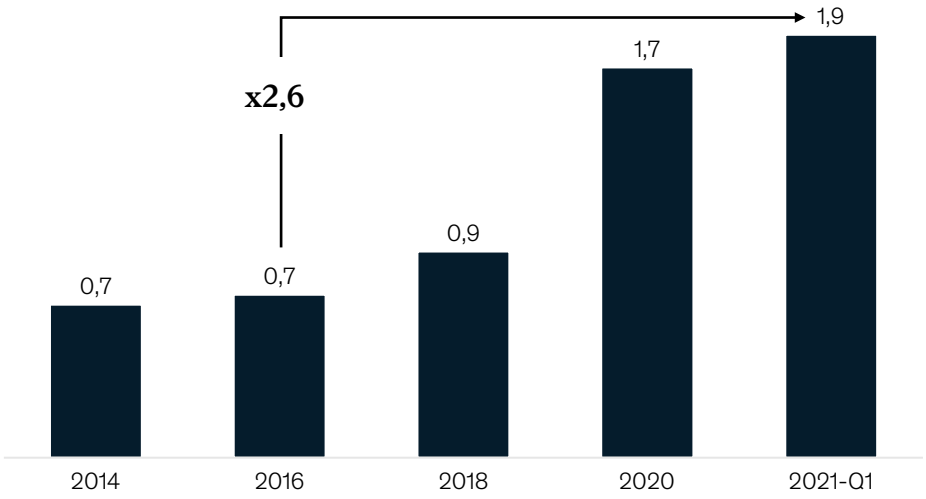
2,6x

urosły aktywa europejskich funduszy ESG w ciągu ostatnich 4 lat

Wykres 18

Aktywa funduszy ESG stanowią 13% całego europejskiego rynku funduszy detalicznych

Aktywa europejskich funduszy ESG,
w bilionach dolarów amerykańskich



Udział aktywów europejskich funduszy ESG w całkowitym rynku funduszy detalicznych,
w proc.

Analiza uwzględnia fundusze sklasyfikowane przez Morningstar jako „Sustainable Investment". Obejmuje następujące kraje: Austria, Belgia, Czechy, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Islandia, Irlandia, Włochy, Malta, Holandia, Norwegia, Portugalia, Hiszpania, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania
Źródło: Morningstar Direct

Jak wskazuje Wykres 18, wartość aktywów zarządzanych przez fundusze ESG w Europie wzrosła między końcem 2016 a końcem pierwszym kwartału 2021 roku ponad dwa i pół raza i stanowią już one ok. 13% aktywów rynku.[36] Zauważalny jest również wzrost udziału funduszy tego typu we wpływach aktywów netto do funduszy od klientów z 2% w 2014 do 37% w 2020 i 74% w pierwszym kwartale 2021 roku.[37] Również w Polsce widzimy rosnące zainteresowanie wykorzystaniem norm ESG w zakresie zarządzania aktywami. Przykładowo, Warszawska Giełda Papierów Wartościowych rozpoczęła w 2019 roku publikowanie indeksu obejmującego spółki respektujące zasady ESG. Wspólnie z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju, GPW przygotowała również przewodnik dla notowanych spółek w zakresie wytycznych do raportowania ESG.[38]

Rozwój oferty funduszy alternatywnych na rozwiniętych rynkach (np. w Stanach Zjednoczonych) jest niekiedy postrzegany jako potencjalnie atrakcyjna odpowiedź zarządzających aktywami na trend spadku marż na klasycznych produktach aktywnego zarządzania, wywołany presją konkurencyjną ze strony funduszy indeksowych. Fundusze alternatywne wciąż nie stanowią oferty masowej, ale ich unikalność (np. dająca klientom możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego) oraz profil potencjalnej rentowności (np. możliwość zmniejszenia korelacji wyniku funduszu z wynikami szerokiego rynku akcji) mogą być zachęcające dla niektórych segmentów klientów mających do dyspozycji znaczący portfel aktywów. W większości przypadków ograniczeniem dostępności takich produktów jest wciąż relatywnie wysoki próg inwestycji (częściową odpowiedzią może być rozwój dedykowanych i zautomatyzowanych platform inwestycyjnych, takich jak przykłady wskazane wcześniej) oraz ograniczenie dostępu do pewnych kategorii funduszy wyłącznie dla inwestorów akredytowanych.

