

## Potrzebujemy rozsądnych regulacji rynku finansowego, nie przeregulowania

Rafał Mikusiński

Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

## Konsument a inwestor na rynku kapitałowym

prof. Marek Wierzbowski

Uniwersytet Warszawski



str. 4

### **Potrzebujemy rozsądnych regulacji rynku finansowego, nie przeregulowania**

**Rafał Mikusiński** – Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

str. 6

### **Konsument a inwestor na rynku kapitałowym**

**prof. Marek Wierzbowski** – Uniwersytet Warszawski

str. 10

### **Wytyczne ESMA dotyczące wymogów MiFID II w sprawie wynagrodzeń**

**mec. Ewa Mazurkiewicz** – kieruje praktyką regulacyjną rynku kapitałowego w SPCG

str. 14

### **Rozporządzenie DORA a nowe wyzwania dla firm inwestycyjnych**

**mec. Katarzyna Majer-Gębska** – Koordynator Działu Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy

**mec. Czesław Sadkowski** – radca prawny, Partner Zarządzający, Sadkowski i Wspólnicy

str. 18

### **Wyzwania Pokolenia „Z” dla rynku kapitałowego**

**mec. Daniel Lipnicki** – radca prawny, Członek Zarządu oraz Dyrektor Biura Prawnego, Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o. o.

str. 21

### **Konferencja Compliance Izby Domów Maklerskich z ciekawym podsumowaniem!**

**mec. Katarzyna Kacprzak** – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

str. 22

### **Prace Izby**

**mec. Katarzyna Kacprzak** – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

## Drodzy Czytelnicy!

Z przyjemnością oddajemy w Państwa ręce kolejny numer Biuletynu Izby Domów Maklerskich. Nasze czasopismo tworzone jest z myślą o wszystkich zainteresowanych rynkiem kapitałowym. Znajdziecie w nim wiele tematów dotyczących branży maklerskiej, inwestorów i emitentów.

W aktualnym wydaniu znajdziecie Państwo m.in. artykuł Rafała Mikusińskiego, Zastępcy Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, na temat regulacji rynku kapitałowego.

Chcemy zainteresować naszych Czytelników zagadnieniem inwestora na rynku kapitałowym i postarać się rozstrzygnąć, czy słusznym jest rozciąganie zasad właściwych ochronie konsumenta na klientów instytucji finansowych, będących osobami fizycznymi. O wyjaśnienie tego zagadnienia poprosiliśmy prof. Marka Wierzbowskiego, który w artykule „Konsument a inwestor na rynku kapitałowym” rozwiewa powyższe wątpliwości.

Zapraszamy także do lektury publikacji naszych stałych autorów. Mec. Ewa Mazurkiewicz, w artykule „Wytyczne ESMA dotyczące wymogów MiIFD II w sprawie wynagrodzeń”, opisuje zmiany jakie dla firm inwestycyjnych wynikają z nowych Wytycznych w sprawie określenia aspektów wymogów MiFID II dotyczących wynagrodzeń, opublikowanych przez ESMA 3 kwietnia 2023 r.

Zapraszamy do zapoznania się z artykułem mec. Katarzyny Majer-Gębskiej oraz mec. Czesława Sadkowskiego na temat nowych wyzwań dla firm inwestycyjnych wynikających z Rozporządzenia DORA.

Mec. Daniel Lipnicki opisuje wyzwania dla Pokolenia „Z” stojące przed rynkiem kapitałowym wskazując przede wszystkim na cechy najmłodszego pokolenia inwestorów oraz na ograniczenia prawne, jakim sprostać musi firma inwestycyjna docierając do młodego pokolenia.

Ponadto polecamy uwadze relację z naszej cyklicznej Konferencji Compliance „Wyzwania dla instytucji finansowych związane z nowymi regulacjami”, w której tłumnie uczestniczyli przedstawiciele rynku kapitałowego.

Na koniec przedstawiamy Państwu informację dotyczącą wybranych prac Izby Domów Maklerskich w ramach bieżącej działalności.

Zapraszamy do lektury!

Redakcja



## ARTYKUŁ

# Potrzebujemy rozsądnych regulacji rynku finansowego, nie przeregulowania

**Rafał Mikusiński** – Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

Wydarzenia ostatnich lat – a właściwie ich efekty – zarówno te niespodziewane, jak i te, które były już rozpoznane jako czynniki ryzyka, zdeterminowały priorytety nadzorcze na wszystkich rozwiniętych rynkach finansowych. Mam na myśli zarówno czarnego łabędzia, jakim był wybuch pandemii koronawirusa i efekty tego zaburzenia w postaci niekontrolowanego dofinansowania rynków i gospodarek ze strony rządów, jak i banków centralnych. Patrząc bardziej z lokalnej perspektywy, wydarzeniem takim jest z kolei wojna w Ukrainie. Sytuacja w sektorze banków regionalnych w USA, będąca pochodną najpierw zbyt luźnej, a potem szybko zaostrzonej polityki monetarnej, jak i rozlanie się cyberzagrożeń wywołanych kryzysami geopolitycznymi już takim zaskoczeniem nie są. W efekcie większość tych wydarzeń powoduje nadaktywność regulacyjną, która ma zaadresować nieprawidłowości i trudności na rynkach finansowych. Należy przy tym rozróżnić mandat regulatora i nadzorca, który nadzoruje przestrzeganie tychże regulacji. Nadzór finansowy stara się nie tylko śledzić, ale wręcz antycypować zjawiska rynkowe i ryzyka – po to, aby móc się nimi proaktywnie zajmować. Wszystkie jego działania muszą odbywać się w ramach przepisów, które nie zawsze jednak odpowiednio adresują bóle rynku i które powstają w Europie często w długich i biurokratycznych procesach. Często także regulacje te wybiegają zbyt daleko lub zbyt głęboko ingerują w funkcjonowanie rynku. Należy mieć bowiem na uwadze, że oprócz kwestii ograniczających się do poszczególnych sektorów rynku, mamy na kontynencie do czynienia z bardzo szeroką falą regulacji dotyczących ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) oraz globalnych zjawisk takich, jak zmiany technologiczne (będących katalizatorem rozwoju kryptoaktywów) czy zagrożeń dla bezpieczeństwa i odporności cyfrowej. Do tego dochodzą inicjatywy w swoim zamierzeniu mające udoskonalać rynki finansowe, ale w praktyce często obciążające wszystkich uczestników rynku finansowego. Obok tego wzmożenia regulacyjnego, a nawet w połączeniu z nim, mamy do czynienia z silnym, nowym trendem odmiennego traktowania klienta instytucji finansowych – bardziej jako konsumenta niż inwestora.

Możemy nazwać te zjawiska rozwojem regulacji rynku finansowego – trzeba stwierdzić jednak wtedy, o czym mówił Przewodniczący Jacek Jastrzębski np. na ostatnim kongresie Polskiej Izby Ubezpieczeń, że rozwój regulacji dokonuje się w sposób przypominający sinusoidę, która w długim terminie znajduje się w niezatrzymanym trendzie wzrostowym. Nadzór bywa inicjatorem regulacji, a często jest też ważnym uczestnikiem prac legislacyjnych, ponieważ większość regulacji stanowi próbę zaadresowania przyczyn wydarzeń kryzysowych.

Widzimy, że gdy mamy do czynienia z załamaniem fundamentów lub złamaniem reguł funkcjonowania rynku, powoduje to odpowiedź regulacyjną, prowadzącą poważnie do przerostu regulacji. Po jakimś czasie pojawia się refleksja czy być może tych regulacji nie jest jednak za dużo i może warto ten trend złagodzić? Sztandarym przykładem deregulacji był okres lat 80. w Stanach Zjednoczonych, czyli tzw. Reaganomics. W Unii Europejskiej nie mieliśmy jeszcze do czynienia z poważną sytuacją deregulacji. Główny trend, czyli zjawisko ciągłego narastania regulacji, trwa nieprzerwanie i nie schodzi już poniżej osiągniętych stopniowo coraz wyższych jej poziomów. Taka sytuacja powoduje wzrost kosztów funkcjonowania systemu finansowego, a poziom skomplikowania wszelkich reguł i wymogów utrudnia w bardzo dużym stopniu – w szczególności inwestorom indywidualnym – świadome poruszanie się po rynku. Można zaryzykować stwierdzenie, że głównym beneficjentem tego jest sektor usług prawnych i doradczych. Jednym z przykładów może być tu prospekt emisyjny spółki wprowadzającej swoje akcje do obrotu publicznego. Jest to dokument, którego przeciętny inwestor nie jest niestety w stanie przeczytać ze zrozumieniem. Zaryzykowałbym wręcz stwierdzenie, że niewielu z inwestorów indywidualnych ma tyle czasu i wiedzy, aby na bazie tego dokumentu wyrobić sobie solidne zdanie co do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Niemniej jednak emitent musi ponieść duże koszty sporządzenia takiego dokumentu na rzecz firm inwestycyjnych, kancelarii prawnych, zaś nadzór, zamiast skierować swoje zasoby na nadzór nad spółkami już obecnymi na rynku – poświęca czas na długotrwałe ustalanie z wnioskodawcą, co w takim dokumencie jest potrzebne i dlaczego (niezależnie od relatywnie jasnych przepisów w tym zakresie). Czyli wymagamy od nieprofesjonalisty, aby posiadał wiedzę, którą przygotowali profesjonaliści z wielu dziedzin – rachunkowości, prawa, ryzyka finansowego, nie mówiąc o zrozumieniu specyfiki i ryzyk biznesu zwracającego się w ten sposób o finansowanie. Z drugiej strony ostatni przykład kredytów frankowych na polskim gruncie pokazuje, że mamy do czynienia ze zwalnianiem klienta indywidualnego od odpowiedzialności za swoje decyzje. Może to prowadzić do swoistego ubezwłasnowolnienia klientów, którzy staną się biernymi uczestnikami rynku finansowego, co niesie zagrożenie, że ich korzyści będą mniejsze niż większe.

W tym kontekście niezrozumiałe mogą wydawać się głosy (choć sam jestem gorącym ich orędownikiem) o potrzebie podnoszenia edukacji finansowej i ekonomicznej społeczeństw, skoro kolejne przepisy (a także orzecznictwo sądowe) powodują stopniowe

przenoszenie odpowiedzialności za indywidualne decyzje na sektor usług finansowych. Brak zrozumienia podstawowych mechanizmów rynku finansowego oraz ekonomii nie może być argumentem za wyłączeniem ostrożnego i krytycznego myślenia tam, gdzie w grę wchodzi własne oszczędności lub duże zobowiązania pieniężne. Oczywiście nie można wykluczać osób z brakiem wiedzy z korzystania z usług finansowych – nawet gdy świat finansów staje się coraz bardziej złożony. Jednak zwalnianie obywateli z odpowiedzialności za ich decyzje i izolowanie ich od ryzyka, które nierozzerwalnie wiąże się z zyskiem, jest bardzo niebezpieczne dla stabilności rynków finansowych i sprawnego funkcjonowania Państwa. Warto tu nawiązać do sytuacji spółki Kernel i jej akcjonariuszy – polskich funduszy emerytalnych i inwestycyjnych. Obserwowaliśmy ostatnio falę apeli o podjęcie działań przez administrację publiczną w związku z planowanym delistingiem tej spółki, który zdaniem niektórych komentatorów i uczestników rynku był niezgodny z regułami. Przy czym jednocześnie dokument prospektowy jest tak obszerny i zawiera tak

dużo danych, zaś obowiązki informacyjne spółek tak wymagające i obejmujące bardzo szeroki zakres spraw – a mimo to dość istotna z punktu widzenia inwestora – akcjonariusza kwestia ładu korporacyjnego i obowiązującego spółkę porządku prawnego, okazała się nie być wystarczająco jasna.

Powracając do wątku funkcjonowania rynku finansowego można odnieść wrażenie, że poszczególne branże tego rynku nie są w stanie w swoim wewnętrznym gronie odpowiednio temperować złych praktyk. Prowadzi to do wspomnianej już wcześniej sytuacji wdrażania kolejnych regulacji wynikających z nieprawidłowego działania pojedynczych instytucji, co powoduje zacieśnienie przepisów dla wszystkich, także tych działających zgodnie z prawem i wysokimi standardami. Cierpi na tym efektywność działalności gospodarczej, która zapewne nikomu, a na pewno nadzorowi, nie jest obojętna. Dobra i stabilna pozycja finansowa, bezpieczny poziom adekwatności kapitałowej, to jedne z fundamentów zdrowej akcji kredytowej banków wspierającej rozwój gospodarki. Słabe kapitałowo firmy ubezpieczeniowe i firmy inwestycyjne nie będą oferować klientom nowatorskich i długoterminowych rozwiązań finansowych, a jednym z kluczowych problemów rynku finansowego jest przecież długoterminowe źródło finansowania i brak wystarczającej mobilizacji długoterminowych oszczędności – zarówno dla finansowania kapitału, jak i długu firm. Odczuwamy to po obu „stronach” rynku, zarówno sektora bankowego i kapitałowego, czyli nadmiar krótkoterminowego finansowania w postaci nadpłynności w bankach i niedostatek podaży kapitału długoterminowo i stabilnie inwestujących funduszy emerytalnych oraz inwestycyjnych.

Z pewnością kolejny, potencjalny cios w stabilność rynków i instytucji finansowych tylko pogorszy tę sytuację. Poszkodowani będą obywatele ponoszący wymierne straty, jeśli chodzi o ich oszczędności lub finansujący z podatków akcje ratunkowe instytucji finansowych. Poszkodowane będą instytucje finansowe, do których spadnie zaufanie i które zostaną obłożone dodatkowymi regulacjami. Regulator, reprezentujący państwo będzie wzywany do podjęcia działań naprawczych, tworzenia nowych niekoniecznie potrzebnych regulacji. Poszkodowany będzie także nadzór, ponieważ wobec niego zwróci się gniew obywateli i pojawią się nowe decyzje kreujące coraz bardziej skomplikowane regulacje do realizacji w nadzorze. Tak więc każdej ze stron – obywatelom, instytucjom finansowym, regulatorowi i nadzorcy powinna przyświecać współpraca w celu tworzenia bezpiecznego, nieprzeregulowanego i efektywnego rynku jako fundamentu do jego rozwoju. Liczę, że parlament ze swojej strony dołoży do tego swoją cegiełkę i sprawnie uchwali ustawę dotyczącą zapewnienia rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów, która powstała we współpracy z Ministerstwem Finansów i jest zwieńczeniem 3 lat pracy pracowników Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, za co im bardzo serdecznie dziękuję.

