



Gość wydania Piotr Prażmo

Przewodniczący Rady Domów Maklerskich

Rozporządzenie MiCA

mec. Katarzyna Majer-Gębska

Zamieszania z zachętami ciąg dalszy...

mec. Ewa Mazurkiewicz

Przyszłość sztucznej inteligencji – sztuczna inteligencja w przyszłości.

mec. Daniel Lipnicki



SPIS TREŚCI

str. 4

Gość wydania Piotr Prażmo – Przewodniczący Rady Domów Maklerskich

str. 6

Rozporządzenie MiCA

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

str. 10

Zamieszania z zachętami ciąg dalszy...

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

str. 13

Przyszłość sztucznej inteligencji – sztuczna inteligencja w przyszłości.

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

str. 16

Wydarzenia IDM – Walne Zgromadzenie

mec. Katarzyna Kacprzak – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

str. 16

Prace Izby – Retail Investment Strategy

mec. Katarzyna Kacprzak – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

str. 22

Przegląd Rynku Kapitałowego

Michał Karol Ejdyś – CFA, FRM, DI

Drodzy Czytelnicy!

Jest nam ogromnie miło oddać 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. wywiad z Piotrem Prażmo, Członkiem Zarządu Erste Securities Polska S.A i Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich wybranym w czerwcu na kolejną kadencję.

Niezwykłe istotnymi wydarzeniami legislacyjnymi na rynku kapitałowym są uchwalenie ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku oraz prace Komisji Europejskiej dotyczące zasad w sprawie ochrony inwestorów detalicznych, a więc dyrektywy zmieniającej m.in. MiFID II tzw. Retail Investment Strategy. W związku z powyższym w aktualnym numerze znajdziecie Państwo artykuł mec. Ewy Mazurkiewicz „Zamieszania z zachętami ciąg dalszy” oraz informację mec. Katarzyny Kacprzak na temat prac Izby dotyczących Retail Investment Strategy.

Ponadto zapraszamy do lektury artykułu mec. Katarzyny Majer-Gębskiej na temat Rozporządzenia MiCA, w którym autorka poszuka odpowiedzi na pytanie, czy regulacja obrotu kryptowalutami to szansa na nowe otwarcie dla instytucji rynku finansowego.

Chcemy także zainteresować Państwa problematyką sztucznej inteligencji opisaną w artykule mec. Daniela Lipnickiego pt. „Przyszłość sztucznej inteligencji – sztuczna inteligencja w przyszłości”, w którym autor porusza m.in. kwestie zdefiniowania i uregulowania zagadnienia AI.

Nowością niniejszego numeru, którą szczególnie chcemy Państwa zainteresować jest Przegląd rynku kapitałowego przygotowany przez Michała Karola Ejdyśa.

W ramach informacji z życia Izby Domów Maklerskich publikujemy informację o Zwyczajnym Walnym Zgromadzeniu Członków Izby.

Zapraszamy do lektury!

Redakcja

Wywiad z Piotrem Prażmo, Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich, Członkiem Zarządu Erste Securities Polska S.A.

Wywiad przeprowadziła **Wioletta Buczek** – Doradca ds. komunikacji, Izba Domów Maklerskich

Po raz kolejny został Pan wybrany na Przewodniczącego Rady Domów Maklerskich. Jakie są Pana zdaniem, wyzwania, które czekają rodzimy rynek kapitałowy w najbliższej przyszłości i jaka może być rola Izby Domów Maklerskich w ich rozwiązywaniu?

Rzeczywiście już po raz kolejny środowisko biur i domów maklerskich obdarzyło zaufaniem trójkę osób z prezydium Rady, tj. Agnieszkę Rostkowską, Radosława Olszewskiego i mnie, i wybrało nas na kolejną kadencję, za co serdecznie dziękuję. Wspólnie z pozostałymi członkami Rady Domów Maklerskich wspieramy Zarząd Izby w realizacji ustalonych działań w interesie całego środowiska. W gronie Rady są reprezentanci zarówno bankowych biur maklerskich, jak i niezależnych domów maklerskich, zróżnicowanych skalą i profilem działalności. Na co dzień jesteśmy konkurentami, ale w Izbie tworzymy zespół, który siada przy jednym stole i dyskutuje o problemach branży w taki sposób, aby znaleźć wspólne rozwiązania, z korzyścią dla wszystkich zainteresowanych. A wyzwań i problemów jest wiele. Polski rynek kapitałowy mierzy się z wieloma wyzwaniami – część z nich nie zmienia się od lat i zdaje się nawet pogłębiać. Wszystkich problemów nie można tłumaczyć czynnikami zewnętrznymi czy brakiem koniunktury. Powody są bardziej złożone – jednym z nich jest chociażby brak należytej edukacji i budowania świadomości finansowej społeczeństwa, czyli coś, co w krajach zachodnich jest naturalnym elementem kształcenia.

W ramach prac Rady analizujemy na bieżąco sytuację na rynku i wspólnie podejmujemy decyzje dotyczące potencjalnych działań Izby, tak aby pewne ryzyka mitygować, a problemy natury strukturalnej rozwiązywać na poziomie regulacyjnym. Wiele naszych inicjatyw dotyczy wypracowywania wspólnych standardów dla branży, tak aby rynek funkcjonował według jednego modelu w obszarze regulacji czy zachowań. Dbamy także o poziom profesjonalizmu kadr w domach maklerskich, organizujemy warsztaty, szkolenia i kursy e-learningowe. Ta edukacja pracowników biur i domów maklerskich ma na celu podnoszenie zaufania do całej branży poprzez profesjonalizację kadr.

Edukacja jest ważna zarówno dla pracowników rynku kapitałowego, jak i dla klientów instytucji finansowych. W Polsce nadal poziom edukacji finansowej jest bardzo niski. Społeczeństwo woli opierać się na informacjach zasłyszanych albo na wiedzy czerpanej z Internetu. Stąd popularność różnych influencerów – zamiast samodzielnie zagłębiać się w temat, wolimy podążać za zachowaniem kogoś, kto wydaje nam się specjalistą z danej dziedziny. Wolimy sięgać po łatwiejsze rozwiązania, niewymagające wysiłku intelektualnego. Profesjonalna edukacja klientów jest więc kluczem do rozwoju rynku – a my oczywiście, będziemy wspierać wszystkie ciekawe inicjatywy w tym obszarze. Musimy silniej akcentować aspekt zwiększania świadomości

finansowej, szczególnie młodego pokolenia, które wchodzi w wiek produkcyjny. Powinniśmy również budować pozytywny wizerunek naszej branży i pokazywać, że jest to miejsce, na którym warto być, warto pracować i warto inwestować.

Kolejnym wyzwaniem są regulacje i biurokracja. Zmieniające się przepisy, implementowane z poziomu unijnego, ale i lokalnie, stanowią wyzwanie dla firm inwestycyjnych, przyszłych i obecnych emitentów oraz samych inwestorów na rynku kapitałowym. Izba wspólnie z regulatorem i nadzorcą zwraca uwagę na problem tak zwanego gold-platingu czy nadmiaru przepisów i próbuje znaleźć rozwiązania dla podniesienia konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego na arenie europejskiej.

Niestety, obszar regulacyjny odbija się mocno, jeżeli chodzi o konkurencyjność naszych członków w pojedynku z zagranicznymi firmami inwestycyjnymi działającymi na polskim rynku. Działania Izby w tym obszarze koncentrują się na tym, aby wzmacniać rodzime podmioty tak, aby miały one jak najlepsze możliwości rozwoju, w tym ekspansji zagranicznej. Powinniśmy zadbać o to, aby zatrzymać klienta w kraju, tak, aby działania pod nazwą ochrona klienta nie doprowadziły do sytuacji, w której wybiera on inne rynki, które oferują większą swobodę inwestycyjną.

Izba ma świadomość potrzeb rynku kapitałowego i stara się kształtować jego przyszły rozwój. Wiele z tych elementów zostało zawartych w rządowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, a jej początek był zainicjowany na jednej z konferencji IDM.