Fundusze pasywne cieszą się w ostatnich latach rosnącym zainteresowaniem na rozwiniętych rynkach, wynikającym często z ich relatywnie prostej konstrukcji (śledzenie wskazanego indeksu giełdowego zamiast aktywnego zarządzania portfelem), możliwości zapewnienia znaczącej dywersyfikacji i relatywnie niskich opłat pobieranych od inwestorów. Udział funduszy pasywnych w aktywach funduszy w Europie Zachodniej wzrósł z 12% w 2015 do 17% w 2020 roku.[39] Rola, jaką odgrywają takie fundusze w poszczególnych krajach zależy jednak od struktury konkretnego rynku.

Udział funduszy pasywnych w rynku polskim jest jak dotąd niewielki i wynosił w maju 2021 r. ok. 1%.[40] Dalsze rozwijanie ich oferty wiąże się w pewnymi wyzwaniami dla rodzimych TFI. W związku z niskim poziomem opłat, istnieje ryzyko kanibalizacji obecnych produktów o wyższej marży. Fundusze pasywne najlepiej sprawdzają się w przypadku dużej skali zarządzanych aktywów, która w związku ze wspomnianymi wcześniej wyzwaniami dla polskiego rynku może być trudna do osiągnięcia. Z drugiej strony, w związku z relatywie prostym podejściem do dystrybucjitakich produktów, brak działania może wiązać się z ryzykiem utraty części wolumenów na rzecz konkurentów. Już teraz szereg domów maklerskich w Polsce oferuje produkty indeksowe zagranicznych towarzystw. Również co najmniej kilku zagranicznych dystrybutorów (w tym banków, domów maklerskich, fintechów) umożliwia dostęp do swoich platform w wersji w pełni cyfrowej i spolonizowanej lub w inny sposób dostosowanej do polskiego inwestora.

Produkty typu *direct indexing* (bezpośredniego indeksowania) są czasami postrzegane jako alternatywa dla klasycznych funduszy indeksowych. Pozwalają one na personalizację przez klienta w czasie rzeczywistym dowolnego składu indeksu przez dodanie, wyłączenie lub zmianę udziału konkretnej branży, obszaru geograficznego, motywu inwestycyjnego lub wybranych spółek. Umożliwiają one tym samym większą elastyczność w aktywnym kształtowaniu portfela przez inwestora. Dodatkowo, dzięki zaawansowanej automatyzacji, rozwiązania takie charakteryzują się często niższymi kosztami uruchomienia oraz dają możliwość kupna ułamka danego papieru wartościowego (tzw. *fractional ownership*, np. zakup 1/1000 akcji), obniżając próg wejścia dla wielu klientów. W przeszłości produkty *direct indexing* wykorzystywane były przede wszystkim przez zamożnych klientów z dużym portfelem inwestycyjnym. Obecnie rozwiązanie to staje się dostępne dla mniejszych inwestorów, a rynkiem wiodącym w ich wdrażaniu są Stany Zjednoczone. Firma Wealthfront, bazująca na rozwiązaniach *robo-advisory*, oferuje indeksowanie bezpośrednie dla klientów z aktywami w wysokości co najmniej 100 tys. dolarów. W 2019 roku firma Motif (obecnie przejęta przez innych graczy rynkowych) zaoferowała produkt *direct indexing* wykorzystujący algorytm do śledzenia 500 spółek o największej kapitalizacji rynkowej, dostępny przy portfelu minimum 10 tys. dolarów[41]. Inni gracze oferujący takie rozwiązania to między innymi duże firmy zarządzające aktywami jak Charles Schwab czy Fidelity.

Optymalizacja modelu operacyjnego

Sektor zarządzania aktywami mierzy się z koniecznością ciągłego dostosowywania swojego modelu operacyjnego do warunków rynkowych (np. poprzez rozwój nowych rozwiązań w odpowiedzi na rosnące potrzeby inwestorów, dostosowanie systemów i operacji do wymagań regulacyjnych, podążanie za zmieniającymi się standardami technologii i cyberbezpieczeństwa) przy coraz większej złożoności wewnętrznej infrastruktury i procesów (np. zarządzanie niespotykaną dotąd ilością danych, skomplikowaniem procesów wewnętrznych oraz niekiedy fragmentaryzacją systemów IT). Główne działania dotyczące optymalizacji modelu operacyjnego podejmowane przez graczy na zaawansowanych rynkach dotyczą zwiększenia zwinności organizacji, cyfryzacji procesów oraz zwiększenia poziomu wykorzystania zaawansowanej analityki danych.