## Rafał Mikusiński

Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

Związany z rynkiem kapitałowym od jego powstania w 1991 roku. Rozpoczął pracę w biurze maklerskim CDM Pekao SA. Brał udział w tworzeniu Domu Maklerskiego Banku Amerykańskiego w Polsce, gdzie pracował od 1994 do 1996 roku na stanowisku specjalisty ds. inwestycji własnych. Następnie w latach 1997-1999 zarządzał portfelami ubezpieczeniowymi spółek AGF Ubezpieczenia i Ubezpieczenia na Życie.

W maju 1999 roku rozpoczął pracę w Amplico PTE w dziale inwestycji, gdzie zajmował się zarządzaniem portfelem instrumentów dłużnych, podstawową analizą ekonomiczną i zarządzaniem płynnością OFE. W 2004 roku objął obowiązki Dyrektora Działu Inwestycji, a w marcu 2008 roku został powołany na członka zarządu Towarzystwa odpowiedzialnym za politykę inwestycyjną funduszu. Od listopada 2010 roku pełnił funkcje Prezesa Zarządu.

W kwietniu 2014 roku został powołany na członka Zarządu MetLife TUnZiR i jako Dyrektor Pionu Inwestycji był odpowiedzialny za obszar inwestycji grupy w Polsce. W tym samym roku został powołany do Rad Nadzorczych spółek MetLife TFI i MetLife PTE. Równolegle od 2015 do 2017 zajmował funkcję Investment Head w regionie ESE.

Od grudnia 2017 nadzorował również działalność funduszy Inwestycyjnych i Emerytalnych w regionie EMEA.

Jest absolwentem Wydziału Organizacji i Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego. Posiada licencję maklera papierów wartościowych, ukończył także kursy w zakresie doradztwa inwestycyjnego, dla analityków papierów wartościowych, przygotowujące do egzaminu CFA.





## Konsument a inwestor na rynku kapitałowym

prof. Marek Wierzbowski – Uniwersytet Warszawski

Rynek kapitałowy jest źródłem finansowania największych przedsięwzięć gospodarczych i od jego stanu zależy możliwość pozyskiwania przez przedsiębiorców kapitału na inwestycje. Możliwość pozyskania kapitału na rynku kapitałowym zależy od skłonności inwestorów do wzięcia udziału w sfinansowaniu danej inwestycji. Powstaje pytanie, jak daleko może sięgać ochrona inwestora oparta o zasady ochrony konsumentów na rynku kapitałowym. Mamy tam bowiem rozległe przepisy krajowe i unijne dotyczące ochrony podmiotów inwestujących na rynku kapitałowym. Przy tym inwestorem jest każdy kto inwestuje, natomiast grono inwestorów uznanych za konsumentów jest ograniczone do grupy osób fizycznych inwestujących nie w ramach działalności gospodarczej, choć definicje konsumenta różnią się od siebie.<sup>1</sup>

W Polsce określanie inwestorów mianem „konsument” spowodowało niepokój na rynku kapitałowym, pojawiły się bowiem obawy rozciągania zasad właściwych ochronie konsumenta na klientów instytucji finansowych, będących osobami fizycznymi.

Tradycyjnie w przepisach dotyczących rynku kapitałowego nie sięgano do rozwiązań przyjętych przy ochronie konsumentów. Przykładowo polskie ustawy o ofercie publicznej lub o obrocie instrumentami finansowymi słowa „konsument” nie używają w ogóle. Podobnie rozporządzenie MAR<sup>2</sup> też nie używa tego terminu, posługując się terminem inwestor (racjonalny inwestor). Od pewnego czasu termin konsument bywa używany w dokumentach dotyczących rynku kapitałowego niemal wymiennie

z terminem „inwestor” czy „inwestor detaliczny”<sup>3</sup>. W niektórych dokumentach ESMA<sup>4</sup> słowa inwestor detaliczny (retail investor, individual investor) zostały zastąpione słowem konsument, choć nie każdy inwestor indywidualny będzie konsumentem według przyjętej terminologii<sup>5</sup>. Jeden z ostatnich dokumentów pochodzących z Komisji Europejskiej określony jako Retail Investment Package poświęcony jest ochronie „retail investors – i.e. „consumer” investors”<sup>6</sup>. Jednocześnie np. załącznik II do MIFID II<sup>7</sup> wylicza wśród klientów profesjonalnych klientów, których uznaje się za branżowych. Wskazuje też kategorie klientów, których na życzenie można traktować jako profesjonalnych<sup>8</sup>. Zaliczenie klienta do jednej z tych kategorii skutkuje różnym stopniem ochrony i obowiązków firmy inwestycyjnej – kontrahenta inwestora. Spotykamy też inne różnicowanie inwestorów np. na inwestorów doświadczonych i niedoświadczonych, przy czym każdej z tych kategorii przypisany jest różny poziom środków ochrony<sup>9</sup>.

Długo przetwarzany wniosek o wydanie rozporządzenia PE i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniającego dyrektywę (UE) 2019/1937 posługuje się terminami inwestor kwalifikowany i konsument. Ten ostatni termin oznacza każdą osobę fizyczną, która działa w celach innych niż działalność handlowa, gospodarcza, rzemieślnicza lub związana z wykonywaniem wolnego zawodu<sup>10</sup>.

Mamy więc szeroką gamę terminów na określenie klientów instytucji finansowych, przy czym zakwalifikowanie do którejś grupy skutkuje zróżnicowanym poziomem ochrony.

<sup>1</sup> W Polsce powstała dość obszerna literatura dotycząca traktowania inwestora jako konsumenta. Zob. przykładowo: Osajda, K., (2021). Ochrona inwestora – konsumenta na rynku instrumentów finansowych (rynek kapitałowy) Państwo i Prawo 2021/4; Dybński, J., (2018). Pojęcie konsumenta na rynku kapitałowym w prawie polskim i unijnym Kwartalnik Prawa Prywatnego 2018/2; Dybński J. [w:] System Prawa Handlowego, red. Włodyka S., Szumański A. t. 4 Prawo instrumentów finansowych. Nadolska A. (2019). Konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem z zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym [w:] Ochrona Konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym, red. Monkiewicz J., Rutkowska –Tomaszewska E., Warszawa 2019

<sup>2</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE

<sup>3</sup> Zob np. document: ESMA warns consumers of risk of significant market corrections. ESMA Spotlight on Markets nr 31, Luty 2022

<sup>4</sup> European Securities and Markets Authority, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

<sup>5</sup> Zob. np. TRV ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No1, 2021 z 17 marca 2021 ESMA 165–1524 s. 32 i nast. Tytuł rozdziału w tym dokumencie poświęconym kwestii zachowań inwestorów indywidualnych brzmi „Consumers”, choć w jego treści wymiennie ze słowem „consumer” używa się „retail investors” lub po prostu „investor”.

<sup>6</sup> Komunikat prasowy z 24 maja 2023 r. „Capital Markets Union: Commission proposes new rules to protect and empower retail investors in the EU”

<sup>7</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, zastąpiła wcześniej obowiązującą dyrektywę MiFID z dnia 21 kwietnia 2004 r. i wprowadziła istotne modyfikacje w stosunku do wcześniej obowiązujących ram prawnych regulujących świadczenie usług inwestycyjnych i funkcjonowanie rynków finansowych.

<sup>8</sup> Dyrektywa PE i Rady 2014/65UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

<sup>9</sup> Zob. rozporządzenie PE i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937

<sup>10</sup> Zob. Art. 3 pkt 20) i 28)

\*

Z punktu widzenia prawa polskiego i definicji konsumenta zawartej w kodeksie cywilnym duża część inwestorów, którzy byliby zakwalifikowani do grupy inwestorów kwalifikowanych czy inwestorów doświadczonych, zaliczona by była również do kategorii konsumentów, bez zwracania uwagi na fakt, że przepisy przyznają inwestorom kwalifikowanym znacznie mniejszy stopień ochrony niż inwestorom detalicznym, których łatwiej zaliczyć do konsumentów.

W Polsce za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą czynności prawnej z przedsiębiorcą, niezwiązaną bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą i zawodową. Rozciąganie pojęcia konsument na inwestorów powoduje niepokój na rynku kapitałowym, pojawiły się bowiem obawy rozciągania zasad właściwych ochronie konsumenta na klientów instytucji finansowych, będących osobami fizycznymi.

Tymczasem ochrona konsumenta cieszy się wśród polityków, a także w środowiskach sędziowskich uznaniem, jako działanie społecznie pożądane i przynoszące pozytywny odbiór społeczeństwa.

W przypadku rynku kapitałowego stosowanie przepisów dotyczących ochrony konsumentów może nieść zupełnie nowe problemy. Każda niemal inwestycja obarczona jest ryzykiem. To zaś niesie obawy dla instytucji finansowych, że ich klient w przypadku nieudanej inwestycji, zacznie dochodzić odszkodowania jako konsument, którego prawa zostały naruszone poprzez sprzedaż produktu finansowego, który nie przyniósł zakładanych zysków. Standardowo kredytobiorcy pozywający banki twierdzą, że nie byli uprzedzeni o ryzykach związanych ze zmianami kursów walut, albo wręcz zapewniano ich o braku zagrożeń przy zaciąganiu takiego kredytu. Można się obawiać, że podobny scenariusz może się powtórzyć przy niektórych operacjach na rynku kapitałowym.

Rynek kapitałowy nie może istnieć bez ryzyka związanego z podejmowanymi decyzjami inwestycyjnymi. Obawy władz państwowych przed tym ryzykiem i reakcją inwestorów – konsumentów nie powinny hamować rozwoju rynku kapitałowego, a w szczególności wprowadzania nowych produktów<sup>11</sup>.

Znaczna liczba zawodowych graczy giełdowych działa bezpośrednio jako osoby fizyczne. W tej sytuacji, niezależnie od tego jakimi środkami obracają, spełniają oni

pierwszy element definicji konsumenta – są osobami fizycznymi.

Pojawia się pytanie co do drugiego kryterium, jakim jest niezwiązanie czynności z działalnością gospodarczą lub zawodową.

Inwestorzy indywidualni działają zwykle bezpośrednio na rynku kapitałowym, nie tworząc w tym celu żadnej jednostki organizacyjnej. Wszystko, co trzeba zrobić celem podjęcia działalności zarobkowej na rynku kapitałowym, to otworzenie rachunku w domu maklerskim. Sądy przyjmują, że skoro osoby te nie są wpisane do CEIDG, to nie są przedsiębiorcami, a inwestycje giełdowe nie są elementem ich działalności gospodarczej. Tymczasem, jeżeli spojrzeć na graczy giełdowych, faktycznie prowadzą oni działalność gospodarczą, tylko nie wymagającą sformalizowania.

W orzecznictwie i w piśmiennictwie pojawia się traktowanie działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym przez osoby fizyczne jako oszczędzanie lub inwestowanie oszczędności.

To niezrozumienie zasadniczej różnicy pomiędzy oszczędzaniem i inwestowaniem<sup>12</sup>. Przykładem może być jeden z wyroków gdzie uznano, że inwestor nie zajmował się zawodowo działalnością giełdową, tylko była to forma oszczędzania, choć w jednym roku przeprowadził łącznie 1219 transakcji na GPW, a w dniu składania zeznań w sądzie miał na giełdzie zainwestowaną kwotę około 24 milionów złotych<sup>13</sup>. Jeszcze dalej idzie teza, że: „inwestowanie określonych środków finansowych na giełdzie papierów wartościowych stanowi alternatywę dla lokowania ich na rachunkach bankowych lub lokatach długoterminowych w instytucjach bankowych...” zawarta niestety w jednym z wyroków<sup>14</sup>.

Oszczędzanie w bankach cechuje daleko idąca ochrona depozytów stworzona poprzez system nadzoru nad bankami i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Natomiast inwestowanie na giełdzie obarczone jest ryzykiem, przed którym nikt nie zabezpiecza, a o którym inwestorzy są informowani już w prospektach, gdzie jeden z fragmentów obowiązkowo poświęcony jest czynnikom ryzyka inwestycji. Inwestowanie nie jest więc oszczędzaniem, a zupełnie innym rodzajem działalności. Inwestując na giełdzie inwestor podejmuje ryzyko, włącza się w działalność gospodarczą emitenta, które w skrajnych przypadkach może prowadzić do całkowitej utraty kwot zainwestowanych, przed czym nie mamy

<sup>11</sup> W Stanach Zjednoczonych powołano specjalną agencję Consumer Financial Protection Bureau mającą chronić konsumentów na rynkach finansowych.

<sup>12</sup> Wierzbowski, M., (2022). Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym, *Przegląd Prawa Handlowego* z. 5 z 2022 r. s. 6 nast.

<sup>13</sup> Wyrok SN z 18.07.2019 r., I CSK 587/17

<sup>14</sup> Wyrok SN z 18.07.2019, I CSK 587/17

żadnej ochrony. Ryzyko inwestycji giełdowej w jakimś stopniu równoważy perspektywa zysków wyższych niż w przypadku lokat bankowych.

Rozciąganie na indywidualnych inwestorów ochrony konsumentów, może pociągać za sobą próby stosowania przepisów dotyczących ochrony konsumenta do ochrony inwestorów na rynku kapitałowym. Trzeba jednak uwzględnić fakt, że przepisy dotyczące rynku kapitałowego przewidują inny system ochrony inwestorów niż system ochrony przewidziany dla konsumentów.

Ochrona na rynku kapitałowym polega przede wszystkim na zagwarantowaniu, że inwestor otrzyma rzetelne i pełne informacje o nabywanych produktach lub świadczonych usługach. Służyć ma temu obowiązek sporządzenia i publikacji, a niekiedy także zatwierdzenia, wystandaryzowanych dokumentów informacyjnych. Służyć ma temu także ocena wiedzy i adekwatności, jak również obowiązek zawierania umów na piśmie czy obowiązek szerokiego informowania o zasadach świadczenia usług. W zależności od tego, z jakim inwestorem mamy do czynienia, inaczej będą kształtowane też obowiązki dotyczące dostarczenia inwestorowi informacji.