Czy w Pana ocenie wszystko, co Izba założyła w poprzedniej kadencji, zostało zrealizowane? Czy z którejś z inicjatyw jest Pan szczególnie dumny?

Izba Domów Maklerskiej jako największa niezależna organizacja branżowa środowiska od lat buduje swoją pozycję na rynku. Jako przedstawiciel branży dbamy o to, aby być wiarygodnym partnerem w gronie naszych interesariuszy i decydentów. Tak, aby głos środowiska maklerskiego był zawsze uwzględniany w decyzjach dotyczących rynku kapitałowego. Współpracujemy z wszystkimi kluczowymi organizacjami branżowymi, przedstawicielami regulatora, ustawodawcy i nadzorczy, a także z infrastrukturą rynku kapitałowego. Kluczową wartością dla nas jest otwarta debata publiczna. Dlatego angażujemy się w konferencje, bierzemy udział w grupach roboczych do spraw rynku, współpracujemy z mediami. To wszystko elementy budowania wizerunku otwartej transparentnej organizacji, która w dialogu szuka rozwiązań.

Mam nadzieję, że to otwarcie się Izby na inne środowiska i nasza aktywność w wielu obszarach przynosi korzyści nie

tylko środowisku maklerskiemu, ale wszystkim uczestnikom rynku kapitałowego. Nawet jeżeli organizujemy wydarzenia branżowe, to chcemy rozmawiać również z innymi sektorami rynku finansowego. Jeżeli wychodzimy z inicjatywami legislacyjnymi, to staramy się, aby był to głos kompromisu również sektora bankowego czy funduszy inwestycyjnych.

Już od kilku lat Izba Domów Maklerskich jest członkiem EFSA (European Forum of Securities Associations), organizacji wspierającej uczciwe praworzędne, konkurencyjne i zrównoważone rynki papierów wartościowych w Europie, celem promowania realnej europejskiej gospodarki. W ramach EFSA chcemy przekazywać decydom oraz organom regulacyjnym na poziomie europejskim wspólne stanowiska i postulaty firm inwestycyjnych.

Wracając do pytania, co uważam za sukces? No właśnie to otwarte podejście! Z jednej strony Izba stara się silnie reprezentować głos branży, a z drugiej wychodzi na zewnątrz środowiska z inicjatywami dla całego rynku i to uważam za niewątpliwą sukces poprzedniej kadencji. Ten kierunek powinniśmy kontynuować.

W nowej kadencji Rada chce jeszcze ściślej współpracować z Zarządem IDM, aby wypracowywać odpowiednie standardy usług dla branży, współpracować z działami prawnymi naszych członków celem lepszego poznania ich potrzeb i zajmowania profesjonalnych stanowisk na szczeblu nie tylko lokalnym, ale także unijnym. Stała współpraca z instytucjami rynku kapitałowego, takimi jak Ministerstwo Finansów, Komisja Nadzoru Finansowego i UKNF, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie czy Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych i KDPW_CCP będzie sprzyjać budowie zaufania i partnerstwa, lepszemu zrozumieniu wzajemnych potrzeb i wypracowywaniu wspólnych stanowisk z korzyścią dla przyszłego rozwoju całego rynku kapitałowego. Tak szeroko zakrojona współpraca wynika ze zrozumienia, że nie działamy w pojedynkę. Rynek kapitałowy to wzajemna sieć powiązanych instytucji, które nie tylko muszą, ale powinny chcieć ze sobą współpracować. Poznanie różnych punktów widzenia będzie sprzyjało jego rozwojowi.

Jakie wydarzenia planujecie w najbliższej przyszłości i czemu mają one służyć?

Jak co roku planujemy na jesieni organizację konferencji na temat regulacji rynku kapitałowego. Będzie to spotkanie praktyków społeczności „compliance” z przedstawicielami Ministerstwa Finansów, Komisji Nadzoru Finansowego i nie tylko, ale szczegóły programowe pozostawmy organizatorom.

Obecnie zbliżamy się do kolejnego posiedzenia rady programowej naszej „flagowej” marcowej XXIV Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej. Chcielibyśmy tak dostosować program konferencji, aby wyjść naprzeciw zmianom politycznym i gospodarczym. Wśród tematów powinny się znaleźć panele dot. zaangażowania instytucji rynku kapitałowego w odbudowę

Ukrainy, wpływu nowoczesnych technologii na inwestycje oraz potrzeb pilnej transformacji energetycznej i cyfrowej dla zrównoważonego rozwoju naszego kraju. „Ambicje Polski a potencjał ich realizacji – rynek kapitałowy w służbie gospodarki” – to wątek przewodni zbliżającej się konferencji. Chcemy, aby nasza konferencja na stałe zagościła w kalendarzach i była forum „pierwszego wyboru” do dyskusji i wymiany poglądów na temat rynku kapitałowego. Bardzo doceniamy, że Pan Prezydent Andrzej Duda oraz wielu znamienitych gości, również z zagranicy, zagościło w tym roku na naszej konferencji. To pokazuje, że budujemy wydarzenie, na którym zawsze warto być i jego ranga została dostrzeżona przez najwyższą administrację publiczną.

Konferencja to także znakomita sposobność do promowania środowiska maklerskiego i naszych członków, ich potencjału biznesowego czy oferty produktowej.

Izba Domów Maklerskich ma od lat na sztandarach rozwój rynku kapitałowego w Polsce, była także jednym z inicjatorów powstania SRRK. Jak postrzegacie swoją rolę w jej wdrażaniu?

Tak jak wspominałem, jesteśmy inicjatorem Strategii, idea jej powstania pojawiła się na naszej konferencji w Bukowinie Tatrzańskiej. Rynek kapitałowy będzie się dalej rozwijał pod warunkiem napływu nowego kapitału od inwestorów. Do tego potrzebne jest stabilne środowisko regulacyjne, sprzyjające konkurencyjnej działalności i przyciągające emitentów na nasz rynek, nie tylko lokalnych, ale w przyszłości



również europejskich. Rozwijające się od kilku lat Pracownicze Plany Kapitałowe muszą gwarantować stabilność posiadanych tam środków, ich dziedziczenie oraz preferencje podatkowe.

Postrzegam rynek kapitałowy jako pewien mechanizm, o który należy odpowiednio zadbać. Tak jak z rzekami, bez których trudno wyobrazić sobie nasze funkcjonowanie. Pomimo że na co dzień o nich nie myślimy, to jednak płyną i zapewniają mieszkańcom różnorodne funkcje – zaopatrzenie w wodę pitną, rekreację, szlaki handlowe. Ich należyta pielęgnacja to dbanie o nasz dobrostan. Jeżeli na ich drodze stawia się niepotrzebne zapory, nadmiernie drekuje się ich zasoby naturalne lub próbuje się betonować ich brzeg – przestają należycie funkcjonować, pojawiają się częstsze powodzie, postępuje degradacja ekosystemu. Odpowiedzialne regulowanie sprzyja z kolei ich rozwojowi.

Podobnie powinno być z rynkiem kapitałowym. Nie można uciec od jego regulowania, ale zawsze powinno być ono odpowiedzialne i przeprowadzone z troską

o dobro inwestorów, firm inwestycyjnych i innych uczestników rynku. Działania administracji rządowej nie mogą być nakierowane tylko na doraźne, bieżące korzyści. Wszelkie inicjatywy, na przykład podatkowe czy prawne, muszą brać pod uwagę nie tylko aktualne potrzeby rynku, ale również perspektywę jego rozwoju w przyszłości i budowania konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego na arenie europejskiej.

Uważam, że dokument Strategii spełnia te ambitne cele. Stawia uczciwą diagnozę, jeżeli chodzi o bolączki rynku kapitałowego w Polsce i bariery jego dalszego rozwoju. Ale jednocześnie udziela odpowiedzi i wskazówek, jak ten stan rzeczy naprawić. Jest to w interesie nas wszystkich – w przeciwnym wypadku, trudniej będzie o finansowanie gospodarki i o jej innowacyjność.