Według badań McKinsey, zwiększona zwinność organizacji przekłada się na poprawę satysfakcji klientów oraz partnerów biznesowych, zwiększenie zaangażowania pracowników i wydajności

17%

aktywów funduszy w Europie Zachodniej w 2020 r. stanowiły fundusze pasywne

1%

wyniósł udział funduszy pasywnych w Polsce w maju 2021 r.

operacyjnej oraz lepsze wyniki finansowe[42]. Budowa zwinności organizacji – obejmująca szeroki zakres działań związanych z m.in. rozpoznawaniem potrzeb klientów, podejściem do rozwijania nowych produktów, organizacją współpracy między obszarami biznesowymi i technologicznymi, usprawnianiem i automatyzacją dostarczania nowych rozwiązań informatycznych, adaptacją pracy do bieżącego stanu i rezultatów biznesowych poszczególnych inicjatyw – znajduje również zastosowanie w branży zarządzania aktywami. Według badania dojrzałości wykorzystania praktyk zwinnej organizacji zrealizowanego przez McKinsey na 7 europejskich rynkach wśród 12 firm zarządzających aktywami, część z nich rozpoczęła wprowadzanie takich rozwiązań szczególnie w obszarze IT (np. w ramach budowania zespołów, zarządzania procesem rozwoju oprogramowania, stosowanych praktyk inżynieryjnych). Jednocześnie większość badanych firm nie zrealizowała jeszcze w pełni potencjału wzrostu wydajności i szybkości działania wynikających z takich zmian. Obszary największego potencjału zidentyfikowane przez McKinsey dotyczą procesów uczenia organizacji (np. zbierania i wykorzystania feedbacku od klientów, procesu ciągłej poprawy wyników), testowania i wdrażania nowych rozwiązań, wykorzystania zwinnego podejścia w skali całej firmy (np. w procesach decyzyjnych i zarządzania wynikami), przyciągania nowych talentów do organizacji, a także angażowania pracowników (np. w procesach zarządzania wartością, koordynowaniu działań biznesowych z działaniami IT).[43]

W zakresie poprawy wydajności procesów wewnętrznych zarządzania aktywami, typowymi rozwiązaniami, po które sięgają gracze na rozwiniętych rynkach są optymalizacja i cyfryzacja pełnych ścieżek klienta (związanych ze sprzedażą i późniejszą obsługą), automatyzacja procesów (np. przy wykorzystaniu rozwiązań typu *robotic process automation*), wdrażanie rozwiązań opartych o chmurę (np. do zarządzania kontami i zleceniami), zastosowanie nowoczesnych rozwiązań CRM lub dematerializacja obiegu dokumentów w obszarze *back office*. Ciekawym przykładem rozwiązań usprawniających procesy jest wykorzystanie technologii *blockchain* i rozproszonej bazy danych (tzw. DLT). Obecnie widzimy już pierwsze wdrożenia pojedynczych rozwiązań tego typu przez firmy aktywnie poszukujące nowych rozwiązań (*early adopters*). Przykładem wykorzystania takiego rozwiązania jest FundsDLT. Platforma ta ma na celu uproszczenie procesu dystrybucji funduszy, ograniczając liczbę pośredników oraz zbędnych procesów, agregując dane dotyczące funduszy, sprzedaży oraz funkcji rozliczeniowych.[44]

Wykorzystanie zaawansowanej analityki danych znajduje zastosowanie w trzech głównych domenach dystrybucji i zarządzania funduszami: zwiększenia efektywności sprzedaży i doradztwa, optymalizacji procesów inwestycyjnych oraz redukcji kosztów *back office.* Przykładowe zastosowania w pierwszym z wymienionych obszarów uwzględniają optymalizację działań cyfrowego marketingu, segmentacji klientów, modelu obsługi inwestorów przez doradców, dosprzedaży produktów oraz podejścia doradczego dla konkretnego klienta. W przypadku procesów inwestycyjnych, analityka danych może prowadzić do zwiększenia obiektywizmu decyzji inwestycyjnych, usprawnienia researchu, optymalizacji systemów zarządzania ryzykiem lub optymalizacji kosztu obrotu papierami wartościowymi. Jedna z międzynarodowych firm zarządzania aktywami zastosowała podejście bazujące na zaawansowanej analityce danych do zidentyfikowania wysokiej wartości transakcji cechujących się błędami poznawczymi (tzw. *biases*). Dzięki temu mogła wdrożyć działania zmierzające do optymalizacji decyzji inwestycyjnych (w zakresie wyboru akcji, ważenia składu portfela oraz momentu wyjścia z danej pozycji portfela) o potencjale poprawy współczynnika alpha tych funduszy (czyli zwrotu ponad poziom zwrotu rynkowego) o 1-3 punktów procentowych. W przypadku obszaru *back office*, rozwiązania analityczne mogą usprawnić działania związane z nadzorem nad transakcjami (np. monitorowanie pod kątem anomalii, zgodności z regulacjami), zarządzaniem gotówką czy automatyzacją procesów wewnętrznych (np. dzięki zastosowaniu mechanizmów typu *natural-language understanding*).