Ujmując to jak najprościej – inwestor detaliczny, czyli ten najbardziej zbliżony do konsumenta, ma być chroniony mocniej, jemu musimy obligatoryjnie przedstawić dokument informacyjny. W przypadku inwestora kwalifikowanego czy profesjonalnego obowiązki informacyjne są ograniczone (np. można nie sporządzać prospektu). Każdorazowo jest to jednak wyraźnie określone w regulacjach. Inwestor dysponując odpowiednią wiedzą powinien samodzielnie podejmować decyzje co do inwestycji i tym samym zmierzenia się z nieuchronnym ryzykiem.

W zakresie ochrony konsumenta poddaje się ocenie dokumenty sporządzane w związku z oferowaniem, przy czym sprawdza się istnienie tzw. klauzul abuzywnych. W przypadku inwestycji na rynku kapitałowym duża część dokumentów przeszła proces weryfikacji KNF czy sądu rejestrowego i jest przedmiotem kontroli KNF. Nie ma więc żadnych powodów, aby poddawać je wtórnej kontroli z punktu widzenia prawa konsumenckiego.

Tu pojawia się także pytanie, w jakich przypadkach i jakie dokumenty można badać np. pod kątem istnienia klauzul abuzywnych. W jednym z głośnych wyroków Sąd Apelacyjny w Warszawie przyjął, że kontroli podlega statut funduszu inwestycyjnego<sup>15</sup>. Jest to dość kontrowersyjny pogląd. Teoretycznie takiej samej kontroli mógłby podlegać statut spółki publicznej – również przecież jest umową. Ale już objęcie szczególną ochroną tylko inwestorów indywidualnych jako konsumentów może być sprzeczne

z zasadami prawa handlowego, w tym z zasadą dotyczącą równych praw akcjonariuszy. Uznanie jakiś postanowień statutu czy postanowień innych dokumentów (np. prospektu) za niewiążące konsumenta, ale wiążące innych inwestorów, wydaje się sprzeczne z tą zasadą.

Niejednokrotnie pomija się zupełnie oświadczenia składane przez klientów dotyczące zapoznania się z przedstawionymi informacjami. Innymi słowy firma inwestycyjna i/lub emitent ponoszą koszty sporządzenia dokumentów (czy to warunków emisji obligacji, prospektu, propozycji nabycia itd.), inwestor składa oświadczenie, że się z nimi zapoznał, że je rozumie. Następnie jednak inwestor powołuje się na ochronę konsumencką twierdząc, że co innego było mu mówione, inaczej były przedstawiane pewne informacje ustnie. Finalnie udziela się ochrony, ale obciążenia administracyjne w postaci sporządzania dokumentów informacyjnych i przeprowadzania ankiet adekwatności nie znikają. Jaki jest jednak ich cel, skoro inwestor powołując się na przepisy o ochronie konsumentów może zakwestionować swoje wszystkie oświadczenia, w których stwierdza, że przedstawiono mu wszystkie informacje, że są one mu znane i że godzi się z ryzykiem.

Rozszerzenie zakresu ochrony konsumenckiej na rynku kapitałowym może prowadzić do pewnych paradoksów. Zgodnie z MIFID II klienta indywidualnego na jego życzenie można uznać za klienta profesjonalnego, o ile spełni określone tam wymogi. Wówczas taki klient na gruncie regulacji MIFID II podlega słabszej ochronie, w tym ograniczone są obowiązki informacyjne. Zgodnie z zapatrywaniami przedstawionymi prezentowanymi w orzecznictwie Sądu Najwyższego spełnienie tych wymogów byłoby niewystarczające by uznać tego samego klienta za przedsiębiorcę. Byłby zatem dla firmy inwestycyjnej jednocześnie klientem profesjonalnym i konsumentem. Niosłoby to sprzeczność, jaki zakres ochrony winien tu znaleźć zastosowanie.

Rozważając ochronę inwestorów kwalifikowanych jako konsumentów trzeba wziąć pod uwagę kilka szczególnych cech działań na rynku kapitałowym.

Po pierwsze, dom maklerski pośrednicząc w nabywaniu instrumentu finansowego ma ograniczone możliwości udzielania informacji o cechach tego instrumentu, a także o celowości jego nabycia. Mianowicie zezwolenie dla domu maklerskiego obejmujące oferowanie instrumentów finansowych nie upoważnia do świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego, co wymaga odrębnego zezwolenia. Stawia to domy maklerskie w radykalnie różnej sytuacji w porównaniu do sprzedawców jakichkolwiek innych dóbr.

<sup>15</sup> LEX nr 3146594



### **prof. Marek Wierzbowski**

profesor Uniwersytetu Warszawskiego, partner w kancelarii Prof. Wierzbowski i Partnerzy, Adwokaci i Radcowie Prawni, były prezes i wiceprezes Rady Giełdy, prezes Sądu Izby Domów Maklerskich



Po drugie cechą działalności inwestycyjnej są często inwestycje w bardzo ryzykowne instrumenty finansowe, z czym zazwyczaj wiąże się perspektywa wyższych zysków, jeżeli inwestycja okaże się udana. Nie ma żadnych prawnych ani ekonomicznych powodów, aby odciągać inwestorów od świadomego dokonywania ryzykownych inwestycji. Jest to zupełnie inne gospodarczo przedsięwzięcie niż nabycie jakiegokolwiek dobra użytkowego czy wpłata na rachunek oszczędnościowy w banku. Nie ma żadnych powodów, aby wyższemu świadomemu ryzyku inwestycji towarzyszyła zwiększona ochrona inwestora.

\*

Na tle tych rozważań powstaje pytanie, na ile inwestorzy giełdowi mogą korzystać z ochrony konsumenckiej i w jakich przypadkach. Dyrektywa konsumencka wyłącza jej stosowanie do umów dotyczących usług finansowych. I zrobiono to celowo. Specyfika inwestycji na rynku kapitałowym oznacza, że ta ochrona w zakresie działalności inwestycyjnej musi wyglądać inaczej.

Wydaje się, że tam, gdzie regulacje prawa rynku kapitałowego wyznaczają standard ochrony poprzez obowiązek udzielenia informacji, a dodatkowo wprowadzają zabezpieczenia dotyczące wykonania tych obowiązków, nie ma miejsca na stosowanie ogólnych regulacji o ochronie konsumentów wprost do oceny transakcji poddanej regulacji przepisów szczególnych. Takie stosowanie przepisów ogólnych wyłączyłoby praktycznie przepisy szczególne, niwecząc ich efekt.

Wymieniane wyżej przykładowo przepisy różnicują status inwestorów na kilka kategorii i tym samym różnicują przyznany im zakres ochrony. Tymczasem traktując wszystkich inwestorów będących osobami fizycznymi jako konsumentów, podnosimy zakres ochrony. W efekcie

#### Wykaz źródeł:

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE

Dyrektywa PE i Rady 2014/65UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

Rozporządzenie PE i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937

TRV ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities No1, 2021 z 17 marca 2021 r.

ESMA warns consumers of risk of significant market corrections. ESMA Spotlight on Markets nr 31, luty 2022

Dybński J. Pojęcie konsumenta na rynku kapitałowym w prawie polskim i unijnym Kwartalnik Prawa Prywatnego 2018/2

Dybiński J.: [w:] System Prawa Handlowego, red. Włodyka S., Szumański A. t. 4 Prawo instrumentów finansowych

Nadońska A.: konsument i klient na rynku usług finansowych. Problem z zakresu podmiotowego ochrony na rynku finansowym [:] Ochrona Konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym, red. Monkiewicz J, Rutkowska-Tomaszewska E., Warszawa 2019

Osajda K. Ochrona inwestora – konsumenta na rynku instrumentów finansowych (ryнку kapitałowym) Państwo i Prawo 2021/4

Wierzbowski M.: Ochrona inwestora a ochrona konsumenta na rynku kapitałowym, Przegląd Prawa Handlowego z. 5 z 2022 r. s. 6 nast.

Wyrok SN z 18.07.2019 r., I CSK 587/17

Wyrok SN z 18.07.2019, I CSK 587/17

Wyrok Sąd Apelacyjny w Warszawie LEX nr 3146594

dochodzi do rozbieżności pomiędzy przyjętymi w Unii standardami ochrony a rozwiązaniami polskimi. Od dawna trwa w Europie próba ujednolicenia regulacji rynku kapitałowego. Służy temu wzrastająca działalność regulacyjna na poziomie Unii. Nie powinniśmy próbować odchodzić od tego ujednolicenia. Wszyscy inwestorzy mają obecnie wielką łatwość inwestowania na różnych rynkach. W sytuacji gdy na jednym z rynków mamy odmienne zasady ochrony inwestorów, rynek taki będzie omijany tak przez samych inwestorów jak przez firmy inwestycyjne. Te ostatnie będą bały się zwiększonego ryzyka odpowiedzialności, konieczności analizowania odmienności obowiązujących w danym kraju.

Z faktu przystąpienia do Unii wynika obowiązek przestrzegania przepisów wydanych przez Unię.

Obawiam się, że rozciąganie ochrony konsumenckiej na inwestorów doświadczonych czy kwalifikowanych wepchnęło by nasz rynek kapitałowy w swoisty skansen, gdzie obowiązują inne zasady niż w reszcie UE, i który to skansen lepiej omijać prowadząc działalność inwestycyjną.

\*

W zakresie rynku kapitałowego powinny znajdować zastosowanie w pierwszym rzędzie przepisy szczególne dotyczące tego rynku. Przepisy ogólne dotyczące ochrony wszystkich konsumentów, nie mogą ich zastępować. Oznacza to w praktyce ograniczenie stosowania na tym rynku tych przepisów, które znalazłyby się w kolizji z przepisami szczególnymi, dotyczącymi ochrony inwestorów, zwartymi w MIFID II.



## ARTYKUŁ

### Wytyczne ESMA dotyczące wymogów MiFID II w sprawie wynagrodzeń

**mec. Ewa Mazurkiewicz** – kieruje praktyką regulacyjną rynku kapitałowego w SPCG

W dniu 3 kwietnia 2023 r. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (**ESMA**), opublikował wytyczne w sprawie określonych aspektów wymogów MiFID II dotyczących wynagrodzeń (**Nowe Wytyczne**).

Nowe Wytyczne będą doprecyzowywać wymogi dot. wynagrodzeń określone w dyrektywie 2014/65/UE (**MiFID II**) oraz rozporządzeniu delegowanym (UE) 2017/565 uzupełniającym dyrektywę MiFID II (**Rozporządzenie Delegowane**), zastępując dotychczas, w znacznej części, obowiązujące wytyczne ESMA z 2013 r., które były opublikowane jeszcze na podstawie dyrektywy 2004/39/UE (MiFID I).

Pomimo znacznej korelacji Nowych Wytycznych z wytycznymi z 2013 r. niektóre z zapisów mogą zaskakiwać, a ich wpływ na obecnie obowiązujące polityki wynagrodzeń instytucji rynku kapitałowego może być znaczący.

#### Na jakiej podstawie i od kiedy będą obowiązywać Nowe Wytyczne?

Podstawą prawną wytycznych wydawanych przez ESMA są przepisy rozporządzenia (UE) w sprawie ustanowienia ESMA, zgodnie z którymi organ ten wydaje wytyczne skierowane do organów nadzoru lub uczestników rynku w celu ustanowienia spójnych, wydajnych i skutecznych praktyk nadzorczych oraz zapewnienia wspólnego, jednolitego i spójnego stosowania prawa UE. Wytyczne ESMA doprecyzowują lub uściślają sens norm wynikających z aktów prawa ustanowionego przez właściwe organy UE, ale nie stanowią źródła samoistnych praw ani obowiązków dla uczestników rynku.

Obowiązek stosowania Nowych Wytycznych powstanie z dniem 4 października br., pod warunkiem, że KNF zawiadomi ESMA, że przyjmuje je do stosowania (formalnie zawiadomienie takie powinno być dokonane do dnia 4 czerwca br., jednak przekroczenie tego terminu nie rodzi jakichkolwiek negatywnych skutków prawnych, a prawdopodobieństwo, że KNF zdecyduje się na niestosowanie Nowych Wytycznych wydaje się być raczej niewielkie).

## Kogo obejmą Nowe Wytyczne?

Nowe Wytyczne będą mieć zastosowanie do organów nadzoru oraz: (i) firm inwestycyjnych, (ii) instytucji kredytowych świadczących usługi inwestycyjne lub prowadzących działalność inwestycyjną, (iii) spółek zarządzających UCITS w zakresie, w jakim świadczą one usługi objęte MiFID II, oraz (iv) zewnętrznych zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (ZAFI) w zakresie, w jakim świadczą one usługi objęte MiFID II (jakkolwiek na potrzeby przejrzystości niniejszy materiał prezentuje wymogi z punktu widzenia firmy inwestycyjnej).