Jeżeli dobrze skorzystamy z dokumentu Strategii, mamy szansę na zwiększenie roli rynku kapitałowego w rozwoju ekonomicznym i budowaniu oszczędności obywateli.

Piotr Prażmo

Przewodniczący Rady Domów Maklerskich
Przewodniczący Rady Programowej
Członek Zarządu Erste Securities Polska S.A.

Piotr Prażmo jest absolwentem Politechniki Warszawskiej gdzie ukończył w 1996 r. Wydział Fizyki Technicznej i Matematyki Stosowanej na kierunku Informatyka. Ponadto, w 1997 roku uzyskał tytuł MBA w Szkole Biznesu Politechniki Warszawskiej (wspólnym przedsięwzięciu Politechniki Warszawskiej, London Business School, HEC School of Management Paris i Norwegian School of Economics and Business Administration), a w roku 2021 ukończył studia podyplomowe w zakresie Biznes.AI: technologia, prawo, zastosowanie sztucznej inteligencji na Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie.

Jest członkiem Association of Chartered Accountants (ACCA) z tytułem FCCA.

W latach 1997–2007 pracował w Deloitte w Dziale Audytu, z czego lata 2003–2005 w biurze Deloitte & Touche LLP w Nowym Jorku.

Od września 2007 roku pełni funkcję Członka Zarządu, Dyrektora Finansowego odpowiedzialnego za obszar operacyjno-finansowy, informatyki oraz ryzyka i compliance w Erste Securities Polska S.A.

Od 2011 roku jest członkiem Rady Izby Domów Maklerskich, a od czerwca 2014 roku jej Przewodniczącym. W latach 2011–2014 współpracował z Instytutem Rachunkowości i Podatków, jako juror konkursu „The Best Annual Report”.

W latach 2017–2023 był Przewodniczącym Rady Programowej XVII–XXIII edycji Konferencji Izby Domów Maklerskich.

W latach 2017–2020 był niezależnym członkiem Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., pełnił funkcję Sekretarza Rady Giełdy oraz Przewodniczącego Komitetu Audytu, oraz był również członkiem Komitetu Wynagrodzeń i Nominacji oraz Komitetu Regulacji i Ładu Korporacyjnego.



Rozporządzenie MiCA – czy regulacja obrotu kryptowalutami to szansa na nowe otwarcie dla instytucji rynku finansowego?

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

Wraz z dynamicznym rozwojem technologii blockchain i aktywów cyfrowych, współczesny sektor finansowy nie może lekceważyć rynku kryptowalut, który stał się nieodłącznym elementem nowego porządku finansowego. W miarę zwiększającej się popularności walut cyfrowych, nasilają się również obawy dotyczące bezpieczeństwa, ochrony konsumentów i stabilności rynku. Kryptowaluty ze względu na swoją anonimowość i zdecentralizowaną naturę, mogą stwarzać udogodnienia dla prania pieniędzy i finansowania terroryzmu oraz innych przestępstw, co wywołuje pytanie, czy obecne przepisy skutecznie chronią przed takimi zagrożeniami.

Aby uregulować ten szybko rozwijający się sektor, na poziomie unijnym przyjęto Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniające dyrektywę (UE) 2019/1937 – Markets in Crypto Assets (MiCA)¹. Jest to kompleksowy akt prawny, który ma na celu wprowadzenie jasnych zasad i standardów dla całego sektora. Rozporządzenie reguluje emisję, ofertę publiczną oraz handel, a także działalność dostawców usług związanych z kryptoaktywami, w tym platform handlu, dostawców portfeli cyfrowych, usług wymiany kryptoaktywów na waluty tradycyjne oraz doradztwa w zakresie kryptoaktywów. Głównym celem rozporządzenia jest w szczególności wzmocnienie pewności prawa², poprzez ustanowienie solidnych ram prawnych dla kryptoaktywów, które nie były w większości przypadków objęte przepisami dotyczącymi usług finansowych o charakterze kompleksowym.

W dotychczasowym stanie prawnym, niektóre kryptoaktywa były, zgodnie z zasadą neutralności technologicznej, uznawane za instrumenty finansowe w myśl dyrektywy MIFID II³. W odniesieniu do tych kryptoaktywów stan prawny się nie zmienia – w dalszym ciągu będą regulowane przepisami sektorowymi zgodnie z regułą „same activities, same risks, same rules”⁴. MiCA zawiera bowiem

szeroki katalog kryptoaktywów, do których nie znajduje zastosowania⁵. Poza tokenami będącymi instrumentami finansowymi w myśl dyrektywy MIFID II, są to również tokeny kwalifikowane na podstawie innych aktów prawnych jako środki pieniężne czy depozyty, w tym lokaty strukturyzowane. Rozporządzenie nie reguluje także kwestii związanych z niewymienialnymi tokenami (NFT⁶) czy też Pieniądzem cyfrowego banku centralnego (CBDC).

Zakres Rozporządzenia MiCA

MiCA stanowi kompleksową regulację, która objęła swoim zakresem zarówno emitentów kryptoaktywów, jak i podmioty świadczące usługi związane z nimi⁷. Wśród tych podmiotów znajdują się między innymi giełdy walut wirtualnych, dostawcy portfeli czy emitenci w procesie Initial Coin Offering (ICO). Rozporządzenie MiCA ma również zastosowanie do podmiotów odpowiedzialnych za przechowywanie kryptoaktywów w imieniu innych użytkowników. W tym kontekście wymienić można portfele powiernicze, które pełnią funkcję bezpiecznego składowania aktywów cyfrowych dla swoich klientów oraz emitentów tokenów zabezpieczających, którzy emitują aktywa cyfrowe, które są zabezpieczone wartością aktywów tradycyjnych lub innymi kryptoaktywami⁸.

MiCA definiuje kryptoaktywa jako cyfrowe odzwierciedlenie wartości lub praw, które można przenosić i przechowywać w formie elektronicznej z wykorzystaniem rozproszonego rejestru lub podobnej technologii⁹. Unijny ustawodawca dzieli te walory na trzy podstawowe kategorie.

Pierwszą kategorią kryptoaktywów ujętą w MiCA będą tokeny powiązane z aktywami – Asset-referenced tokens (ARTs). Są to aktywa cyfrowe, które utrzymują stałą wartość ze względu na powiązanie jej z innym aktywem lub prawem lub ich kombinacją, w tym co najmniej jedną walutą urzędową¹⁰.

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów i zmieniające dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE. L 2023 Nr 150, 9.6.2023, str. 40–205);

² Motyw 4 MiCA;

³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca Dyrektywę 2002/92/WE i Dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE. L 2014 Nr 173, str. 349);

⁴ Motyw 9 MiCA;

⁵ Art. 2 ust. 2 MiCA;

⁶ Niektóre NFT mogą być zaliczane do instrumentów finansowych na gruncie MIFID II;

⁷ Art. 2 ust. 1 MiCA;

⁸ Art. 36 i Art. 37 MiCA;

⁹ Art. 3 ust. 1 pkt 5 MiCA;

¹⁰ Art. 3 ust. 1 pkt 6 MiCA;

MiCA wyróżnia również tokeny będące pieniądzem elektronicznym (EMT), czyli utrzymujące swoją wartość poprzez powiązanie z wartością konkretnej waluty będącej prawnym środkiem płatniczym¹¹. Tokeny będące e-pienniądzem uznaje się za pieniądź elektroniczny, a token będący e-pienniądzem, który powiązany jest z walutą urzędową państwa członkowskiego, uznaje się za będący przedmiotem oferty publicznej w Unii¹².

Trzecią kategorią są tzw. „inne tokeny”, które nie są kwalifikowane jako EMT lub ART, ale mogą być wykorzystywane do uzyskiwania dostępu do określonego produktu lub usługi, takiej jak oprogramowanie lub platforma¹³. Do tej kategorii zaliczamy m.in. tzw. „tokeny użytkowe”.