3x

wzrost rocznej akwizycji klientów w ciągu trzech lat zanotował jeden z graczy specjalizujących się w sprzedaży produktów inwestycyjnych w Europie Północnej po przejściu holistycznej transformacji w zakresie cyfrowego marketingu i sprzedaży

Działania wspierające strategie wzrostu

W zależności od pozycji startowej i przyjętych priorytetów, niektórzy gracze rynkowi mogą zdecydować o podjęciu dodatkowych działań, rozszerzając współpracę z innymi podmiotami w ramach sektora lub uwzględniając w swoich strategiach wzrostu fuzje i przejęcia.

Istnieje szereg działań, które towarzystwa mogę podejmować wspólnie w celu wsparcia rozwoju krajowego rynku. Jak wskazaliśmy wcześniej, jednym z ważnych czynników ograniczających poziom inwestycji klientów indywidualnych w fundusze jest niska samoocena wiedzy finansowej, przyczyniająca się do niższego apetytu na ryzyko i do wybierania tradycyjnych, dobrze znanych produktów oszczędnościowych (przede wszystkim depozytów bankowych). Kampanie edukacyjne organizowane przez branżę, koordynowane w ramach organizacji samorządowych sektora i w porozumieniu z regulatorem, mogą przyczynić się do zwiększenia wiedzy i kompetencji wśród inwestorów, wzrostu świadomości wśród osób oszczędzających, a tym samym rozszerzenia rynku o potencjalnych nowych klientów. Widzimy również obszary potencjalnej współpracy mogące poprawić efektywność operacyjną i obniżyć koszty. Dla przykładu, TFI rozwijające model dystrybucji bezpośredniej, inspirując się rozwiązaniami wprowadzanymi przez niektóre banki w Europie, mogą rozważyć stworzenie wspólnego rozwiązania w obszarze weryfikacji klientów (KYC).[45] Innym pomysłem na połączenie sił może być budowa cyfrowej platformy sprzedażowej – udostępniającej bezpośrednio produkty wszystkich uczestników jak najszerszej grupie odbiorców lub działającej w formule *white label,* tzn. obejmującej techniczną i operacyjną część sprzedaży funduszy, ale działającej pod indywidualnymi szyldami towarzystw. Przykłady platform dystrybucyjnych budowanych przy współpracy kilku graczy rynkowych są widoczne na innych rynkach. Jednym z nich jest wspomniana wcześniej platforma FundsDLT, będąca wspólnym przedsięwzięciem międzynarodowych firm aktywnych na rynku asset management, Clearstream i giełdy w Luksemburgu.[46] Innym interesującym rozwiązaniem jest Fundsquare, platforma rozwijana przy znaczącym udziale uczestników rynku zarządzania funduszami, mająca na celu ograniczenie kosztów i zwiększenie efektywności w obszarze dystrybucji funduszy w Europie. Fundsquare świadczy usługi w obszarach wymogów regulacyjnych (rejestracja, dokumentacja paszportowa, raportowanie) oraz przetwarzania i obiegu informacji. Fundsquare jest obecnie własnością giełdy w Luksemburgu, ale plany dalszego rozwoju uwzględniają przejęcie udziałów w platformie przez jej użytkowników (firmy zarządzające, dystrybutorów i agentów transferowych).[47]

Fuzje i przejęcia są często postrzegane wśród liderów branży na rozwiniętych rynkach jako jeden ze skutecznych motorów wzrostu. Zwykle działania takie są napędzane przez dużych graczy, dla których celem może być na przykład: zwiększenie korzyści skali (synergie kosztowe i przychodowe), wejście na nowe rynki (np. wejście do nowego kraju, wzmocnienie pozycji w danym segmencie klientów, wejście w rolę dostawcy technologii), a także nabycie nowych umiejętności (np. zdobycie wyspecjalizowanych strategii inwestycyjnych pozwalających na lepsze konkurowanie z funduszami indeksowymi, rozszerzenie działalności na alternatywne obszary inwestycyjne, nabycie platformy *robo-advisory*, wejście w obszar *market making*). Często jedna transakcja może służyć realizacji kilku celów równocześnie. W zależności od indywidualnych strategii przyjętych przez poszczególnych graczy, część z tych motywacji może odnosić się również do rynku polskiego. Przykładowo, większa skala działalności może dać graczom większą elastyczność w zakresie finansowania inwestycji w cyfryzację modelu biznesowego i operacyjnego. Liczba znaczących transakcji fuzji i przejęć na globalnym rynku zarządzania aktywami zwiększyła się z ok. 150 rocznie w latach 2015-2016 do 210-270 rocznie w ostatnich czterech latach. Rynek amerykański odpowiada za ok. 60-80% transakcji z tym, że część z nich niesie z sobą konsekwencje także w innych krajach.[48] W Polsce w ciągu ostatnich kilku lat mieliśmy już do czynienia ze zjawiskiem konsolidacji rynku TFI. Były to między innymi przypadki dużych graczy chcących umocnić