## Polityka wynagrodzeń

ESMA formułuje w Nowych Wytycznych pewne szczegółowe wymogi, co do wdrażanych przez firmę inwestycyjną strategii i praktyk w zakresie wynagrodzeń (polityki wynagrodzeń), doprecyzowując obowiązki wynikające dotychczas z art. 27 Rozporządzenia Delegowanego, w szczególności ESMA wskazuje, że:

- polityka wynagrodzeń powinna umożliwiać prowadzenie elastycznej polityki w zakresie wynagrodzenia zmiennego, poprzez ujęcie w polityce mechanizmów umożliwiających zmniejszenie lub nieprzyznanie osobie zaangażowanej wynagrodzenia (w uzasadnionych okolicznościach);
- firmy inwestycyjne powinny unikać ustalania celów opartych na wynikach, aby nie zachęcać osób zaangażowanych do zachowań skoncentrowanych na krótkoterminowych zyskach (konflikt interesów, zagrożenie dla interesu klienta). Jako dobrą praktykę ESMA wskazuje przypadki obliczania wynagrodzenia zmiennego w sposób liniowy lub w sposób

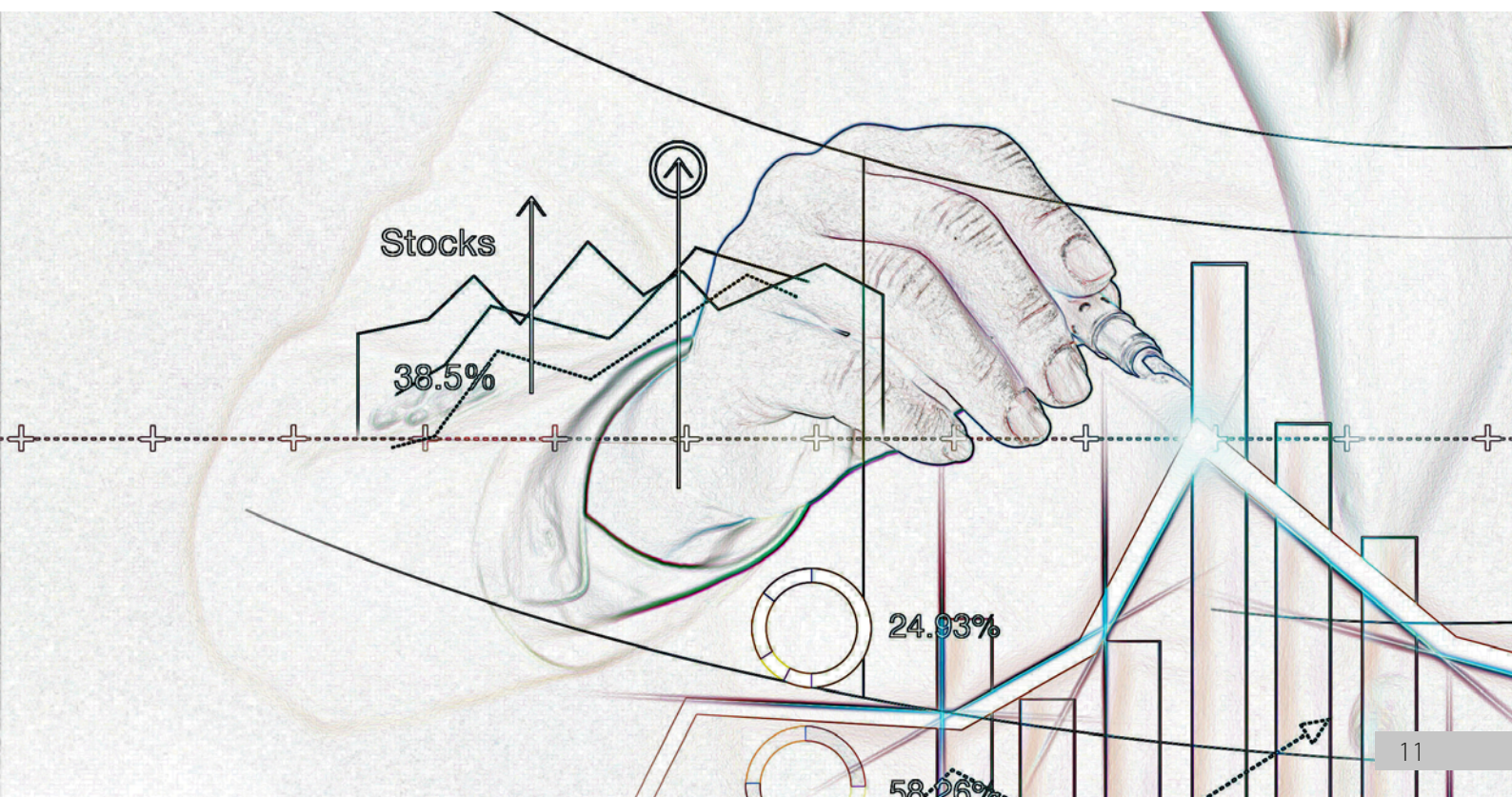
zależny od kilku celów w zakresie wyników ustalonych na różnych poziomach i dających prawo do różnych kwot, lub, najlepiej, różnych stawek zmiennego wynagrodzenia;

- obowiązek uwzględniania potencjalnych konfliktów interesów lub ryzyka naruszenia interesów klientów powinien obejmować sytuacje związane z ustalaniem celów sprzedaży wiązanej nałożonych na osoby zaangażowane. ESMA jako przykład złej praktyki wskazuje przyznawanie klientowi pewnych preferencji (np. ofertę kredytu hipotecznego na lepszych warunkach) pod warunkiem nabycia instrumentów finansowych, których poziom sprzedaży wpływa na wynagrodzenie osoby zaangażowanej.

## Kryteria jakościowe i ilościowe

Nowe Wytyczne, podobnie jak dotychczasowe wymogi, kładą duży nacisk na wymóg stosowania przez firmy inwestycyjne, we wdrażanych rozwiązaniach, kryteriów o charakterze nie tylko ilościowym (opartych o dane finansowe, liczbowe, a których celem jest ocena efektywności czynności wykonywanych przez osobę zaangażowaną), ale też jakościowym (których celem jest ustalenie poziomu jakości czynności wykonywanych przez osobę zaangażowaną) dla ustalania, przyznawania i wypłaty wynagrodzeń zmiennych. Kryteria powinny być precyzyjnie określone w polityce wynagrodzeń celem właściwego zaadresowania kwestii konfliktów interesów i w szczególności zabezpieczenia interesu klienta.

Jakkolwiek wymóg wprowadzenia kryteriów jakościowych w odpowiedniej proporcji do kryteriów ilościowych wynika z przepisów Rozporządzenia Delegowanego,



ESMA doprecyzowuje go w Nowych Wytycznych wskazując, że polityka wynagrodzeń powinna określać ten element w sposób kompletny i jasny, aby zapobiec ryzyku stosowania wyłącznie lub w przeważającej większości kryteriów ilościowych.

Jako przykład dobrej praktyki w tym zakresie, ESMA wskazuje obliczanie wynagrodzenia zmiennego w sposób jednolity dla wszystkich sprzedawanych produktów. Jako natomiast przykład złej praktyki ESMA przytacza przypadek, gdy zmienny składnik wynagrodzenia opiera się wyłącznie na danych co do wielkości sprzedaży, co zwiększa motywację osoby zaangażowanej do działania w celu osiągnięcia krótkoterminowego zysku, a zmniejsza jej zaangażowanie w zakresie dbania o najlepiej pojęty interes klienta.

### **Korekta ex post**

ESMA wprowadza w Nowych Wytycznych – w odniesieniu do regulowania przez firmy inwestycyjne wynagrodzeń osób zaangażowanych – zasady przewidziane już obecnie w przepisach mających zastosowanie do zmiennych składników wynagrodzeń (zasady stosowane do osób, których działalność zawodowa ma istotny wpływ na profil ryzyka instytucji).

Jedną z takich zasad jest włączenie do polityki wynagrodzeń korekty ex post wynagrodzenia zmiennego.

Korekta ex post umożliwia reakcję firmy inwestycyjnej na przypadki niewłaściwego postępowania ujawnione już po przyznaniu wynagrodzenia. ESMA wskazuje, że firma inwestycyjna powinna rozważyć wprowadzenie rozwiązań umożliwiających zmniejszenie faktycznie wypłaconego wynagrodzenia zmiennego w całości albo którejś z odroczonej części tego wynagrodzenia na podstawie korekty o ryzyko, jego wstrzymanie a nawet, co istotne – cofnięcie już wypłaconego wynagrodzenia.

Mechanizm korekty ex post powinien być uruchamiany każdorazowo przed wypłatą wynagrodzenia zmiennego i uwzględniać zdarzenia, które mają wpływ na zgodność działania firmy inwestycyjnej lub osób zaangażowanych z przepisami MiFID II lub aktów wydanych na podstawie MiFID II.

ESMA proponuje w Nowych Wytycznych daleko idące rozwiązania, w tym rozważenie wprowadzenia środków obejmujących możliwość cofnięcia już wypłaconych wynagrodzeń. Jednak wdrożenie tych rozwiązań zależy od istoty, skali i poziomu złożoności prowadzonej działalności (zasada proporcjonalności), jak też od krajowych rozwiązań prawnych w zakresie prawa pracy i prawa zobowiązań. Cofnięcie już należnego wynagrodzenia byłoby sprzeczne z jedną z generalnych zasad z polskiego prawa pracy, zgodnie z którą, wynagrodzenie przysługuje za pracę już

wykonaną (wyrażoną w art. 80 Kodeksu Pracy). Tak więc, przyjmujemy (analogicznie jak miało to miejsce w przypadku przepisów dotyczących tzw. *risk-takerów*), że nie dojdzie do skutecznego powstania obowiązku wdrożenia wytycznych ESMA w zakresie cofania wynagrodzeń już wypłaconych osobom zaangażowanym, ponieważ stałoby to w sprzeczności z polskim systemem prawa pracy, które w tym przypadku zachowuje pierwszeństwo. Zgodnie z Nowymi Wytycznymi, w celu zapewnienia prawidłowego funkcjonowania mechanizmu korekty ex post, firma inwestycyjna będzie musiała rozważyć wprowadzenie zasady znanej już rynkowi finansowemu, mianowicie zasady częściowego odroczenia wypłaty zmiennego wynagrodzenia. ESMA nie proponuje konkretnego podziału na część odroczonej i nieodroczonej, wskazuje jedynie, że zarówno proporcja pomiędzy tymi częściami, jak i sam harmonogram wypłaty części odroczonej powinny każdorazowo uwzględniać interesy osób zaangażowanych w relacji do interesów klientów, aby uniknąć konfliktu interesów.

### **Wynagrodzenia osób pełniących funkcje kontrolne**

ESMA w Nowych Wytycznych rozciąga regułę wyrażoną obecnie w przepisach Rozporządzenia Delegowanego, w odniesieniu do funkcji nadzoru zgodności działalności z prawem, uniezależnienia wynagrodzenia zmiennego od wyników danego podmiotu również na osoby sprawujące funkcje zarządzania ryzykiem lub audytu wewnętrznego.

Zgodnie z Nowymi Wytycznymi osoby wykonujące wskazane wyżej funkcje kontrolne, powinny być wynagradzane w oparciu o kryteria uwzględniające cele wykonywanych przez nie czynności. W szczególności wynagrodzenie zmienne takich osób nie powinno być uzależnione od spełnienia jakichkolwiek kryteriów ilościowych (uzależnionych od wyników czynności podlegających czynnościom kontrolnym wykonywanym przez te osoby).

ESMA wskazuje jednocześnie, że w przypadku, gdy jakkolwiek komponent wynagrodzenia takiej osoby będzie uzależniony od wyników firmy inwestycyjnej, powinna ona wdrożyć rozwiązania mające na celu mitygowanie ryzyka konfliktu interesów.

### **Wymogi organizacyjne**

ESMA wskazuje, odnosząc się do trybu przyjmowania i aktualizowania polityki wynagrodzeń, że oprócz jej okresowego przeglądu firma inwestycyjna powinna również dokonywać jej przeglądu po każdej istotnej i znaczącej zmianie w swojej działalności lub strukturze. Po stwierdzeniu niedostosowania polityka powinna być niezwłocznie dostosowana.

Już obecnie za przegląd polityki wynagrodzeń w firmie inwestycyjnej odpowiedzialne jest jej kierownictwo, po osiągnięciu opinii funkcji nadzoru zgodności działalności z prawem. W Nowych Wytycznych ESMA wskazuje jednak,

że właściwe realizowanie obowiązku okresowych przeglądów polityki wynagrodzeń i identyfikowania nieprawidłowości w pewnych sytuacjach może wymagać zaangażowania w ten proces również funkcji zarządzania ryzykiem lub audytu wewnętrznego – powinno być to ustalane z uwzględnieniem zasady proporcjonalności.

Ponadto, ESMA wskazuje w Nowych Wytycznych, że:

- polityka wynagrodzeń (wraz z jej pełną dokumentacją), powinna być zrozumiała i przejrzysta oraz dostępna dla organu zarządzającego firmy inwestycyjnej i kierownictwa wyższego szczebla, oraz funkcji kontrolnych firmy inwestycyjnej; oraz
- celem należytego wykonywania obowiązków przez osoby wykonujące funkcję nadzoru zgodności działalności z prawem powinny mieć one dostęp do pełnej dokumentacji dot. polityki wynagrodzeń.

Nowe Wytyczne doprecyzują zasady, na jakich powinna być w firmie inwestycyjnej kontrolowana zgodność podejmowanych działań z przyjętą polityką wynagrodzeń. Mechanizmy kontrolne powinny obejmować całą firmę inwe-

stycyjną i w szczególności nie ograniczać się do badania „formalnej” zgodności wewnętrznych decyzji co do przyznawanych i wypłacanych wynagrodzeń z wdrożoną polityką, ale uwzględniać również efektywność i zasadność wdrożonych rozwiązań kontrolując prawidłowość wykonywania czynności przez poszczególne osoby zaangażowane w kontekście wymogów nakierowanych na ochronę interesu klienta i otrzymywanych przez nie wynagrodzeń. Mechanizmy kontrolne powinny uwzględniać zasadę tzw. *Risk Based Approach*, i powinny podlegać okresowemu przeglądowi.

Zgodnie z Nowymi Wytycznymi, efekty pracy mechanizmów kontrolnych powinny być udokumentowane, przedstawiane kierownictwu wyższego szczebla firmy inwestycyjnej wraz z ewentualnymi propozycjami działań naprawczych i wykorzystywane w ramach oceny ryzyka niezgodności dokonywanej przez kierownictwo wyższego szczebla przy wsparciu funkcji nadzoru zgodności działalności z prawem.

ESMA w Nowych Wytycznych zastrzega wymagania dotyczące firm inwestycyjnych korzystających z usług podmiotów trzecich przy świadczeniu usług inwestycyjnych, wskazując, że w takiej sytuacji (outsourcing, agent firmy inwestycyjnej) firma inwestycyjna powinna dokonać przeglądu polityki wynagrodzeń takiego podmiotu, w celu sprawdzenia, czy jest ona zgodna z omawianymi wytycznymi, a nie jak przewidują wytyczne z 2013 r. – jedynie upewnić się, że zasady i praktyki dotyczące wynagrodzeń drugiego przedsiębiorstwa są zgodne z założeniami prezentowanymi w wytycznych (zmiana wydaje się być istotna). ESMA podkreśla przy tym, że firma inwestycyjna powinna unikać zbyt skomplikowanych struktur outsourcingu lub dystrybucji, gdyż mogłoby to utrudnić dokonywanie monitoringu, o którym mowa wyżej.