Emisja i oferta publiczna kryptoaktywów

MiCA wprowadza w pierwszej kolejności ustandaryzowaną regulację związaną z publicznym oferowaniem kryptoaktywów. W nowym reżimie oferty publicznej kryptoaktywów będą mogły dokonywać jedynie podmioty będące osobami prawnymi, które przygotowały, zgłosiły właściwemu organowi i opublikowały stosowny dokument informacyjny¹⁴, określający ekonomiczny i technologiczny charakter oferowanego aktywa¹⁵, a także spełniają wymogi dotyczące działania w sposób uczciwy, rzetelny i profesjonalny¹⁶. Wspomniany dokument informacyjny sporządzany jest w języku urzędowym macierzystego państwa członkowskiego lub w języku zwyczajowo przyjętym w sferze finansów międzynarodowych – tj. w języku angielskim¹⁷ oraz udostępniany jest w formatach nadających się do przetwarzania automatycznego¹⁸. Nie podlega on zatwierdzeniu, co należy wyraźnie wskazać w jego treści¹⁹.

Unijny ustawodawca największą uwagę poświęca tokenom powiązanim z aktywami. Do ich emisji lub wystawienia na platformie do obrotu kryptowalutami konieczne będzie uzyskanie zezwolenia od właściwego organu macierzystego państwa członkowskiego. W tym celu emitenci tokenów będą zobowiązani do złożenia odpowiedniego wniosku²⁰, zawierającego szczegółowy opis procedur emitenta²¹. Rozporządzenie przewiduje odstępstwo od konieczności posiadania zezwolenia w przypadku, gdy

oferta publiczna tego rodzaju aktywa jest skierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych oraz w przypadku, gdy średnia wartość tego rodzaju tokenów pozostających w obrocie nigdy nie przekracza kwoty 5 000 000 euro²².

Emitenci tokenów powiązanych z aktywami będą zobowiązani do utrzymywania odpowiednich środków własnych na określonym poziomie, który wynosi 350 tysięcy euro, 2% średniej kwoty aktywów rezerwowych lub jednej czwartej stałych kosztów pośrednich z poprzedniego roku – w zależności od tego, która kwota jest najwyższa²³. Rezerwę aktywów z kolei tworzy się i zarządza nią w taki sposób, aby uwzględnione było ryzyko utraty płynności związane z trwałymi prawami do żądania wykupu przysługującymi posiadaczom tokenów²⁴. Rezerwa aktywów jest prawnie oddzielona od majątku emitenta, jak również od rezerwy aktywów ustanowionej dla innych tokenów powiązanych z aktywami, tak by wierzyciele emitentów nie mogli zaspokajać swoich roszczeń z rezerwy aktywów, w szczególności w przypadku ich niewypłacalności²⁵.

Ponadto, emitenci będą zobligowani do opracowania i wdrożenia planu działania, który zapewni ciągłość funkcjonowania i przywróci wszystkie krytyczne operacje w przypadku ewentualnych problemów²⁶. Plan naprawy obejmuje odpowiednie warunki i procedury zapewniające terminową realizację działań naprawczych oraz szeroki wachlarz możliwości naprawy, w tym w szczególności opłatę płynnościową za wykup, ograniczenia kwoty tokena powiązanego z aktywami, które mogą być wykupione w ciągu jednego dnia roboczego oraz zawieszenie wykupu.

W przypadku tokenów będących pieniądzem elektronicznym w odróżnieniu do tokenów ART, podmioty chcące dokonywać emisji lub oferować tego rodzaju kryptoaktywa będą zobowiązane do uzyskania stosownego zezwolenia na działalność jako instytucja pieniądza elektronicznego lub instytucja kredytowa w myśl dyrektywy EMD²⁷. W tym kontekście nie przewiduje się udzielenia osobnego zezwolenia w ramach MiCA. Istotną kwestią związaną z tokenami EMT jest to, że na zasadach odstępstwa od dyrektywy EMD, emitenci tokenów będących e-pienniądzem (tak jak emitenci ART) nie będą uprawnieni do przyznawania odsetek z tytułu posiadania takiego aktywa²⁸.

¹¹ Art. 3 ust. 1 pkt 7 MiCA;

¹² Art. 48 ust. 2 MiCA;

¹³ Art. 3 ust. 1 pkt 9 MiCA;

¹⁴ Art. 4 ust. 1 lit a-d MiCA;

¹⁵ Art. 6 ust. 1 MiCA;

¹⁶ Art. 14 ust. 1 lit a MiCA;

¹⁷ Art. 6 ust. 9 MiCA;

¹⁸ Art. 6 ust. 10 MiCA;

¹⁹ Art. 6 ust. 3 MiCA;

²⁰ Art. 16 MiCA;

²¹ Art. 18 MiCA;

²² Art. 16 ust. 2 MiCA;

²³ Art. 35 MiCA;

²⁴ Art. 36 ust. 1 lit. b MiCA;

²⁵ Art. 36 ust. 2 MiCA;

²⁶ Art. 46 ust. 1 MiCA;

²⁷ Art. 48 MiCA w zw. z art. 2 pkt 1 dyrektywy 2009/110/WE;

²⁸ Art. 40 i 50 MiCA;

W odniesieniu zarówno do tokenów powiązanych z aktywami, jak i tych pełniących rolę pieniądza elektronicznego, unijny ustawodawca wprowadza kategorię „znaczących tokenów”. Kryptoaktywa zakwalifikowane pod tym pojęciem wyróżniają się cechami, które przyciągają szczególną uwagę regulatorów ze względu na ich znaczenie dla stabilności finansowej. Mając na względzie potencjalne ryzyko wynikające z ich powszechnego użytkowania i wpływu na system finansowy, takie aktywa podlegają bardziej restrykcyjnym wymogom regulacyjnym.

Kluczową kwestią jest wprowadzenie wyższych wymogów kapitałowych dla emitentów, aby zwiększyć ich zdolność do wypłacania środków w przypadku kłopotów finansowych. Dodatkowo, emitenci kryptoaktywów zakwalifikowanych jako znaczące, muszą spełnić wymóg posiadania polityki zarządzania płynnością²⁹, co pozwala im skutecznie reagować na potencjalne zmiany w warunkach rynkowych. Emitenci znaczących tokenów przyjmują, wdrażają i prowadzą również politykę wynagrodzeń, która promuje rozsądne i skuteczne zarządzanie swoim ryzykiem oraz nie tworzy zachęt do rozluźniania standardów w zakresie zarządzania ryzykiem³⁰.

Wszystkie tokeny zakwalifikowane do kategorii tokenów znaczących będą objęte nadzorem Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA)³¹, który będzie również odpowiedzialny za ich klasyfikację na podstawie przewidzianych w rozporządzeniu kryteriów. Co istotne, emitenci EMT i ART będą również mogli zdecydować się na dobrowolną klasyfikację do kategorii znaczących tokenów³².

Zezwolenie na prowadzenie działalności

MiCA ustanawia również ramy postępowania dla dostawców usług związanych z aktywami kryptograficznymi. Dostawcy takich usług będą musieli uzyskać stosowne zezwolenie na prowadzenie działalności, chyba, że podlegają wyłączeniu z art. 59 ust. 1 lit. b MiCA, tj. posiadają np. zezwolenie na działalność jako firma inwestycyjna.

Aby uzyskać zezwolenie, dostawcy usług będą musieli sprostać szeregowi wymogów ostrożnościowych, w tym np. posiadania odpowiedniej kwoty zabezpieczenia ostrożnościowego³⁴. Ponadto, MiCA nakłada również określone wymagania na członkach organów zarządzających dostawców usług, którzy muszą spełniać wymogi dotyczące odpowiedzialności³⁵. Nowe przepisy regulują także obowiązki dostawców usług związanych z outsourcingiem³⁶, rozpatrywaniem skarg³⁷, zarządzaniem konfliktami interesów³⁸.