swoją pozycję na rynku lub niezależnych towarzystw łączących się w poszukiwaniu oszczędności i zwiększenia przychodów. Ciekawym przykładem wykorzystania działań M&A w ramach strategii wzrostu są działania iM Global Partner. Gracz ten kupuje mniejszościowe udziały w starannie wyselekcjonowanych firmach zarządzania aktywami i dołącza ich produkty do swojej oferty, zapewniając niezależność działania oraz dostęp do wspólnej sieci dystrybucji. Równocześnie optymalizuje zarządzanie aktywami w taki sposób, żeby jak najbardziej efektywnie wykorzystać kompetencje swoich partnerów. iM Global Partner ma w swoim portfolio 7 firm partnerskich (w większości koncentrujących się na rynku amerykańskim) i zamierza zwiększyć tę liczbę do maksimum 13-15 w ciągu 10 lat. W tym samym okresie oczekuje wzrostu wartości zarządzanych aktywów z 35 do 150 mld dolarów amerykańskich.[49]

***

Polski rynek funduszy inwestycyjnych stoi dzisiaj w obliczu szeregu wyzwań związanych m.in. z ograniczoną skalą działalności, malejącą rentownością, zmieniającymi się oczekiwaniami klientów, konkurencją ze strony alternatywnych form lokowania środków finansowych, rosnącą złożonością technologiczną działalności operacyjnej i dystrybucyjnej, czy koniecznością wdrażania zmian regulacyjnych. Ich zakres i różnorodność sprawiają, że trudno znaleźć na nie jedną, prostą odpowiedź. Dalszy rozwój sektora może zależeć od realizacji szeregu kompleksowych i uzupełniających się inicjatyw, obejmujących zarówno kontynuację działań podejmowanych w przeszłości (takich jak edukacja i rozwój kompetencji inwestycyjnych klientów) jak i działania w nowych, innowacyjnych obszarach (na przykład wykorzystanie sztucznej inteligencji w personalizacji doświadczenia klientów). Ponadto wzrost branży może zależeć od działań podejmowanych nie tylko przez same TFI, ale również przez innych uczestników rynku jak dystrybutorzy (nie tylko wyspecjalizowanych graczy, ale również przez banki i firmy ubezpieczeniowe będące właścicielami lub współpracujące z wieloma towarzystwami) czy dostawcy rozwiązań technologicznych.

Siła zidentyfikowanych wyzwań może się wahać jak również oddziaływać w różnym stopniu na poszczególne TFI. Przykładowo, mniejsi gracze działający niezależnie mogą odczuć presję rynkową bardziej dotkliwie, niż duże towarzystwa będące częścią grup finansowych. Decyzje co do kierunku rozwoju powinny być wynikiem indywidualnej oceny obecnej sytuacji, analizy oczekiwanych zmian i określenia strategii wzrostu danego towarzystwa, przy uwzględnieniu opcji i ram potencjalnej współpracy z innymi graczami sektora.

Pozytywny trend napływu środków do funduszy w 2021 roku po wieloletnim okresie wolnego wzrostu czy też inne nowe źródła wzrostu sektora (np. rozwijający się system PPK) mogą stanowić impuls do intensyfikacji działań rozwojowych właśnie teraz – tak, aby zwiększyć odporność na trudniejsze czasy, fundamentalnie zwiększyć rolę funduszy w finansach Polaków oraz przynieść pozytywne efekty dla branży odczuwalne w horyzoncie wielu lat.

Tworząc ten raport i nasze analizy, współpracowaliśmy ściśle z wieloma działami McKinsey na całym świecie. Chcielibyśmy szczególnie podziękować za zaangażowanie oraz wskazówki merytoryczne następującym osobom: Diksha Bajaj, Eva Beekman, Romain Dequesne, Stefan Engelhorn, Katarzyna Gołąbek, Laura Hofstee, Philipp Kroczek, Nicolò Pittiglio, Michał Pyka, Dawid Radwan, Achim Schlitter, Srishty Shreya, Florian Wagner, Christian Zahn.

Jednocześnie chcielibyśmy podziękować licznym ekspertom rynkowym, którzy dostarczyli nam spostrzeżeń i danych źródłowych. W szczególności chcielibyśmy podziękować pracownikom i członkom Rady Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami za udostępnione materiały i przekazaną wiedzę.