#### **mec. Ewa Mazurkiewicz**

Kieruje praktyką regulacyjną rynku kapitałowego w SPCG. Specjalizuje się w zagadnieniach związanych z rynkiem kapitałowym, w szczególności dotyczących działalności firm inwestycyjnych, banków, funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych oraz spółek publicznych. Posiada ponad dwudziestoletnie doświadczenie w pracy, w tym w KNF oraz w międzynarodowej kancelarii prawnej. Brała udział w pracach grupy roboczej ds. usług finansowych w ramach Rady UE (prace nad MiFID) oraz w grupach roboczych CESR (obecnie: ESMA).

Reprezentuje klientów SPCG w postępowaniach przed KNF, doradza w kwestiach dotyczących MiFID II, ZAFI, UCITS V, MAR i MAD oraz procesach poszerzania oferty produktowej.



#### **Podsumowanie**

Pojawienie się w środowisku regulacyjnym Nowych Wytycznych, przy założeniu przyjęcia ich do stosowania przez KNF, spowoduje konieczność weryfikacji wdrożonych dotychczas regulacji (polityka wynagrodzeń, regulaminy wewnętrzne określające zasady funkcjonowania poszczególnych funkcji kontrolnych), jak również zawartych umów (tak umów z pracownikami lub członkami organów firmy inwestycyjnej, jak i umów z podmiotami trzecimi – outsourcing, agent firmy inwestycyjnej) pod kątem zgodności tych aktów z nowymi wymogami. W kolejnym kroku niezbędne może być, w zależności od efektu weryfikacji, podjęcie działań w celu wprowadzenia niezbędnych zmian, co może być tym bardziej skomplikowane, że jak wskazaliśmy wyżej w praktyce obejmować będzie nie tylko własną organizację firmy inwestycyjnej, ale może wymagać konieczności podjęcia rozmów z kontrahentami zewnętrznymi.



## ARTYKUŁ

# Rozporządzenie DORA a nowe wyzwania dla firm inwestycyjnych

**mec. Katarzyna Majer-Gębska** – Koordynator Działu Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy

**mec. Czesław Sadkowski** – radca prawny, Partner Zarządzający, Sadkowski i Wspólnicy

Wraz z postępowaniem technologicznym i rewolucją cyfrową, przedsiębiorstwa na całym świecie stają wobec konieczności wprowadzenia zmian w niemal wszystkich dziedzinach swojej działalności. Postępująca cyfryzacja gospodarki wynikająca z dostępności coraz wydajniejszej infrastruktury teleinformatycznej (5G, przetwarzanie w chmurze), możliwości pozyskiwania i wykorzystania coraz większych wolumenów danych (Internet rzeczy, big data), oraz rozwoju technik analizy (sztuczna inteligencja) przeobraża gospodarkę krajów rozwiniętych, a dla krajów o gospodarce słabo rozwiniętej stwarza szanse przyspieszonego rozwoju (transformacja cyfrowa)<sup>1</sup>. **Transformacja cyfrowa nie omija oczywiście sektora finansowego, w którym rola technologii informacyjno- komunikacyjnych (ICT), staje się coraz istotniejsza.**

Po to, aby zachować konkurencyjność i odpowiadać na zmieniające się potrzeby klientów, firmy inwestycyjne muszą zapewniać odpowiednią jakość usług cyfrowych – tj. w szczególności ich intuicyjność i przyjazność dla użytkownika, ale również – co szczególnie istotne – wysoki poziom bezpieczeństwa infrastruktur i danych. Zagrożenia cybernetyczne stają się bowiem coraz bardziej zaawansowane, częstsze i trwalsze, a także bardziej niebezpieczne i zróżnicowane, grożąc zakłóceniem wzajemnie połączonych globalnych systemów finansowych oraz instytucji, które te systemy obsługują i wspierają<sup>2</sup>.

Ryzyko cybernetyczne charakteryzuje się cechami, które zasadniczo odróżniają je od innych źródeł ryzyka operacyjnego, a to w szczególności szybkością i skalą jego rozprzestrzeniania się<sup>3</sup>. Cyber-incydenty mogą mieć bardzo istotny, negatywny wpływ na zaufanie do rynku finansowego, będące kluczowym elementem jego

prawidłowego funkcjonowania. Mogą stanowić źródło ryzyka systemowego, znaczących strat finansowych i wywołać panikę na rynku.

Występujące dotychczas w Europie, nieskoordynowane podejście do cyberbezpieczeństwa na poziomie państw i sektorów (widoczne zarówno w ustawodawstwie jak i w wytycznych właściwych organów nadzoru), powoduje ogromne koszty, zwłaszcza dla podmiotów finansowych prowadzących działalność transgraniczną<sup>4</sup>.

Konieczność przestrzegania tego rodzaju szczegółowych i różniących się od siebie regulacji w każdym państwie członkowskim, wymaga poniesienia istotnych kosztów compliance, a także naraża podmioty na niebezpieczeństwo wynikające z istniejących luk. Z drugiej strony, w niektórych obszarach obserwuje się niepotrzebne powielanie przepisów, prowadzące do konieczności wielokrotnego wykonywania tych samych czynności. Przykładowo, dotychczas niektóre podmioty miały powielające się obowiązki dotyczące zgłaszania incydentów<sup>5</sup>, powodujące chaos i generujące niepotrzebne koszty.

W związku z niespójną, szcątkową regulacją, podmioty finansowe napotykały również trudności podczas negocjacji warunków umownych z zewnętrznymi dostawcami ICT. Podmioty te doświadczały niekiedy trudności w znalezieniu usługodawcy oferującego warunki dostosowane do obowiązujących w sektorze finansowym standardów ostrożnościowych lub innych wymogów regulacyjnych.

Celem przezwyciężenia opisanych powyżej problemów, Parlament Europejski przyjął *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego i zmieniające rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 909/2014 oraz (UE) 2016/1011 („DORA”)*, które znajdzie zastosowanie od dnia 17 stycznia 2025 r.<sup>6</sup>

Obejmuje ono swoim zastosowaniem szereg podmiotów, w tym w szczególności firmy inwestycyjne, a także

<sup>1</sup> Magdalena Borowik, Leszek Maśniak, Robert Kroplewski, Hubert Romaniec [w:] PRZEMYSŁ + Gospodarka oparta o dane; Ministerstwo Cyfryzacji 2018

<sup>2</sup> G7 Fundamental Elements Of Cybersecurity For The Financial Sector [https://www.ecb.europa.eu/paym/pol/shared/pdf/G7\\_Fundamental\\_Elements\\_Oct\\_2016.pdf](https://www.ecb.europa.eu/paym/pol/shared/pdf/G7_Fundamental_Elements_Oct_2016.pdf) (dostęp 12.05.2023; 10:00);

<sup>3</sup> ESRB; Systemic cyber risk; luty 2020,

<sup>4</sup> Por motyw 14 DORA;

<sup>5</sup> Por. Motyw 23 DORA;

<sup>6</sup> Art. 64 DORA;

między innymi instytucje kredytowe, dostawców usług w zakresie kryptoaktywów, systemy obrotu, zarządzających AFI i spółki zarządzające, zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji czy agencje ratingowe. Obejmie ono również zewnętrznych dostawców usług ICT. Ustawodawca unijny nie uważa przy tym za właściwe wprowadzenie sztywnych limitów i ograniczeń dotyczących ekspozycji wobec osób trzecich w obszarze ICT<sup>7</sup>, a promuje zrównoważone rozwiązania poprzez elastyczne i stopniowe podejście do takiego ryzyka.

Tym niemniej, uregulowane jednolicie umowy z zewnętrznymi dostawcami usług w obszarze ICT będą musiały zawierać pełny opis usług, wskazanie lokalizacji, w których mają być przetwarzane dane, pełne opisy poziomu usług wraz z ilościowymi i jakościowymi celami w zakresie wydajności, stosowne postanowienia w sprawie dostępu, dostępności, integralności, bezpieczeństwa i ochrony danych osobowych oraz gwarancje dostępu, odzyskiwania i zwrotu w przypadku awarii zewnętrznych dostawców usług ICT, okresy wypowiedzenia i obowiązki sprawozdawcze zewnętrznych dostawców usług ICT, prawa dostępu, kontroli i audytu podmiotu finansowego lub wyznaczonego podmiotu zewnętrznego, jasne prawa do odstąpienia od umowy i specjalne strategie wyjścia<sup>8</sup>.

Podstawową zasadą unijnej legislacji, która znalazła zastosowanie również w DORA jest zasada proporcjonalności. U podstaw zakłada ona, że podmioty sektora finansowego różnią się od siebie pod względem wielkości, profilu działalności oraz narażenia na ryzyko cyfrowe<sup>9</sup>. Wymogi, które będą musiały spełnić powinny być zatem dostosowane do specyfiki danego podmiotu, a także ryzyka, które stwarza dla całego sektora.

Przykładowo od mikroprzedsiębiorstw i podmiotów finansowych objętych uproszczonymi ramami zarządzania ryzykiem związanym z ICT nie będzie wymagać się przeprowadzenia testów penetracyjnych pod kątem wyszukiwania zagrożeń<sup>10</sup>, które to testy inne podmioty będą zobowiązane wykonywać nie rzadziej niż co trzy lata<sup>11</sup>.

Za skuteczne wdrożenie nowych wymogów i budowę kultury korporacyjnej w zakresie higieny cyfrowej (tone from the top) odpowiedzialny będzie zarząd. Odpowiedzialność ta będzie musiała przekładać się na ciągłe zaangażowanie tego organu w kontrolę jakości zarządzania w zakresie

ryzyka związanego z ICT<sup>12</sup>. To zarząd będzie zobowiązany określić, zatwierdzić i nadzorować wdrażanie wszystkich ustaleń dotyczących ram zarządzania ryzykiem związanym z ICT oraz ponieść odpowiedzialność za ich wdrażanie<sup>13</sup>. Członkowie zarządu będą również musieli uczestniczyć w regularnych szkoleniach<sup>14</sup>.

Proces zarządzania ryzykiem związanym z ICT i nadzór nad nim zostanie przydzielony niezależnej funkcji kontroli<sup>15</sup>, co jak się zdaje jest już realizowane w praktyce. Nowością będzie konieczność ustanowienia organizacyjnej funkcji monitorowania ustaleń zawartych z zewnętrznymi dostawcami usług ICT w sprawie korzystania z usług ICT lub konieczność wyznaczenia członka kadry kierowniczej wyższego szczebla jako odpowiedzialnego za nadzorowanie związanej z tym ekspozycji na ryzyko i odpowiedniej dokumentacji<sup>16</sup>. Dodatkowo, co najmniej jednej osobie w podmiocie finansowym powierza się zadanie wdrożenia strategii komunikacyjnej w zakresie incydentów związanych z ICT i w tym celu pełni ona funkcję osoby ds. kontaktów z opinią publiczną i mediami<sup>17</sup>.

Podmiot finansowy, w tym firma inwestycyjna, zobowiązana będzie do wprowadzenia określonych szczegółowych strategii i procedur niezbędnych do należytej i odpowiedniej ochrony wszystkich odpowiednich zasobów informacyjnych i zasobów ICT, w tym oprogramowania i sprzętu komputerowego, serwerów, a także wszystkich odpowiednich elementów fizycznych i infrastruktury, takich jak obiekty, ośrodki przetwarzania danych i wyznaczone obszary wrażliwe, w celu zapewnienia odpowiedniej ochrony wszystkich zasobów informacyjnych i zasobów ICT przed ryzykiem, w tym przed uszkodzeniem i nieuprawnionym dostępem lub użytkowaniem<sup>18</sup>.

Podmioty finansowe są na gruncie DORA zobowiązane dysponować mechanizmami pozwalającymi na szybkie wykrywanie nietypowych działań, w tym problemów związanych z wydajnością sieci ICT i incydentów związanych z ICT, oraz na identyfikację potencjalnych istotnych pojedynczych punktów awarii. Wszystkie opisane mechanizmy wykrywania muszą być regularnie testowane<sup>19</sup>.

Ponadto, podmioty finansowe będą zobowiązane do wprowadzenia kompleksowej strategii na rzecz ciągłości działania w zakresie ICT, która może zostać przyjęta

<sup>7</sup> Por. Motyw 67 DORA;

<sup>8</sup> Art. 30 ust. 1 i 2 DORA;

<sup>9</sup> Por. Motyw 36 DORA;

<sup>10</sup> Por. Motyw 44 DORA;

<sup>11</sup> Art. 26 ust. 1 DORA;

<sup>12</sup> Por. Motyw 46 DORA;

<sup>13</sup> Art. 5 ust. 2 DORA;

<sup>14</sup> Art. 5 ust. 4 DORA;

<sup>15</sup> Art. 6 ust. 4 DORA;

<sup>16</sup> Art. 5 ust. 4 DORA;

<sup>17</sup> Art. 14 ust. 3 DORA;

<sup>18</sup> Art. 6 ust. 2 DORA;

<sup>19</sup> Art. 10 ust. 1 DORA;

jako specjalna odrębna strategia stanowiąca integralną część planu ciągłości działania<sup>20</sup>. Wymagane będzie również opracowanie skutecznych planów przywrócenia gotowości do pracy<sup>21</sup>. Czas potrzebny na wznowienie konkretnych funkcji po incydencie będzie wyznaczony poprzez pełne uwzględnienie charakteru i krytyczności danej funkcji oraz wszelkich szczególnych potrzeb biznesowych, jak również potencjalnego ogólnego wpływu na efektywność rynku.

Kolejnym wymogiem będzie rejestracja incydentów związanych z ICT i znaczących cyber-zagrożeń, oraz ustanowienie odpowiednich procedur i procesów mających zapewnić spójne i zintegrowane monitorowanie incydentów, ich obsługę oraz działania następcze<sup>22</sup>. Konieczna będzie również klasyfikacja incydentów i określenie ich wpływu na podstawie między innymi liczby lub znaczenia dla klientów oraz kwoty lub liczby transakcji, których dotyczy incydent, czasu trwania i zasięgu geograficznego incydentu, oraz tego, czy spowodował skutki reputacyjne<sup>23</sup>.