Zezwolenie uprawniające do świadczenia usług w zakresie kryptoaktywów podlega paszportowaniu w myśl unijnej zasady single passport. Oznacza to, że w celu świadczenia usług w obszarze kryptoaktywów w więcej niż jednym państwie członkowskim, nie jest konieczne uzyskanie odrębnego zezwolenia. Zgodnie z unijnymi przepisami, wystarczające jest powiadomienie właściwego organu nadzoru poprzez przekazanie informacji dotyczących zakresu usług, które dostawca planuje oferować, listy państw, w których zamierza prowadzić działalność, daty rozpoczęcia planowanych usług oraz pełnej listy innych rodzajów prowadzonej działalności, które nie podlegają regulacjom rozporządzenia MiCA.

MiCA, mimo swojej kompleksowej natury regulacyjnej, wprowadza istotne ułatwienia w prowadzeniu działalności dla określonych podmiotów rynku finansowego, w tym m.in. dla instytucji kredytowych³⁹, firm inwestycyjnych⁴⁰, depozytariuszy papierów wartościowych⁴¹, instytucji świadczących usługi związane z pieniądzem elektronicznym⁴² czy spółek zarządzających UCITS oraz zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (AIFM)⁴³.

Kluczowym aspektem jest zwolnienie tych podmiotów z obowiązku uzyskiwania zezwoleń na świadczenie usług związanych z kryptoaktywami. Dla tych instytucji, w celu podjęcia działalności w tym obszarze, konieczne będzie jedynie przekazanie właściwemu organowi nadzoru odpowiedniej notyfikacji zawierającej m.in: program działalności, procedury wewnętrzne, dokumentację techniczną

²⁹ Art. 45 ust. 3 MiCA;

³⁰ Art. 45 ust. 1 MiCA;

³¹ European Banking Authority - EBA;

³² Art. 43 ust. 1 MiCA;

³³ Art. 57 ust. 1 i Art. 44 ust. 1 MiCA;

³⁴ Art. 67 ust. 1 MiCA;

³⁵ Art. 68 MiCA;

³⁶ Art. 73 MiCA;

³⁷ Art. 71 MiCA;

³⁸ Art. 72 MiCA;

³⁹ Art. 60 ust. 1 MiCA;

⁴⁰ Art. 60 ust. 3 MiCA;

⁴¹ Art. 60 ust. 2 MiCA;

⁴² Art. ust 4 MiCA;

⁴³ Art. 60 ust. 5 MiCA;

systemów ICT oraz opis procedury wyodrębniania kryptoaktywów i środków pieniężnych klientów⁴⁴.

Dodatkowo, MiCA upraszcza instytucjom kredytowym proces związany z prowadzeniem oferty publicznej i dopuszczeniem kryptoaktywów do obrotu, zgodnie z analogicznymi wymaganiami stawianymi dostawcom usług kryptoaktywów. W ten sposób, MiCA ułatwia prowadzenie działalności przez niektóre podmioty rynku finansowego, gwarantując pewność prawa i zachowując jednocześnie stosowne regulacje i wymagania, które mają zapewnić przejrzystość oraz bezpieczeństwo w tym sektorze.

⁴⁴ Art. 60 ust. 7 MiCA;

⁴⁵ Art. 149 ust. 2 MiCA.

Jednolite ramy zapewnione przez MICA będą miały ogromne znaczenie dla europejskiego rynku aktywów kryptograficznych.

Rozporządzenie MICA weszło w życie 20 czerwca 2023 r., a nowe przepisy zaczną być stosowane w przeciągu 18 miesięcy⁴⁵. Do tego czasu Europejski Urząd Nadzoru Bankowego ma wydać wytyczne i regulacyjne standardy techniczne w tym zakresie. Z uwagi na specyfikę rynku kryptoaktywów, oraz obszerność regulacji wynikających z MiCA, dostępny czas na dostosowanie się do nich jest bardzo ograniczony.



mec. Katarzyna Majer-Gębska

adwokat, Koordynator Działu Prawa Rynku Kapitałowego, Sadek 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 w 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.



Zamieszania z zachętami ciąg dalszy...

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

Kiedy na forum EU prowadzone były prace nad uregulowaniem prawnych ograniczeń w zakresie tzw. zachęt na rynku usług inwestycyjnych (prace nad pierwszą dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych – „MiFID”), polski rynek kapitałowy był w zupełnie innym momencie rozwoju i właśnie próbował sobie poradzić z wejściem do UE i wdrożeniem całego jej dorobku prawnego. Implementacja MiFID w Polsce nastąpiła z dużym opóźnieniem, a sam reżim zachęt, choć był częścią ówczesnego pakietu regulacyjnego, przebił się do świadomości rynku, w tym nadzorczy, stopniowo i powoli, zwłaszcza na rynku funduszy inwestycyjnych. Dla odmiany, w momencie, gdy stanęliśmy w obliczu implementacji kolejnej dyrektywy z tej serii (MiFID II), zachęty były już jednym z najpopularniejszych haseł na rynku kapitałowym. Oczywiście, w toku implementacji pojawiły się pomysły na zaostrożenie wyągów w stosunku do standardu UE.

Obecnie, po kilku latach rozmów rynku z nadzorcą, rynek już się w dużej mierze oswoił z tym, co ostatecznie zostało wpisane do przepisów krajowych, choć te właśnie znowu mają się zmienić...

Przede wszystkim, po kilku latach dialogu rynku z krajowym regulatorem na temat ewentualnych zmian modelu zachęt wpisanego do przepisów regulujących działalność dystrybutorów jednostek uczestnictwa funduszy otwartych, doszło do uchwalenia przez Parlament tych wynegocjowanych zmian (uchwalona w dniu 16 sierpnia b.r. ustawa o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, wejdzie w życie dnia 29 września b.r.; „Nowelizacja”).

Nowelizacja

Nowelizacja wprowadzi w obszarze zachęt dwie zasadnicze zmiany, mianowicie ureguluje tzw. umowę dystrybucyjną (która jednak ma być opcjonalna) oraz złagodzi rygory rozwiązania dotychczasowego przewidzianego w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („Ustawa o Funduszach”).

Stronami umowy dystrybucyjnej będą zawsze fundusz (fundusz inwestycyjny otwarty lub specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty) i zarządzające nim towarzystwo, z tym, że jeśli do zawarcia umowy dojdzie przed utworzeniem funduszu, to fundusz wstąpi w prawa i obowiązki (mu przypisane w tej umowie) z chwilą jego utworzenia. Istotne, nie tylko z praktycznego punktu widzenia, jest to, że regulator postanowił uregulować w sposób wyczerpujący

i zamknięty zakres czynności, które będą stanowić usługę dystrybucji, co w ostatnich czasach było przedmiotem wielu dyskusji, zwłaszcza w kontekście kryterium „podnoszenia poziomu jakości usługi”. I tak **usługę dystrybucji**, zgodnie z nowymi przepisami stanowić będą mogły wyłącznie następujące czynności:

- przyjmowanie zapisów na jednostki uczestnictwa (i ich przekazywanie funduszowi);
- przyjmowanie zleceń zbycia, odkupienia, zamiany lub konwersji jednostek uczestnictwa (i ich przekazywanie funduszowi);
- przyjmowanie od uczestników innych dyspozycji lub oświadczeń związanych z uczestnictwem w funduszu, w tym aktualizacji danych uczestnika lub jego pełnomocnika (i ich przekazywanie funduszowi);
- informowanie uczestników funduszu o zasadach i terminach zbywania, odkupywania, zamiany lub konwersji jednostek uczestnictwa oraz o zasadach i terminach składania innych dyspozycji i oświadczeń związanych z uczestnictwem w funduszu, w tym udzielania lub odwoływania pełnomocnictw;
- udostępnianie osobom zapisującym się na jednostki uczestnictwa lub uczestnikom funduszu dokumentów funduszu (lub odpowiednio subfunduszu).