Przypisy końcowe

1 Na podstawie wywiadów z przedstawicielami TFI przeprowadzonymi przez McKinsey w czasie prac nad niniejszym raportem

2 Dane i raporty – Aktywa dane, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), październik 2021 r., https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-dane

3 Dane i raporty – Aktywa dane oraz Sprzedaż dane, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), lipiec 2021 r., https://www.izfa.pl/raporty

4 Rachunki finansowe, Narodowy Bank Polski (NBP), dane pobrane w lipcu 2021 r., https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/krf.html

5 Na podstawie: Fact Book 2021. Trends in European Investment Funds, European Fund and Asset Management Association (EFAMA), lipiec 2021 r., https://www.efama.org/data-research/research/fact-book

6 Main GDP aggregates per capita, Eurostat, Lipiec 2021 r., https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_10_pc&lang=en

7 Bank Danych Makroekonomicznych, GUS, Sierpień 2021 r., https://bdm.stat.gov.pl/

8 Poziom wiedzy finansowej Polaków 2021. Spotkanie prasowe w ramach V Kongresu Edukacji Finansowej i Przedsiębiorczości, Fundacja GPW i Warszawski Instytut Bankowości, Marzec 2021 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/pdf/Poziom_wiedzy_finansowej_Polakow.pdf

9 OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy, OECD, Czerwiec 2020 r., https://www.oecd.org/financial/education/launchoftheoecdinfeglobalfinancialliteracysurveyreport.htm

10 Household saving rate, Eurostat, aktualizacja w lipcu 2021 r., https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00131/default/table?lang=en

11 Prezentacja z badania kompetencji i wiedzy finansowej Polaków w ramach międzynarodowego projektu OECD / INFE, Departament Edukacji i Wydawnictw NBP, Warszawa, luty 2020 r.

12 „Measuring the financial literacy of the adult population: the experience of Banca d'Italia", Banca d'Italia, Izerwiec 2018 r., https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2018-0435/QEF_435_18.pdf

13 Household financial assets, OECD, data pobrania: sierpień 2021 r. https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm

14 „Fact Book 2021. Trends in European Investment Funds", European Fund and Asset Management Association (EFAMA), lipiec 2021 r., https://www.efama.org/data-research/research/fact-book

15 Dane i raporty – Sprzedaż dane, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), lipiec 2021 r., https://www.izfa.pl/raporty#sprzedaz-dane

16 „Fact Book 2021. Trends in European Investment Funds", European Fund and Asset Management Association (EFAMA), lipiec 2021 r., https://www.efama.org/newsroom/news/efama-publishes-2020-industry-fact-book

17 Fact Book 2021. Trends in European Investment Funds, European Fund and Asset Management Association (EFAMA), Lipiec 2021 r., https://www.efama.org/data-research/research/fact-book
Kategorie UCITS (Undertakings Collective Investment in Transferable Securities) oraz AIF (Alternative Investment Fund) odnoszą się do klasyfikacji typów funduszy zgodnie z regulacjami UE

18 Prezentacja z badania kompetencji i wiedzy finansowej Polaków w ramach międzynarodowego projektu OECD / INFE, Departament Edukacji i Wydawnictw NBP, Warszawa, luty 2020 r.

19 Szacunki na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi przeprowadzonymi w czasie prac nad raportem oraz „Dystrybucja funduszy: Banki i długo długo nic", Analizy.pl, czerwiec 2018 r., https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/22574/dystrybucja-funduszy-banki-i-dlugo-dlugo-nic.
Do kanałów bankowych wliczone zostały rachunki bankowe, bankowość prywatna oraz biura maklerskie (w większości pozostające częścią grup bankowych)
Porównanie z rynkami europejskimi na podstawie McKinsey Performance Lens Global Growth Cube

20 „Pandemia nakręciła internetową sprzedaż funduszy", Parkiet, kwiecień 2021, https://www.parkiet.com/Fundusze-inwestycyjne/304249999-Pandemia-nakrecila-internetowa-sprzedaz-funduszy.html

21 Dla przykładu kupfundusz.pl mówi o podwojeniu wartości aktywów sprzedanych na platformie pomiędzy czerwcem a październikiem 2020, a F-Trust o kilkukrotnym wzroście liczby transakcji w 2020 roku, https://www.parkiet.com/Fundusze-inwestycyjne-TFI/311199982-Fundusze-Chetniej-inwestujemy-przez-internet.html

22 Na podstawie analizy McKinsey dla 6 dużych TFI w Polsce

23 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 grudnia 2018 r. w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, Dz.U. 2018 poz. 2380, Ministerstwo Finansów, grudzień 2018 r., http://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20180002380