Ramy zarządzania ryzykiem związanym z ICT są regularnie poddawane audytowi wewnętrznemu<sup>24</sup>. Firma inwestycyjna zobowiązana będzie wprowadzić również program testowania operacyjnej odporności cyfrowej, obejmujący szereg ocen, testów, metodyk, praktyk i narzędzi<sup>25</sup>, obejmujący w szczególności co najmniej raz w roku, przeprowadzenie odpowiednich testów wszystkich systemów i aplikacji ICT wspierających krytyczne lub istotne funkcje<sup>26</sup>. Kolejnym istotnym elementem programu będą wspomniane powyżej zewnętrzne testy penetracyjne, przeprowadzane minimum raz na trzy lata. Warto przy tym zauważyć, że właściwy organ może, w razie potrzeby, zwrócić się do tego podmiotu finansowego o zmniejszenie lub zwiększenie częstotliwości przeprowadzania testów penetracyjnych<sup>27</sup>.

DORA reguluje również problematykę zgłaszania incydentów właściwym organom nadzoru. W Polsce, dla firm inwestycyjnych, organem właściwym w tym zakresie będzie Komisja Nadzoru Finansowego<sup>28</sup>. Zgłoszeniu podlegać będą incydenty poważne<sup>29</sup> – tj. incydenty o dużym negatywnym wpływie na sieci i systemy informatyczne, które wspierają krytyczne lub istotne funkcje podmiotu finansowego<sup>30</sup>. Wymagana treść zgłoszeń

zostanie ujednoczona w drodze wydania przez właściwe unijne urzędy nadzoru stosownych regulacyjnych standardów technicznych<sup>31</sup>.

Po otrzymaniu zgłoszenia, właściwy organ będzie zobowiązany potwierdzić otrzymanie i, gdy jest to wykonalne, może w odpowiednim czasie przekazać danemu podmiotowi finansowemu odpowiednie i proporcjonalne informacje zwrotne lub wskazówki wysokiego poziomu – w szczególności poprzez udostępnienie wszelkich istotnych zanonimizowanych informacji i analiz na temat podobnych zagrożeń<sup>32</sup>.

Określone obowiązki informacyjne znajdują zastosowanie również wobec klientów. W przypadku gdy wystąpi poważny incydent związany z ICT, który ma istotny wpływ na interesy finansowe klientów, podmioty finansowe bez zbędnej zwłoki, gdy tylko się o nim dowiedzą, będą zobowiązane do poinformowania o nim swoich klientów. Informacja będzie musiała zawierać również wskazanie środków, które podjęto w celu złagodzenia negatywnych skutków takiego incydentu<sup>33</sup>.

Co istotne, od żądania właściwych organów zależeć będzie konieczność raportowania szacunkowych łącznych kosztów i strat spowodowanych poważnymi incydentami związanymi z ICT. W tym zakresie, również mają zostać opracowane RTS<sup>34</sup>.

Założenia stojące u podstaw DORA są słuszne. **Ujednoczenie wymogów, poza początkowymi kosztami dostosowania, może być dla podmiotów rynku finansowego źródłem dużych oszczędności i przede wszystkim umocni pewność prawa.** Rozporządzenie cechuje odpowiednia elastyczność i proporcjonalność, przy jednoczesnym zagwarantowaniu poszanowania fundamentalnych zasad i eliminacji niektórych luk. Okres vacatio legis jest dostatecznie długi i umożliwi podmiotom finansowym dostosowanie wewnętrznej organizacji do nowych przepisów. Słowem, wprowadzone rozwiązania należy ocenić w większości pozytywnie, z tym zastrzeżeniem, że dopiero czas pokaże, jak będą stosowane w praktyce.

<sup>20</sup> Art. 11 ust. 1 DORA;

<sup>21</sup> Por Motyw 49 DORA;

<sup>22</sup> Art. 17 ust. 2 DORA;

<sup>23</sup> Art. 18 ust. 1 DORA;

<sup>24</sup> Art. 6 ust. 6 DORA;

<sup>25</sup> Art. 24 ust. 1 i 2 DORA;

<sup>26</sup> Art. 24 ust. 6 DORA;

<sup>27</sup> Art. 26 ust. 1 DORA;

<sup>28</sup> Art. 46 lit. c DORA w zw. z art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

<sup>29</sup> Art. 19 ust. 1 DORA;

<sup>30</sup> Art. 3 pkt. 10 DORA;

<sup>31</sup> Art. 20 DORA;

<sup>32</sup> Art. 22 DORA;

<sup>33</sup> Art. 19 ust. 3 DORA;

<sup>34</sup> Art. 11 ust. 10 i 11 DORA;



### **mec. Katarzyna Majer-Gębska**

Adwokat, Koordynator Działu Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy

Specjalizuje się w prawie rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem działalności funduszy inwestycyjnych oraz firm inwestycyjnych, prawie handlowym i finansowym. Posiada również praktykę procesową w zakresie reprezentowania instytucji finansowych w sporach sądowych. Doświadczenie zawodowe zdobywała jako prawnik warszawskich kancelarii specjalizujących się w obsłudze rynku kapitałowego oraz postępowaniach sądowych, a także jednym z wiodących towarzystw funduszy inwestycyjnych.

W ramach dotychczasowych zajęć zawodowych Katarzyna Majer-Gębska prowadziła między innymi postępowania przed KNF związane z tworzeniem i rejestracją towarzystw funduszy inwestycyjnych, uzyskiwaniem zezwoleń na pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa, zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, zezwoleń na zarządzanie portfelami sekurytyzowanych wierzytelności, zgód na zarządzanie portfelem, przeprowadzała audyty instytucji finansowych i nieruchomości oraz reprezentowała instytucje finansowe w postępowaniach przed Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

Obecnie bierze udział w bieżącej obsłudze podmiotów rynku finansowego, w tym towarzystw funduszy inwestycyjnych, domów i biur maklerskich, oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych, agentów firm inwestycyjnych oraz spółek publicznych. Udziela porad zarówno podmiotom nadzorowanym, jak i inwestorom w szerokim zakresie transakcji finansowych, AML oraz w kwestiach regulacyjnych.

Posiada doświadczenie w zakresie pełnienia funkcji inspektora nadzoru w podmiotach rynku kapitałowego.



### **mec. Czesław Sadkowski**

radca prawny, Partner Zarządzający, Sadkowski i Wspólnicy

Jako jeden z nielicznych specjalistów na terenie całego kraju, wykorzystując znajomość prawa międzynarodowego skutecznie reprezentuje przedsiębiorstwa w sporach rozstrzyganych przed Sądem I Instancji, przed Europejskim Trybunałem Sprawiedliwości w Luksemburgu oraz przed Sądami w Rosji, Ukrainie oraz Mołdawii. Uczestniczył również w Parlamencie w pracach nad ustawą o Straży Ochrony Kolei. Przeprowadza wraz z Działem Prawa Handlowego i Podatkowego Kancelarii Sadkowski i Wspólnicy wiele procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa oraz o kapitale prywatnym w tym udaną jedną z największych hut w Polsce tj. Huty „Częstochowa” S.A.

Jako wykładowca w dużych firmach szkoleniowych na terenie całego kraju oraz w Okręgowej Izbie Radców Prawnych w Opolu prowadzi również działalność dydaktyczną zagadnień z prawa gospodarczego, podatkowego, prawa pracy.





## Wyzwania Pokolenia „Z” dla rynku kapitałowego

**mec. Daniel Lipnicki** – radca prawny, Członek Zarządu oraz Dyrektor Biura Prawnego w Domu Inwestycyjnym Xelion Sp. z o. o.

W ramach ostatniej Konferencji Compliance organizowanej przez Izbę Domów Maklerskich miałem przyjemność poprowadzić jako moderator ciekawy panel, którego tematem było „Świadczenie usług dla Pokolenia „Z” a ograniczenia prawne”. W niniejszym artykule nie jest moim celem odtworzenie przebiegu dynamicznej dyskusji, w ramach której zarówno przedstawiciele świata doradztwa prawnego, jak i świata biznesu i nadzoru przedstawili swoje poglądy, lecz raczej spojrzenie na kwestię Pokolenia „Z” z punktu widzenia możliwości wyróżnienia jego przedstawicieli jako uczestników rynku kapitałowego, jak i wymogów wynikających z przepisów prawa w zakresie działań firm inwestycyjnych względem swoich klientów.

### Poszukiwanie przeciętnego inwestora czy też wzorca staranności konsumenckiej

Przepisy prawa nie wskazują w żaden sposób definicji inwestora/klienta korzystającego z usług firm inwestycyjnych. Odpowiedzi w tym zakresie nie zawiera również ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej jako „Ustawa o Obrocie”). Ze względu na przyjęte powyżej założenie dotyczące Klienta, jedynej powierzchni styku poszukiwać można w definicji klienta detalicznego wynikającej z art. 3 pkt 39c Ustawy o Obrocie, który jednakowoż definiuje tego klienta częściowo negatywnie (podmiot niebędący klientem profesjonalnym), a częściowo pozytywnie (podmiot, na rzecz którego jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z usług, o których mowa w art. 69 ust. 2 lub 4 Ustawy o Obrocie). Z części negatywnej tej definicji można by wywieść, że skoro nie jest to klient profesjonalny, to najbliższą definicją, do której można dopasować inwestora detalicznego, to konsument na gruncie ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (dalej jako „KC”). Zgodnie z art. 221 KC, za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową. Postawienie znaku równości pomiędzy klientem detalicznym a konsumentem rodzi jednak daleko idące konsekwencje, ponieważ przepisy prawa przewidują szczególne instrumenty ochrony konsumentów w relacji z przedsiębiorcami, takie jak chociażby prawo do odstąpienia od umowy, a jednocześnie na gruncie art. 4 ust. 2 ustawy z dnia 30 maja 2014 r. o prawach konsumenta ustawodawca (racjonalny) wyłączył stosowanie przepisów ww. ustawy do umów dotyczących usług finansowych, w szczególności: czynności bankowych, umowy kredytu konsumenckiego, czynności ubezpieczeniowych, umowy nabycia lub odkupienia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego

otwartego albo specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego i nabycia lub objęcia certyfikatów inwestycyjnych funduszu inwestycyjnego zamkniętego, usług płatniczych, z wyjątkiem umów dotyczących usług finansowych zawieranych na odległość, do których stosuje się przepisy rozdziałów 1 i 5 ww. ustawy, i umów dotyczących usług finansowych zawieranych poza lokalem przedsiębiorstwa, do których stosuje się przepis art. 7ab ww. ustawy.

Przyjmijmy jednak na chwilę, że można postawić znak równości pomiędzy inwestorem a konsumentem. Wobec braku przepisów określających wzorzec zachowania, według którego należy oceniać zachowanie inwestora, skierować się można do poglądów doktryny i orzecznictwa.

W krajowym orzecznictwie sądowym przyjmowany jest na ogół wzorzec konsumenta rozważnego, świadomego i krytycznego. W wyroku z dnia 13 czerwca 2012 r., sygn. II CSK 515/11 Sąd Najwyższy podkreślił, iż „(...) przyjmowany jest wzorzec konsumenta rozważnego, świadomego i krytycznego, który jest w stanie prawidłowo rozumieć kierowane do niego informacje. Nie ma podstaw do przyznania konsumentowi tak uprzywilejowanej pozycji, w której byłby zwolniony z obowiązku przejawiania jakiegokolwiek staranności przy dokonywaniu oceny treści umowy, którą zamierza zawrzeć”. Równie ciekawe rozstrzygnięcie w zakresie ostrożności klienta na rynku finansowym można odszukać w Wyroku Sądu z dnia 23 czerwca 2022 r., sygn. II CSKP 85/22, w którym w zakresie odpowiedzialności względem inwestora (nabywcy obligacji) Sąd wywiódł, że zaniechanie w zakresie zapoznania się z dokumentacją związaną z inwestycją, w tym propozycją nabycia obligacji oraz warunkami ich emisji, które to warunki są podstawowym dokumentem pozwalającym ocenić ryzyko związane z nabyciem oferowanego instrumentu finansowego i jednoczesne potwierdzenie zapoznania się z tymi dokumentami oraz zignorowanie publicznie dostępnych informacji uzasadnia przyczynienie się do powstania szkody i jej wysokości.

Do niedawna powyższa linia zgodna była z orzecznictwem Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, który wykształcił w swoim orzecznictwie tzw. wzorzec (model) europejskiego konsumenta, któremu są stawiane wymagania rozważności oraz staranności, a przeciętny europejski konsument jest m.in. rozsądny, uważny, ostrożny, krytyczny i samodzielny. Podsumowując, europejski konsument to konsument poszukujący i korzystający z kierowanych do niego informacji, polegający

na swoich umiejętnościach oceny oferty produktów i usług, działający rozsądnie i rozważnie, ufający własnym decyzjom rynkowym.

Czy przyjęcie, że inwestor – klient detaliczny to każdorazowo konsument, jest jednak uzasadnione? Przeciwno takiej tezie zdaje się przemawiać fakt, iż w zakresie usług związanych z usługami maklerskimi prawodawca unijny zdecydował się na wprowadzenie odrębnych instrumentów w obszarze praw inwestorów (poprzez m.in. dyrektywy MIFID), a polski ustawodawca decyduje się na wprowadzenie nie tylko przepisów regulujących świadczenie poszczególnych usług inwestycyjnych, ale również „pakietowanie” ich w nowelizacje objęte wspólnym mianownikiem ochrony praw inwestora (vide projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku).

Pisząc powyżej „do niedawna” należy zasygnalizować, iż w związku ze sprawami frankowymi, a zatem sprawami dotyczącymi świadczenia usług finansowych, jakimi niewątpliwie są czynności kredytowe, możemy się spodziewać zmiany podejścia do kwestii ochrony konsumentów korzystających również z usług firm inwestycyjnych. Należy jednocześnie zauważyć, że czynność inwestycji na rynku kapitałowym może nie mieścić się w kategorii czynności zwykłych, dokonywanych przez konsumenta codziennie. W przeciwieństwie również do czynności bankowych, klient korzystający z usług rynku kapitałowego, musi akceptować ryzyko związane z dokonywaniem inwestycji, nie dokonuje bowiem lokaty kapitału w formie depozytu, nawet jeżeli inwestuje w instrumenty o najniższym poziomie ryzyka.