W przytoczonym katalogu zabrakło przykładowo czynności o charakterze informacyjno-edukacyjnym, nie ma udostępniania informacji marketingowych w procesie pozyskiwania inwestora (innych niż przekazywanie informacji regulowanej), jak też pośrednictwa w przekazywaniu uczestnikom informacji o posiadanych przez nich jednostkach uczestnictwa.

Umowa dystrybucyjna będzie musiała określać szczegółowe zasady oraz sposób ustalania wysokości wynagrodzenia dystrybutora oraz zasady i terminy jego wypłaty. Co istotne, obowiązującym do wypłaty wynagrodzenia będzie mogło być wyłącznie towarzystwo, inna regulacja umowna jako sprzeczna z ustawą, będzie obciążona ryzykiem nieważności. Wypłata przez towarzystwo wynagrodzenia za świadczenie usługi dystrybucji na rzecz funduszu inwestycyjnego będzie mogła następować wyłącznie z wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem, którego jednostek uczestnictwa ta usługa będzie dotyczyła.

W zakresie sposobu ustalania wynagrodzenia, Nowelizacja umożliwi obliczanie wynagrodzenia dystrybutora **w oparciu o wartość aktywów funduszu pozyskanych w danym okresie rozliczeniowym** (rozwiązanie stosowane dość powszechnie w obszarze dystrybucji jednostek

uczestnictwa), wprowadzając jednak kilka zasad, które mają za zadanie zapewnić ochronę interesu uczestnika.

Mianowicie, zakazane ma być:

- wliczanie do wartości aktywów funduszu będącej podstawą ustalenia wynagrodzenia dystrybutora wartości aktywów netto funduszu przypadającej na jednostki uczestnictwa nabyte za pośrednictwem danego dystrybutora i utrzymywane przez uczestnika, które były podstawą obliczenia wynagrodzenia w poprzednich okresach rozliczeniowych;
- uwzględnianie, przy obliczaniu wysokości wynagrodzenia, jednostek uczestnictwa zbytych przez fundusz za pośrednictwem dystrybutora przed zawarciem umowy dystrybucyjnej.

Nowelizacja umożliwi też **kwotowe określanie wynagrodzenia** dystrybutora wymagając jednak, aby w takim przypadku:

- stawka wynagrodzenia była określona w umowie odrębnie dla każdej z czynności będących jej przedmiotem;
- podstawą do wypłaty wynagrodzenia była wyłącznie wartość czynności faktycznie wykonanych w danym okresie rozliczeniowym.

W każdym przypadku, zgodnie z przyjętą koncepcją, koszt usługi dystrybucji będzie musiał pozostać kosztem towarzystwa. Niedopuszczalne ma być zwiększanie wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie funduszem o koszt usługi dystrybucji, jak również obciążanie tym kosztem aktywów funduszu.

Nowelizacja zniesie wciąż obowiązujące i jednocześnie powszechnie krytykowane obowiązki nakazujące towarzystwom kontrolę serwisu dystrybucyjnego w celu ustalenia, czy prowadzi on do „podniesienia poziomu jakości usługi dla uczestnika” oraz, w szczególności, czy tę podniesioną/podnoszoną jakość da się wycenić. Czy oznacza to jednak, że cała wypracowana do tej pory praktyka powinna z mety „pójść do kosza”? Niewątpliwie te z podmiotów, które zdecydują się na korzystanie z nowego rozwiązania, a więc zawrą nowe umowy dystrybucyjne zgodne z wymogami określonymi w Nowelizacji, lub dostosują do nich umowy dotychczasowe, powinny móc zapomnieć o wymogach z zakresu dostarczania i analizowania dokumentów wskazujących na czynności mające na celu poprawę jakości. O pełne bezpieczeństwo prawne jednak ustawodawca zadbał wyłącznie w odniesieniu do tzw. niezależnych dystrybutorów wprowadzając w katalogu dopuszczalnych zachęt dla tej kategorii podmiotów dodatkowy wyjątek obejmujący świadczenia pieniężne i niepieniężne przyjmowane z tytułu usługi dystrybucji, o której mowa w dodawanym w Ustawie o Funduszach przepisie art. 32d ust. 1. Analogicznego, dodatkowego wyjątku Nowelizacja nie wprowadza w przepisach art. 83d ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a więc w przepisach, które

są podstawą działania firm inwestycyjnych i banków. Tu więc, niezbędna będzie interpretacja i oparcie się m.in. na zasadzie równości wobec prawa.

Wracając jednak do głównego pytania: **czy dystrybutor działający w oparciu o umowę niespełniającą wymogów nowej umowy dystrybucji będzie korzystał z dobrodziejstwa tzw. dozwolonej zachęty?** Bez wątplenia wynagrodzenie otrzymywane na podstawie innej niż umowa dystrybucji będzie podlegało ograniczeniom wynikającym z przepisów o zachętach, a jedyną, jak się wydaje, możliwością jego przyjmowania będzie w dalszym ciągu ewentualna (skuteczna) próba wykazania, że ma ono na celu poprawienie jakości usługi świadczonej na rzecz klienta. Nie zapominajmy przy tym, że również druga strona (towarzystwo), będzie w dalszym ciągu podlegać stosownym ograniczeniom – na mocy analogicznych przepisów mających zastosowanie do tej grupy podmiotów.

Reasumując, po wejściu Nowelizacji w życie, obie strony (towarzystwo i dystrybutor) będą musiały ocenić, na ile umowa dystrybucyjna jest rozwiązaniem korzystnym, wartym wdrożenia (pomimo pewnego wysiłku, który zawsze związany jest z tego typu zmianami) a na ile, pozostałe zmiany, w tym zbliżająca się rewizja MiFID II, powodują, że zmiany umów i w efekcie już istniejącej praktyki, byłyby jedynie kolejnym kosztem, co więcej nie do końca uzasadnionym.

Tu bowiem dochodzimy do kolejnego ważnego punktu na osi zmian przepisów regulujących kwestie zachęt, mianowicie od pewnego już czasu trwają prace nad tzw. MiFID III, a w ramach nich nad zaostrzeniem wymogów związanych z zachętami.

MiFID III

W tym roku Komisja Europejska („Komisja”) w ramach realizacji tzw. Retail Investment Strategy przyjęła i poddała pod konsultacje projekt dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE, 2014/65/UE i (UE) 2016/97 w odniesieniu do zasad Unii w sprawie ochrony inwestorów detalicznych, a więc dyrektywy zmieniającej m.in. MiFID II.

Ponieważ, od samego początku prac nad poprawą sytuacji europejskich inwestorów detalicznych jednym z głównych postulatów było zapewnienie inwestorowi dostępu do rynków z różnorodnymi konkurencyjnymi i opłacalnymi usługami i produktami finansowymi, Komisja zaproponowała zwiększenie rygorów w obszarze zachęt dla firm inwestycyjnych.

Przed wszystkim Komisja zaproponowała dodanie zupełnie nowego ograniczenia, zgodnie z którym, firma inwestycyjna świadcząca usługę **przyjmowania i przekazywania**

zleceń lub wykonywania zleceń na rzecz **klienta detalicznego** nie będzie mogła przyjmować ani przekazywać opłat ani prowizji (ani czerpać jakichkolwiek korzyści niepieniężnych) podmiotowi ani od podmiotu odpowiedzialnego za utworzenie, rozwój, emisję lub zaprojektowanie instrumentu finansowego, w związku z którym te usługi są świadczone (ani jakiegokolwiek osobie lub od osoby działającej w imieniu takiego podmiotu). A więc w skrócie, ww. zakaz miałby obowiązywać dla usług tzw. *execution only*, w relacji z klientem detalicznym i będzie dotyczył płatności od (lub na rzecz) emitenta (wystawcy) instrumentu finansowego, choćby nawet płatność miała być przekazywana pośrednio (np. przez zarządzającego w modelu, w którym emitentem jest fundusz zarządzany przez towarzystwo, a płatnikiem wynagrodzenia towarzystwo).