24 „Fact Book 2021. Trends in European Investment Funds", European Fund and Asset Management Association (EFAMA), lipiec 2021 r., https://www.efama.org/data-research/research/fact-book

25 Raport dotyczący sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2020 roku,
Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, maj 2021 r., https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Raport_o_sytuacji_finansowej_TFI_w_2020_roku_73688.pdf

26 McKinsey Global Asset Management Survey, 2020 r., https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/how-we-help-clients/performance-lens/our-offerings/global-asset-management-survey

27 Szacunki na podstawie sprawozdań finansowych za rok 2020 dla 6 dużych TFI pokrywających blisko 40% całkowitej wartości aktywów rynku (dwóch z grup bankowych, dwóch z grup ubezpieczeniowych, dwóch niezależnych)

28 Według opinii ekspertów i uczestników rynku, z którymi rozmawialiśmy w trakcie prac nad przygotowaniem raportu

29 Do tej grupy włączono dwa wiodące towarzystwa bankowe, ubezpieczeniowe i niezależne

30 McKinsey Affluent, Private and HNWI customers' insights survey, 2020 r.

31 „The digital fund distribution revolution: opportunity through change", Calastone, sierpień 2020 r., https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/26442/transformacja-dystrybucji-funduszy-inwestycyjnych-z-perspektywy-europejskiej

32 „A Seamless Investment Experience", Moonfare, pobrano wrzesień 2021 r., https://www.moonfare.com/private-equity-investments, Reach further, 1 Billion – Our growth has just begun, https://www.moonfare.com/,

33 „Alternative Investing Startup iCapital Network Closes On $146M Amid Skyrocketing Growth", marzec 2020 r., https://news.crunchbase.com/news/alternative-investing-startup-icapital-network-closes-on-146m-amid-skyrocketing-growth/, https://www.icapitalnetwork.com/about-us/; „KKR Moves to 'Democratize' Private Equity as SEC Signals Industry Scrutiny", Institutional Investor, marzec 2021 r., https://www.institutionalinvestor.com/article/b1qt3dnwz5522b/KKR-Moves-to-Democratize-Private-Equity-as-SEC-Signals-Industry-Scrutiny

34 „Vanguard to Broaden Private Equity Access to Qualified Individual Investors", Vanguard, maj 2021 r., https://pressroom.vanguard.com/news/Press-Release-Vanguard-to-Broaden-Private%20Equity-Access-to-Qualified-Individual-Investors-05192021.html

35 „Sustainable Signals: The Individual Investor Perspective", Morgan Stanley, 2019 r., https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/infographics/sustainable-investing/Sustainable_Signals_Individual_Investor_White_Paper_Final.pdf

36 Analiza McKinsey na podstawie danych Morningstar Direct, marzec 2021 r.

37 tamże

38 Wytyczne do raportowania ESG, GPW, European Bank for Reconstruction and Development, Steward Redqueen, maj 2021 r., https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/Wytyczne_do_raportowania_ESG.pdf

39 McKinsey Performance Lens Global Growth Cube, Morningstar Direct, marzec 2021 r.

40 Wartość aktywów funduszy pasywnych na podstawie: „Pękła granica 4 mld zł w funduszach pasywnych", analizy.pl, czerwiec 2021 r., https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/27626/pekla-granica-4-mld-zl-w-funduszach-pasywnych; całkowita wartość aktywów wszystkich typów funduszy na koniec maja 2021 r. zgodnie z: Dane i raporty – Aktywa dane, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), Lipiec 2021 r., https://www.izfa.pl/raporty#aktywa-dane

41 „Motif Launches the First Free Direct Indexing Product With $10,000 Minimum", businesswire.com, listopad 2019 r., https://www.businesswire.com/news/home/20191115005451/en/Motif-Launches-the-First-Free-Direct-Indexing-Product-With-10000-Minimum,

42 „Enterprise agility: Buzz or business impact?", marzec 2020 r., https://www.mckinsey.com/business-functions/organization/our-insights/enterprise-agility-buzz-or-business-impact,

43 The state of (Enterprise) Agility in Asset Management. Results from the 2020 Agile / Next Gen IT survey, Dane zebrane między styczniem a kwietniem 2020 r.

44 „Investment fund distribution made digital, efficient, transparent", https://www.fundsdlt.net/, "A digitized and integrated Fund distribution ecosystem", https://www.fundsdlt.net/technology/, FundsDLT, pobrano wrzesień 2021 r.