## Cechy Pokolenia „Z”

Abstrahując od rzeczywistego zainteresowania Pokolenia „Z” inwestowaniem, nie sposób rozmawiać o samym pokoleniu bez zrozumienia, co tę grupę wyróżnia. Posługując się pewną generalizacją można stwierdzić, że Pokolenie „Z” (ludzie urodzeni w przedziale od 1995 do 2012 roku) to z całą pewnością grupa rozwijająca się w środowisku niezwykle nacechowanym cyfryzacją i informatyzacją, wobec czego przejawia umiejętność i zdolność łączenia świata rzeczywistego i cyfrowego. Poza oczywistą cezurą wieku (są to osoby dopiero wkraczające na rynek pracy, jak i inwestycji), wśród wiodących cech Pokolenia „Z” wyróżnia się dużą pewnością siebie, silną potrzebę identyfikacji z grupą (choć jednocześnie pokolenie to w badaniach wykazuje się dużym stopniem odosobnienia jednostki), naciskiem na work-life balance (przy wyraźnym akcentowaniu, że obydwie strefy powinny się uzupełniać i stanowić spójną całość) oraz brak obaw wobec podejmowania ryzyka i jednocześnie chęć szybkiego zdobywania wiedzy (niekoniecznie idącą w parze ze zdobywaniem jej w wyniku długo-

trwałego i usystematyzowanego, tradycyjnego procesu edukacyjnego).

Badania z 2021 r. przeprowadzone przez EY i organizację JA Worldwide (największa globalna młodzieżowa organizacja non-profit, założona w 1919 r. z siedzibą w Kolorado, [https://www.ey.com/pl\\_pl/news/2021/05/badanie-ey-pokolenie-z](https://www.ey.com/pl_pl/news/2021/05/badanie-ey-pokolenie-z)) wykazały, że aż 74% respondentów identyfikujących się jako Pokolenie „Z” jest skłonne do korzystania z automatyzacji do osiągnięcia celów zawodowych, a niewiele ponad połowa (54%) wiąże edukację z sukcesem zawodowym. Znamionnym jest również, że 53% Pokolenia „Z” uważa, że do 2030 roku prowadzić będzie własną działalność, a 65% wierzy, że stanie się dobrze prosperującymi przedsiębiorcami.

W zakresie oceny zachowań inwestycyjnych Pokolenia „Z” warto przytoczyć wyniki analiz zespołu Saxo według stanu na grudzień 2022 r. (<https://www.home.saxo/content/articles/saxo-stories/investing-in-2023-a-comprehensive-guide-for-the-gen-z-investors-23012023>), zgodnie z którymi tylko 20% respondentów wskazało, że inwestowanie wiąże się z ryzykiem. Co ciekawe, 60% inwestycji Pokolenia „Z” obejmowało akcje, zaś inwestycje w krypto waluty znalazły się na drugim miejscu (54%). Wyżej przytoczona analiza wskazała również, że w przypadku dokonywania inwestycji kwestie ESG nie mają kluczowego znaczenia, podobnie jak jakość i cena, zaś uwagę zwraca marka i zdolność do odsprzedaży.

## Atrakcyjny (?) rynek kapitałowy dla Pokolenia „Z”

W mojej ocenie istnieją niewielkie szanse, że wyżej wskazane cechy Pokolenia „Z” w krótkim terminie będą miały istotny wpływ na sposób oceny zachowań inwestorów w linii orzeczniczej sądów czy też różnicowaniem tej linii w zależności od nr PESEL. Nie uważam jednocześnie, że Pokolenie „Z” objęte zostanie jako grupa szczególną ochroną z punktu widzenia prawodawcy czy też organów nadzoru, jak miało to miejsce w przypadku reakcji na istotne zdarzenia na rynku kapitałowym, zarówno w skali globalnej, jak i lokalnej.

Wskazać w tym zakresie należy bowiem, że tego typu działanie stanowiłoby swoisty precedens i wyłom w istniejącym porządku prawnym, który co do zasady nie różnicuje uprawnień czy też zakresu ochrony od cech danego pokolenia. Dobre przepisy prawa powinny cechować się uniwersalnością i obiektywizmem, tak aby nie prowadziły do dyskryminacji czy uprzywilejowania (pomijając oczywiste kwestie związane z ochroną praw konsumentów jako słabszych uczestników obrotu w zestawieniu z przedsiębiorcami) i aktualnie można się pokusić o stwierdzenie, że takie właśnie są. Przepisy regulujące działalność maklerską nie różnicują uprawnień inwestorów i zobowiązań firm inwestycyjnych

w zależności od wieku inwestora, wobec czego należy oczekiwać, że zarówno wejście na rynek kapitałowy, jak i w nim uczestniczenie z perspektywy Pokolenia „Z” powinno odbywać się na dotychczasowych, równych dla wszystkich, zasadach. Dopuszczalnym jednocześnie należy uznać dostosowanie sposobu dotarcia do inwestora poprzez wykorzystanie kanałów, w których odbiorca czuje się lepiej, bądź też poszukiwanie nowych rozwiązań w zakresie pozyskania informacji o inwestorze, jego doświadczeniu czy preferencjach. Pod pojęciem kanału komunikacji rozumieć należy zarówno medium (czyli zmiana proporcji w kontakcie osobistym na rzecz spotkań z wykorzystaniem środków informatycznych, np. z wykorzystaniem komunikatorów internetowych), jak i sposób formułowania przekazu. W tym drugim zakresie nie można pominąć, iż zgodnie z art. 44 ust. 2 lit. d Rozporządzenia 2017/565 informacje powinny być przedstawione w sposób, który jest odpowiedni

i zrozumiały dla przeciętnego przedstawiciela grupy, do której są skierowane lub do której mogą dotrzeć. Można zatem pokusić się o tezę, iż firma inwestycyjna ma możliwość dostosowania formy przekazu kierowanego do Pokolenia „Z”. Wskazać przy tym należy, iż każdorazowo informacje dla Klientów (niezależnie od przypisania ich do konkretnego pokolenia) powinny być każdorazowo rzetelne, wyraźne i niewprowadzające w błąd oraz spełniać pozostałe wymogi wynikające m.in. z art. 44, 46, 57 czy 48 Rozporządzenia 2017/565.

Rozwój społeczeństwa opartego o dane może być wykorzystany w przypadku Pokolenia „Z” do pozyskania, za zgodą i w warunkach pełnej transparentności informacji o Kliencie, nie tylko w drodze sformalizowanych ankiet, ale również przy wykorzystaniu automatycznych procesów pobierania i analizy danych, np. w zakresie historii rachunku bankowego, historii operacji inwestycyjnych itd. Każdorazowo jednocześnie wskazać należy, iż wyżej wskazane procesy powinny być możliwe do rozliczenia.

Szukając odpowiedzi na pytanie, jakie działania mogą zwiększyć zainteresowanie rynkiem kapitałowym i w konsekwencji jego atrakcyjność dla Pokolenia „Z”, można również wskazać na takie rozwiązania jak doradztwo inwestycyjne (szczególnie w formie robo) czy też usługi zarządzania portfelem. Jest to niewątpliwie obszar, w którym możliwe jest zastosowanie nowych technologii, opartych o algorytmy czy sztuczną inteligencję, które to technologie cieszą się zainteresowaniem i zaufaniem Pokolenia „Z”. W tym zakresie zaznaczyć należy, iż szczególnie obszar sztucznej inteligencji sam w sobie może rodzić ryzyka, adresowane przez prawodawcę unijnego w projekcie AI Act, który będzie pierwszym źródłem przepisów prawa regulującym tę dziedzinę, adresującym potrzebę rozwoju godnej zaufania sztucznej inteligencji i nadzorowanej przez człowieka, solidnej technicznie i bezpiecznej, zapewniającej prywatność i zarządzania danymi, przejrzystej, wspierającej różnorodność i niedyskryminację, dbającej o dobrostan społeczny i środowiskowej oraz odpowiedzialnej.

Na zakończenie pozwolę sobie zacytować koniec odpowiedzi Chatu GPT na zadane przeze mnie pytanie odnośnie tego, jakie cechy ma Pokolenie „Z” w zakresie inwestowania: „Należy zauważyć, że te cechy są uogólnieniami, a indywidualne preferencje i zachowania mogą się różnić w ciągu pokolenia. Ponadto, w miarę jak Pokolenie „Z” dojrzewa i zdobywa coraz większe doświadczenie w inwestowaniu, ich preferencje i strategie inwestycyjne mogą ewoluować.” Być może zatem, podobnie jak z ewolucją cech Pokolenia „Z”, ewoluować musi również rynek kapitałowy, zarówno po stronie inwestorów, jak i instytucji finansowych, organów nadzoru, po prawodawcę i władzę sądowniczą.

#### **mec. Daniel Dominik Lipnicki**

radca prawny, Członek Zarządu oraz Dyrektor Biura Prawnego w Domu Inwestycyjnym Xelion Sp. z o. o. Absolwent Centrum Prawa Amerykańskiego organizowanego przez Uniwersytet Warszawski we współpracy z University of Florida Levin College of Law oraz Biznes AI: Technologia, Prawo, Zastosowanie Sztucznej Inteligencji na Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie. Doświadczenie na rynku kapitałowym zdobywał początkowo w Kancelarii Gessel, Koziorowski sp.k. z siedzibą w Warszawie a od 2011 roku związany jest z sektorem firm inwestycyjnych w obszarze legal i compliance.





## ARTYKUŁ

# Konferencja Compliance Izby Domów Maklerskich z ciekawym podsumowaniem!

**mec. Katarzyna Kacprzak** – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

W dniu 17 maja odbyła się kolejna konferencja compliance pt. „Bieżące wyzwania instytucji finansowych związane z nowymi regulacjami” zorganizowana przez Izbę Domów Maklerskich.

Wśród najważniejszych wniosków z konferencji warto wskazać, że nowe technologie zakorzeniły się na dobre na rynku kapitałowym, co widać zarówno w nowych regulacjach, szczególnie europejskich, a także wśród klientów, szczególnie najmłodszego pokolenia, którzy chcieliby dokonywać transakcji na rynku kapitałowym na jeden klik.

Konferencję otworzył Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich, który mówił o zmianach w prawie europejskim i ich wpływie na rynek kapitałowy oraz o konieczności integracji środowiska i wspólnym podejściu sektora do interpretacji i stosowania nowych przepisów prawa. W ramach prezentacji konferencja poruszała tematykę nowych technologii, które wkraczają w niemal każdą dziedzinę funkcjonowania rynku kapitałowego – od pracy zdalnej poprzez konieczności dostosowania obsługi klientów za pośrednictwem aplikacji.

O najnowszych zmianach w prawie pracy, w szczególności o uregulowaniu pracy zdalnej opowiadała mecenas Katarzyna Sarek-Sadurska – radca prawny i Partner w Kancelarii Deloitte Legal. Uczestnicy konferencji poznali różnice pomiędzy pracą zdalną, a pracą zdalną okazjonalną oraz dowiedzieli się, że „muszą” – zgodnie z prawem – dbać o zachowanie *work life balance*. Istotnym dla pracowników firm inwestycyjnych było omówienie zagadnień dotyczących zniesienia zakazu zatrudniania równoległego, czego nie należy oczywiście mylić z zakazem pracy w konkurencyjnej organizacji. Powyższe nie stoi jednak w sprzeczności z badaniem konfliktu interesów, co nadzór wewnętrzny firmy inwestycyjnej czynić powinien, a nie jest łatwe z uwagi nie tylko na brak podstaw do pozyskiwania danych o innym zatrudnieniu, ale i zniesienie powyższego zakazu.

Bieżące kwestie podatkowe omówili Tobiasz Dolny – Partner & Tax Advisor oraz Dominik Niewadzi – Manager & Tax Advisor z ALTO Tax Sp. z o. o. Mówili o krajowych schematach podatkowych MDR, których obowiązek raportowania jest nadal zawieszony, o doświadczeniach z kontroli podatku CIT oraz Krajowym Systemie e-Faktur. Szczególną uwagę zebranych przykuło omówienie zmian dotyczących podatku od odsetek lub dyskonta od obligacji. W opracowywanych aktualnie przepisach założono obowiązek podbierania przez płatnika technicznego podatku od odsetek od obligacji. Ustawa ma wejść w życie z dniem 1 stycznia 2024 r. W związku z powyższym, z uwagi na niejednoznaczne przepisy prawa w tym względzie i rozbieżności w podejściu jakie należy

stosować w rozliczeniu za rok 2023, z ostrożnościowego punktu widzenia, wydaje się, że właściwym będzie pobranie podatku przez firmy inwestycyjne w 2023 r.

Ponadto eksperci poinformowali o zmianach w podatku Belki dotyczących wprowadzenia możliwości kompensaty dochodów i strat z inwestycji w fundusze inwestycyjne z dochodami i stratami z innych źródeł kapitałowych. Na uwagę zasługuje fakt, że ciężar samoobliczenia i zapłaty podatku będzie spoczywał na podatniku i zmaterializuje się po zakończeniu roku podatkowego. Zmiany mają wejść w życie od 1 stycznia 2024 r.

Dr Michał Nowakowski – Counsel w kancelarii Rymarz Zdort Maruta przedstawił zagadnienia cyfrowego doradcy, realnych korzyści z niego płynących, a także nowe możliwości dla rynku kapitałowego w dziedzinie cyfryzacji. Omówił także model robo-doradztwa jako formę wykonywania usługi doradztwa inwestycyjnego oraz ryzyka płynące z korzystania z chatbotów i voicebotów. Pan Mecenas zwrócił także uwagę na podstawowe akty prawne regulujące stosowanie sztucznej inteligencji na rynku kapitałowym.

Pan Krzysztof Kopera – Naczelnik Wydziału Rynku Kapitałowego Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego w Ministerstwie Finansów przedstawił zmiany w prawie rynku kapitałowego, nad którymi pracuje obecnie Ministerstwo. Największym zainteresowaniem zebranych cieszyła się informacja o statusie legislacyjnym Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku z dnia 12 maja 2023 r. (tzw. „Warzywniak”). Prelegent poinformował, że projekt trafił na Komitet Stały Rady Ministrów. Omówił też zmiany do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, jakie zawarto w ww. projekcie, w szczególności nowowprowadzane przepisy, niekonsultowane dotychczas z przedstawicielami rynku kapitałowego.