Co istotne, zgodnie z zamysłem Komisji, ta propozycja miałaby być wyraźnie ograniczona do trybu *execution only*, a więc w modelu, w którym firma inwestycyjna przyjmowałaby zlecenie klienta do przekazania lub do wykonania w efekcie udzielonej klientowi uprzednio rekomendacji omawiany zakaz nie powinien działać, o ile rekomendacji udzielono w ramach usługi doradztwa zależnego (przy doradztwie niezależnym wynagrodzenie od dostawcy produktu z istoty tej usługi w grę wchodzić nie może). Powyższe zostało wskazane w sposób wyraźny, gdyż omawiana propozycja wyłącza stosowanie zakazu w przypadku usług świadczonych łącznie z doradztwem zależnym, a więc doradztwem, które z założenia oparte jest na rekomendowaniu produktów w warunkach

istnienia biznesowych lub kapitałowych relacji między rekomendującym a dostawcą produktu.

Dodatkowo, Komisja zaproponowała jeszcze jedno wyłączenie, a mianowicie, wyłączone z wskazanego powyżej zakazu miałyby być wszelkie formy wynagrodzenia przyjmowanego (przekazywanego) przez firmę inwestycyjną od emitenta (emitentowi) z tytułu **usług wskazanych w Załączniku A pkt 6 i 7** do MiFID II, o ile w związku z danymi instrumentami (**nie będącymi detalicznymi produktami zbiorowego inwestowania** w rozumieniu tzw. rozporządzenia PRIIPs) firma świadczy na **rzecz klienta detalicznego** usługę powodującą omawiany zakaz, a więc **przyjmuje i przekazuje zlecenia lub wykonuje zlecenia**. Przekładając omawiane wyłączenie na nasz krajowy grunt (i stosując naszą siatkę terminologiczną), gdyby firma inwestycyjna świadczyła usługę oferowania instrumentów finansowych i w ramach tej usługi przyjmowała zapisy od klientów detalicznych, to proponowany przez Komisję zakaz zachęt nie miałby zastosowania do wynagrodzenia płaconego tej firmie inwestycyjnej przez emitenta z tytułu świadczonej na jego rzecz usługi oferowania. Choć przypadek w całości mieściłby się w dyspozycji proponowanego przepisu. A co z firmą inwestycyjną dystrybuującą jednostki uczestnictwa wśród klientów detalicznych, czyli działającą również na rzecz emitenta instrumentu i klienta składającego zapis? Na to, zgodnie z propozycją Komisji, wyjątku ma nie być, **chyba, że usługa będzie powiązana z doradztwem (zależnym), czyli, że zlecenie będzie efektem rekomendacji**. A więc doradzający w trybie zależnym i jednocześnie obsługujący zlecenie klienta będące efektem udzielonej rekomendacji w dalszym ciągu powinien móc przyjmować wynagrodzenie od emitenta. Czyli Komisja uznała, niewątpliwie słusznie, że niewprowadzenie takiego wyjątku mogłoby w praktyce uniemożliwić dalsze istnienie usługi dystrybucji w modelu z doradztwem.

Oczywiście opisane powyżej rozwiązania, aby stały się prawem, muszą przejść pełną drogę legislacyjną (uzyskać akceptację Parlamentu Europejskiego i Rady), a następnie zostać zaimplementowane, gdyż omawiamy tu zmiany do MiFID II, a więc dyrektywy. Co więcej, Komisja postanowiła zachować stosowany dotychczas tryb wdrażania przepisów (znany już dyrektywom „MiFID”), a więc zaproponowała znany już harmonogram implementacji dla przedmiotowych zmian: przyjęcie stosownych przepisów krajowych w terminie 12 miesięcy od dnia wejścia w życie nowej dyrektywy, a następnie, po kolejnych 6 miesiącach, ich wejście w życie (jednolite, w całej UE).

Ponieważ dyrektywa jest aktem podlegającym implementacji, nie sposób przewidzieć ostatecznie kształtu krajowego reżimu będącego wynikiem MiFID III ani konkretnego terminu, kiedy będzie można go oceniać. Jedno już teraz na pewno można powiedzieć: kolejne zmiany w obszarze zachęt będą. Co więcej, kierunek zmian prezentowany przez Komisję nie wydaje się być zbieżny z tym, który legł u podstaw koncepcji przyjętej w Nowelizacji.

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.



Przyszłość sztucznej inteligencji – sztuczna inteligencja w przeszłości.

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

Informatyzacja i automatyzacja większości sfer życia staje się naszą codziennością, czy tego chcemy, czy nie. Dotyczy to również świadczenia usług maklerskich, w ramach których firmy inwestycyjne coraz częściej korzystają z dobrodziejstw technologii bądź to w zakresie bezpośredniej obsługi Klienta (wszelkiego rodzaju chatboty zapewniające obsługę najprostszych zapytań klienta lub po prostu kierują do właściwego człowieka, który jest w stanie mu pomóc), bądź to w zakresie świadczenia usług maklerskich (zaawansowane algorytmy stanowiące część systemów służących do sporządzania rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego). Powyższe przykłady można mnożyć i rozszerzać, chociażby o takie aspekty jak biometryczna identyfikacja klienta czy też mechanizmy analizy behawioralnej zachowań klienta. Choć w wielu aspektach przyszłość technologii jest fascynująca nie tylko dla miłośników science-fiction, nie można jednocześnie nie zauważyć, iż szerokie wykorzystanie sztucznej inteligencji niesie ryzyka zarówno dla firmy inwestycyjnej, jak i dla klienta.

Obszar rozwoju sztucznej inteligencji przez wiele lat rozwijał się swobodnie, tj. bez barier regulacyjnych. Jednak, aby ustalić jakiegokolwiek normy w tym zakresie, w pierwszej kolejności należało zdefiniować pojęcie sztucznej inteligencji.

Jedną z pierwszych prób nazwania technologii AI (z ang. *artificial intelligence*) był *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady Europejskiej, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego Komitetu Regionów - Sztuczna Inteligencja dla Europy z dnia 25 kwietnia 2018 r.*, w którym wskazano, że termin „sztuczna inteligencja” odnosi się do systemów wykazujących inteligentne zachowanie dzięki analizie otoczenia i podejmowaniu działań – do pewnego stopnia autonomicznie – w celu osiągnięcia konkretnych celów. W wyżej wskazanym Komunikacie, Komisja Europejska przedstawiła swoją wizję wspierającą tworzenie w Europie etycznych, pewnych i najnowocześniejszych rozwiązań w zakresie sztucznej inteligencji. Przedstawiona przez Komisję idea opiera się na trzech filarach: (i) zwiększenie inwestycji publicznych i prywatnych w sztuczną inteligencję w celu jej szerszego rozpowszechnienia, (ii) przygotowanie się na zmiany społeczno-gospodarcze oraz (iii) zapewnienie odpowiednich ram etycznych i prawnych, aby wzmocnić wartości europejskie.