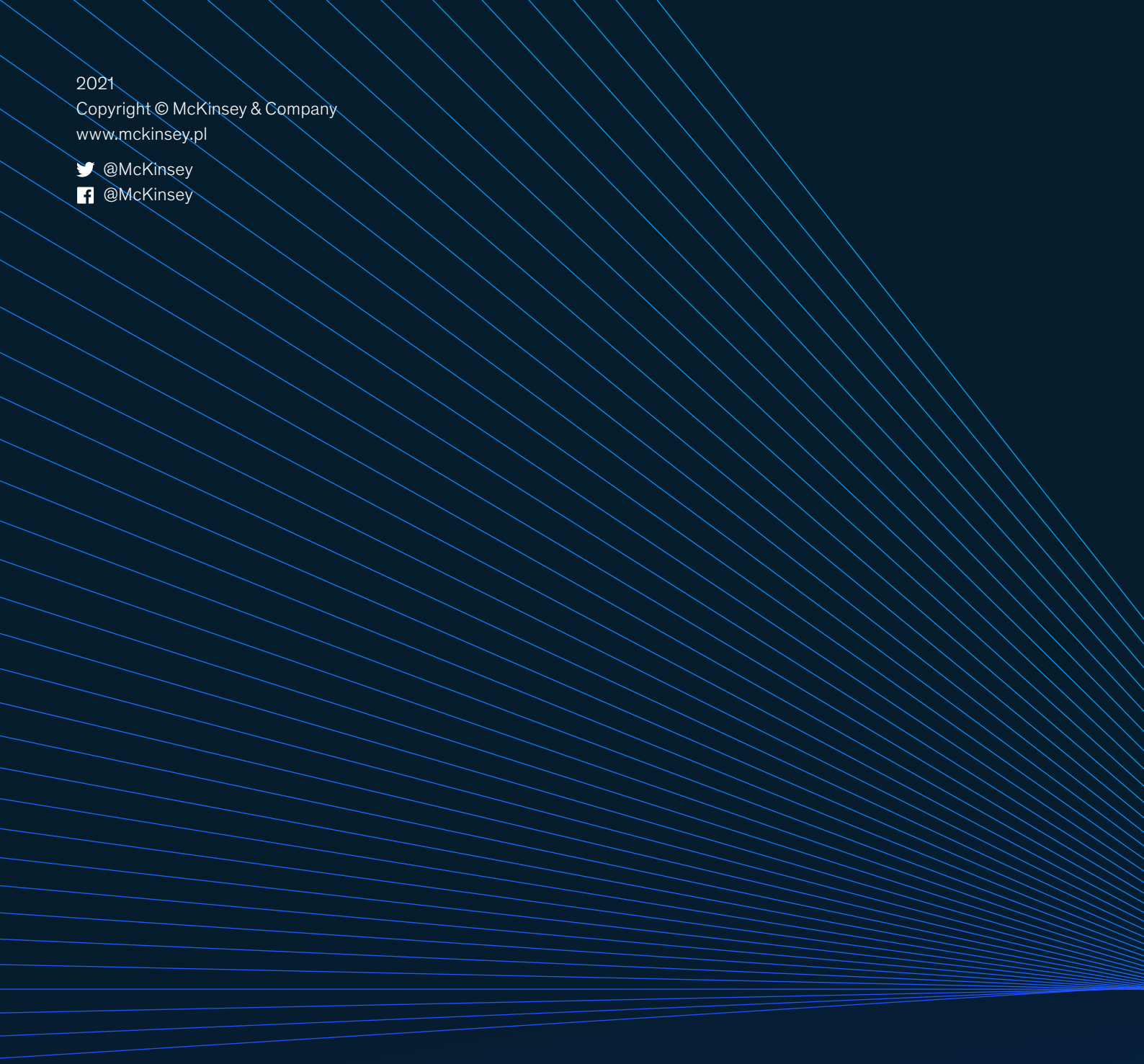
45 Przykładem takiego rozwiązania jest Invidem stworzony przez grupę banków z Europy Północnej, About Invidem, https://invidem.com/index.php/about-invidem/, Invidem, pobrano wrzesień 2021 r.

46 „Who we are", https://www.fundsdlt.net/about/, FundsDLT, pobrano wrzesień 2021 r.

47 „Company structure and history", https://www.fundsquare.net/company-structure-and-history; The Super User Group, https://www.fundsquare.net/the-super-user-group, Fundsquare Market Infrastructure, pobrano wrzesień 2021 r.

48 Analiza McKinsey na podstawie earnings call Piper Sandler

49 „Ed Moisson, IM Global Partner targets stakes in 15 fund houses, Ignites Europe", wrzesień 2021 r., https://www.imgp.com/

2021
Copyright © McKinsey & Company
www.mckinsey.pl

@McKinsey
@McKinsey