Jako ostatni wykładowca wystąpił dr Jarosław H. Kozłowski – Prezes Zarządu ProFuturity Sp. z o. o. przedstawiając szczegółowo podstawowe obowiązki Compliance Officera w firmie inwestycyjnej. Inspektor nadzoru to szczególna funkcja w domu lub biurze maklerskim, której wykonywanie wiąże się z realizacją szeregu obowiązków ustawowych. ABC compliance, podstawowe obowiązki i zadania inspektora nadzoru zebrane w pigułce to ważne narzędzie do pracy w nadzorze wewnętrznym firmy inwestycyjnej.

Konferencję zamykał panel dyskusyjny „Świadczenie usług dla pokolenia „Z” a ograniczenia prawne”, którego moderatorem był mec. Daniel Lipnicki – Członek Zarządu Domu Inwestycyjnego Xelion Sp. z o. o.

Do udziału w dyskusji zaprosiliśmy ekspertów rynku kapitałowego: Agatę Gawin – Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych w Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego, mec. Pawła Gładysza – Zastępcę Dyrektora Biura Maklerskiego Pekao, Norberta Jeziolowicza – Dyrektora Zespołu Bankowości Detalicznej i Rynków Finansowych w Związku Banków Polskich, mec. Michała Karwasińskiego – Partnera w Kancelarii Karwasiński Szpringer i Wspólnicy oraz Małgorzatę Rusewicz – Prezes Zarządu

### **mec. Katarzyna Kacprzak**

radca prawny w Izbie Domów Maklerskich.

Od ponad 20 lat pracuje w instytucjach finansowych w komórkach prawnych i compliance. Jako prawnik-ekspert i doradca prawny Zarządu domu maklerskiego DB Securities S.A. uczestniczyła w wyjątkowym projekcie połączenia działalności detalicznej Deutsche Bank Polska S.A. i Santander Bank Polska S.A.; następnie, w takim samym charakterze, uczestniczyła w projekcie połączenia działalności maklerskiej Santander Securities S.A. i Biura Maklerskiego Santander Bank Polska. W Santander Bank Polska pracowała w Zespole Prawnym odpowiedzialnym za obsługę Biura Maklerskiego oraz w Zespole zajmującym się outsourcingiem i działalnością IT.

Jako Certyfikowany Compliance Officer ma doświadczenie w tworzeniu i obsłudze komórek compliance w Kredyt Bank S.A. oraz Domu Inwestycyjnym Xelion Sp. z o.o. jako Inspektor Nadzoru – Dyrektor Biura Kontroli i Nadzoru.



Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami i Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych. Podczas gorącej dyskusji, opartej m.in. na analizie badań IGTE ustalono, że pokolenie „Z” to klienci oczekujący gwarancji wysokiej stopy zwrotu z inwestycji przy jednoczesnym niskim ryzyku. Młodzi ludzie są pokoleniem „obrazkowym”, „memowym”, które informacje o inwestycjach czerpie od youtuberów i influencerów, nie chce czytać długich i skomplikowanych informacji i broszur MiFIDowych. Jak zatem spełnić wymogi regulacyjne i informacyjne firmy inwestycyjnej, aby trafić do pokolenia „Z”? Z dyskusji ekspertów wynika, że ważne jest, aby obserwować nową kategorię klientów, a jednocześnie nie stracić tych obecnych, którzy często, na zasadzie sukcesji są w stanie zaszcześcić dobre wzorce i przekazać kolejnym pokoleniom podstawową wiedzę o inwestowaniu. Co oczywiście nie stoi na przeszkodzie wykorzystywaniu nowych technologii w kontaktach z młodymi klientami.

Na zakończenie gościliśmy uczestników na barce Atalanta na Bulwarach Wiślanych. To nieformalne spotkanie było okazją do cennych rozmów kulturalnych i wymiany doświadczeń.

Konferencja Compliance to cykliczne wydarzenie Izby, które na stałe już wpisało się w kalendarz spotkań środowiska rynku kapitałowego. Poza możliwością poznania opinii ekspertów dot. najnowszych przepisów lub projektów aktów prawnych oraz omówienia bieżących zagadnień z zakresu funkcjonowania nadzoru wewnętrznego w firmach inwestycyjnych, to także okazja na wymianę doświadczeń m.in. z przedstawicielami Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Ministerstwa Finansów czy też koleżankami i kolegami po fachu.

Kolejna konferencja już na jesieni! Zapraszamy do udziału!



## O IZBIE

### Prace Izby

**mec. Katarzyna Kacprzak** – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

#### Projekt zmian do Kodeksu Spółek Handlowych

Wczesną wiosną do Izby Domów Maklerskich wpłynął wniosek Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych o poparcie projektu zmian do Kodeksu Spółek Handlowych dotyczących przede wszystkim wprowadzenia elektronicz-

nego walnego zgromadzenia oraz głosowania kandydatów mniejszości oraz tworzenia grup kandydatów przy wyborach rad nadzorczych. Projekt, po konsultacji z Członkami Izby, zyskał aprobatę Rady Domów Maklerskich.

Jedną z podstawowych postulowanych zmian jest wprowadzenie ujednoliconej techniki przeprowadzania walnych zgromadzeń (dalej „WZ”). Proponuje się nowy tryb organizacji walnych zgromadzeń:

1. stacjonarne walne zgromadzenie (zachowane i już istniejące) – gdy wszyscy akcjonariusze obecni są na WZ,
2. WZ na którym akcjonariusze mogą uczestniczyć zarówno osobiście jak i zdalnie za pośrednictwem dedykowanego systemu informatycznego,
3. elektroniczne walne zgromadzenie (dalej „EWZA”) stanowiące w istocie zmodernizowaną wersję dawnego zgromadzenia korespondencyjnego.

Projekt zawiera rezygnację z praktycznie niestosowanego i archaicznego głosowania za pomocą listów na rzecz systemu informatycznego udostępnianego przez spółkę. EWZA jest pomyślane jako formuła nadzwyczajnego walnego zgromadzenia, umożliwiająca spółkom ich przeprowadzenie w przypadkach pojawienia się kwestii nieprzewidzianych i nagłych. Projekt zachowuje jednak prymat WZ stacjonarnego lub z opcją udziału poprzez system elektroniczny dla kwestii podstawowych zarezerwowanych dotychczas dla zwykłego WZ.

Jednym z istotniejszych elementów projektu jest wprowadzenie tzw. fazy konsultacyjnej – istotnej zwłaszcza w przypadku EWZA, co powiązane jest z prawem do żądania informacji i zmian porządku obrad.

Projekt zawiera także zmianę metodologii głosowania grupami poprzez przyjęcie koncepcji tzw. kandydatów mniejszości jak i możliwość stworzenia grupy kandydatów. Daje to możliwość ochrony interesów mniejszości w radzie nadzorczej również poprzez możliwość wyboru spośród kandydatów mniejszości. Dodatkową ochronę interesów mniejszości stanowi wprowadzona w projekcie możliwość, aby członek rady nadzorczej wybrany głosami mniejszości ab initio decydował o tym, że prowadzić będzie stałą kontrolę nadzorczą w spółce (a zatem nie tylko na posiedzeniach rady nadzorczej i na podstawie jej uchwały).

Istotną zmianą, z punktu widzenia firm inwestycyjnych, jest zawarcie, w treści wystawianego przez podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych

zaświadczenia o prawie uczestnictwa w WZ, informacji o zamiarze udziału w WZ przy użyciu środków komunikacji elektronicznej.

W kwietniu w Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej odbyło się spotkanie z przedstawicielami instytucji rynku kapitałowego, w tym KDPW, SEG, KNF oraz IDM, którego tematem był ten projekt.

Przedstawiciele Kancelarii Prezydenta wskazali, że propozycje zmian w KSH wymagają szerszego przenalizowania pod względem zgodności z Dyrektywą 2007/36 z dnia 11 lipca 2007 r. w sprawie niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym (w brzmieniu tekstu skonsolidowanego, dalej: dyrektywa 2007/36/WE lub dyrektywa) oraz ewentualnego przygotowania argumentacji do uzasadnienia projektu pozwalającego na przyjęcie niebudzących żadnych wątpliwości ocen o zgodności z prawem unijnych w zakresie:

- 1) wprowadzenia EWZA bez transmisji obrad oraz dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym,
- 2) rezygnacji z formularzy stosowanych do głosowania przez pełnomocnika oraz do głosowania korespondencyjnego w spółkach publicznych,
- 3) rezygnacji z obligatoryjnego charakteru upoważnienia dla rady nadzorczej do określenia regulaminu zdalnego udziału w walnym zgromadzeniu, a także rezygnacji z ustawowego zakazu określania wymogów i ograniczeń, które nie są niezbędne do identyfikacji akcjonariusza i bezpieczeństwa komunikacji elektronicznej,
- 4) wprowadzenia ustawowego minimalnego i odrębnego wynagrodzenia członka rady nadzorczej za wykonywanie indywidualnych czynności nadzorczych (nie mniej niż 30% wynagrodzenia przewodniczącego RN i nie mniej niż minimalne wynagrodzenie za pracę).

Obecnie trwają konsultacje instytucji zainteresowanych wprowadzeniem ww. zmian zaangażowanych dotychczas w proces legislacyjny.

## IZBA DOMÓW MAKLERSKICH

- Największa niezależna samorządowa organizacja środowiska pracodawców domów i biur maklerskich w Polsce:
  - 19 członków,
  - 99% udziału lokalnych członków GPW w obrocie akcjami, tj. 253 mld zł w 2022 roku
  - 99% udziału lokalnych członków GPW w obrocie obligacjami, tj. 11,7 mld zł w 2022 roku oraz 99% udziału w obrocie kontraktami terminowymi, tj. 23 mln sztuk w 2022 roku.
- Ponad 25 lat zaangażowania w rozwój polskiego rynku kapitałowego.
- Współpraca z rządem polskim i organizacjami rynku kapitałowego.
- Członek European Forum of Securities Associations.

Misją IDM jest wspieranie rozwoju konkurencyjnego rynku kapitałowego sprzyjającego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa dla wzrostu gospodarczego i zwiększania liczby miejsc pracy w Polsce oraz ochrona inwestorów.

## DZIAŁANIA NA RZECZ ŚRODOWISKA RYNKU KAPITAŁOWEGO

Izba Domów Maklerskich to największa niezależna samorządowa organizacja środowiska pracodawców domów i biur maklerskich w Polsce. Misją Izby Domów Maklerskich jest wspieranie rozwoju konkurencyjnego rynku kapitałowego sprzyjającego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa dla wzrostu gospodarczego i zwiększania liczby miejsc pracy w Polsce oraz ochrona inwestorów.

W 2022 roku Izba Domów Maklerskich brała udział w konsultacjach 10 projektów ustaw i rozporządzeń. W ramach Izby aktywnie działało kilka Grup Roboczych, które zajmowały się sprawami istotnymi dla bieżącej działalności firm inwestycyjnych.

Rok 2022 był kolejnym rokiem rozwoju działalności szkoleniowej Izby Domów Maklerskich. Izba zorganizowała 9 szkoleń dotyczących regulacji rynku kapitałowego oraz konferencję poświęconą zagadnieniom Compliance. W 2022 roku w szkoleniach i konferencji Compliance udział wzięło ok. 500 osób.

Działalność Izby jest oparta na aktywności pracowników firm inwestycyjnych, którzy w ostatnim roku aktywnie wspierali Izbę w pracach merytorycznych na rzecz całego środowiska rynku kapitałowego.

## DLACZEGO WARTO BYĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH

Reprezentujemy branżę domów i biur maklerskich współpracując z nadzorcą i rządem w tematach kluczowych dla interesu uczestników rynku kapitałowego.

- Oferujemy dostęp do szkoleń na temat rynku kapitałowego.
- Oferujemy dostęp do bieżących informacji i bazy wiedzy na temat rynku kapitałowego i działalności firm inwestycyjnych.
- Oferujemy dostęp do interpretacji i ocen prawnych zmian legislacyjnych na temat rynku kapitałowego.
- Oferujemy dostęp do materiałów dotyczących prowadzenia działalności maklerskiej dostępnych tylko dla Członków Izby.
- Oferujemy możliwość wymiany doświadczeń z innymi Członkami Izby.

## CHCESZ ZOSTAĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH?

Zgodnie ze Statutem IDM członkostwo w Izbie jest dobrowolne. Członkiem Izby może zostać biuro lub dom maklerski prowadzący działalność maklerską na terenie Polski. Uzyskanie członkostwa następuje po złożeniu pisemnej deklaracji przystąpienia do Izby wraz z zobowiązaniem przestrzegania Statutu, uchwał władz Izby i Kodeksu Dobrej Praktyki Domów Maklerskich oraz po uzyskaniu pozytywnej opinii Zarządu Izby. Rada Domów Maklerskich podejmuje decyzję w sprawie przyjęcia w poczet członków Izby nie później niż 30 dni od spełnienia wszystkich wskazanych warunków. Jeśli chcesz zostać członkiem Izby Domów Maklerskich:

- Wyślij informację z zapytaniem o członkostwo na adres: [biuro@idm.com.pl](mailto:biuro@idm.com.pl)
- Przedstawiciel Izby skontaktuje się z Państwem i prześle odpowiednie dokumenty.
- Wypełnij deklarację przystąpienia do Izby Domów Maklerskich.
- Prześlij deklarację do Izby Domów Maklerskich: [biuro@idm.com.pl](mailto:biuro@idm.com.pl)

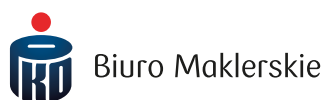
## KONTAKT

Izba Domów Maklerskich  
ul. Kopernika 17, 00-359 Warszawa  
tel.: 22 828-14-02/03  
e-mail: [biuro@idm.com.pl](mailto:biuro@idm.com.pl), [www.idm.com.pl](http://www.idm.com.pl)

Redaktor wydania: Katarzyna Kacprzak



## CZŁONKOWIE IZBY DOMÓW MAKLESKICH





Stocks

38.5%

24.93%

58.26%