Kolejnym krokiem milowym w zakresie zrozumienia, ale również nazwania i w konsekwencji uregulowania sztucznej inteligencji były opublikowane w kwietniu 2019 roku *Wytyczne w zakresie etyki dotyczące godnej*

zaufania sztucznej inteligencji, opracowane przez grupę ekspertów wysokiego szczebla ds. sztucznej inteligencji, wyznaczonych przez Komisję Europejską. Wytyczne można uznać za rodzaj miękkiej rekomendacji zachowań przy stosowaniu i wdrażaniu mechanizmów wykorzystujących sztuczną inteligencję. Zwrócić należy uwagę, że ww. Wytyczne nie definiowały listy dopuszczalnych lub niedopuszczalnych rozwiązań, lecz wskazywały, w ramach podejścia ukierunkowanego na człowieka, cechy, na podstawie których sztuczna inteligencja mogła zostać uznana za godną zaufania. W tym zakresie po pierwsze sztuczna inteligencja powinna być zgodna z prawem, tzn. przestrzegać wszystkich obowiązujących przepisów ustawowych i wykonawczych. Po drugie, sztuczna inteligencja powinna być etyczna, tzn. powinna zapewniać zgodność z zasadami i wartościami etycznymi. Uzupełnieniem powyższych dwóch cech była solidność, zarówno z technicznego, jak i społecznego punktu widzenia, ponieważ systemy AI mogą wywoływać niezamierzone szkody nawet wówczas, gdy korzysta się z nich w dobrej wierze. Każda z tych cech postrzegana z osobna jest konieczna, lecz niewystarczająca do osiągnięcia godnej zaufania sztucznej inteligencji. Jak wskazano w ww. Wytycznych, w idealnych warunkach wszystkie te trzy cechy harmonijnie współdziałają ze sobą, a ich zakresy nakładają się na siebie. Jeżeli jednak w praktyce okaże się, że interakcje pomiędzy tymi cechami prowadzą do powstawania konfliktów, społeczeństwo powinno poczynić wysiłki na rzecz ich odpowiedniego skorygowania. Co należy podkreślić, system wykorzystujący sztuczną inteligencję powinien charakteryzować się wszystkimi ww. cechami przez cały cykl swojego życia.

Wytyczne skupiają się również na aspekcie etycznym sztucznej inteligencji, wskazując **4 zasady etyczne, które są istotne dla godnej zaufania sztucznej inteligencji**, tj.

- 1) **poszanowanie autonomii człowieka**, zgodnie z którą m.in. osoby wchodzące w interakcje z systemami AI muszą być w stanie zachować pełną i efektywną zdolność samostanowienia o sobie oraz być w stanie uczestniczyć w procesie demokratycznym. Systemy AI nie powinny bezpodstawnie podporządkowywać, przymuszać, oszukiwać, kształtować lub kontrolować ludzi ani nimi manipulować,
- 2) **zapobieganie szkodom**, zgodnie z którą m.in. systemy AI nie powinny powodować ani powiększać szkody, ani w inny sposób wywierać niekorzystnego wpływu na człowieka,
- 3) **sprawiedliwość**, zarówno w wymiarze materialnym (zapewnienia równego i sprawiedliwego podziału korzyści i kosztów oraz zapewnienia, aby jednostki i grupy były wolne od niesprawiedliwej stronniczości,

dyskryminacji i stygmatyzacji), jak i proceduralnym (zapewnienie możliwości kwestionowania decyzji podejmowanych przez systemy AI i przez obsługujące je osoby oraz skutecznego dochodzenia roszczeń związanych z tymi decyzjami),

- 4) **możliwość wyjaśnienia**, co oznacza, że procesy muszą być przejrzyste, możliwości i cele systemów AI otwarcie komunikowane, a decyzje w jak największym stopniu możliwe do wyjaśnienia osobom, na które mają one bezpośredni i pośredni wpływ.

Wyżej wskazane zasady etyczne oparte są na prawach podstawowych zapisanych w traktatach Unii Europejskiej, w Karcie praw podstawowych Unii Europejskiej oraz w międzynarodowym prawie dotyczącym praw człowieka.

Dla osiągnięcia godnej zaufania sztucznej inteligencji konieczne jest również zapewnienie wdrożenia 7 kluczowych wymogów (zarówno metodami technicznymi, jak i metodami pozatechnicznymi):

- 1) przewodnia i nadzorczą rolę człowieka,
- 2) techniczna solidność i bezpieczeństwo,
- 3) ochrona prywatności i zarządzanie danymi,
- 4) przejrzystość,
- 5) różnorodność, niedyskryminacja i sprawiedliwość,
- 6) dobrostan społeczny i środowiskowy,
- 7) odpowiedzialność.

Wyżej wskazany wykaz nie ma jednocześnie charakteru wyczerpującego. Dokument zawiera również listę kontrolną oceny sztucznej inteligencji jako godnej zaufania – lista została udostępniona w ramach etapu pilotażowego, w celu zebrania praktycznych informacji zwrotnych zarówno w formie dokumentu, jak i narzędzia internetowego, a jej konstrukcja opiera się na zestawie pytań odnoszących się do etycznego (nie prawnego) wymiaru oceny sztucznej inteligencji. Lista ta ma w szczególności zastosowanie do systemów AI, które bezpośrednio wchodzi w interakcję z użytkownikami, i jest przeznaczona przede wszystkim dla konstruktorów systemów AI i wdrażających te systemy (niezależnie od tego, czy systemy te opracowano samodzielnie, czy nabyto od osób trzecich).

Ogólne prace grupy wysokiego szczebla ds. sztucznej inteligencji miały zasadnicze znaczenie dla opracowania podejścia Komisji do sztucznej inteligencji. Koncepcja wiarygodności i 7 kluczowych wymogów wprowadzonych w Wytycznych dotyczących etyki, ukierunkowuje nadchodzące kroki legislacyjne w dziedzinie sztucznej inteligencji.

Zalecenia grupy posłużyły jako zasoby dla inicjatyw politycznych podejmowanych przez Komisję i jej państwa członkowskie. M.in. na bazie ww. prac, uchwałą Rady Ministrów z dnia 28 grudnia 2020 r., ustanowiono w Polsce – jako w jednym z pierwszych krajów Unii Eu-

ropejskiej – Politykę dla rozwoju sztucznej inteligencji w Polsce od roku 2020. Polityka opisuje działania, które Polska powinna wdrożyć, i cele, które powinna osiągnąć w perspektywie krótkoterminowej (do 2023 r.), średnio-terminowej (do 2027 r.) i długoterminowej (po 2027 r.), mające służyć rozwojowi polskiego społeczeństwa, polskiej gospodarki i polskiej nauki w obszarze sztucznej inteligencji. Cele i narzędzia zawarte w Polityce zostały podzielone na sześć obszarów:

- 1) AI i społeczeństwo,
- 2) AI i innowacyjne firmy,
- 3) AI i nauka,
- 4) AI i edukacja,
- 5) AI i współpraca międzynarodowa,
- 6) AI i sektor publiczny.

Dotychczas omówione dokumenty stanowią wyraz wytycznych lub oczekiwań, względnie strategii i nie mają bezpośredniego przełożenia na podmioty stosujące sztuczną inteligencję.

Sytuację prawną mogą jednak zmienić trwające prace nad pierwszym na świecie źródłem prawa w zakresie sztucznej inteligencji, jakim jest zaproponowany w kwietniu 2021 r. projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego zharmonizowane przepisy dotyczące sztucznej inteligencji (AI Act) i zmieniającego niektóre akty ustawodawcze Unii. Stanowi on wyraz skoordynowanego europejskiego podejścia do społecznych i etycznych konsekwencji sztucznej inteligencji i jest konsekwencją opublikowanej przez Komisję Europejską w dniu 19 lutego 2020 r. *Białej Księgi w sprawie sztucznej inteligencji. Europejskie podejście do doskonałości i zaufania*, w której określono warianty strategiczne dotyczące sposobów osiągnięcia podwójnego celu, jakim jest promowanie wykorzystania sztucznej inteligencji i zajęcie się zagrożeniami związanymi z niektórymi zastosowaniami tej nowej technologii. AI Act adresuje drugą z wyżej wskazanych kwestii poprzez zaproponowanie ram prawnych i wprowadza następującą definicję sztucznej inteligencji: **„system sztucznej inteligencji” oznacza oprogramowanie opracowane przy użyciu co najmniej jednej spośród technik i podejść wymienionych w załączniku I do AI Act, które może – dla danego zestawu celów określonych przez człowieka – generować wyniki, takie jak treści, przewidywania, zalecenia lub decyzje wpływające na środowiska, z którymi wchodzi w interakcję**. Z założenia ww. definicja ma być jednolita i neutralna technologicznie, podobnie jak miało to miejsce w przypadku rozwiązań znanych z RODO. Załącznik I zawiera szczegółowy wykaz podejść i technik na potrzeby rozwoju AI, które mają być dostosowywane przez Komisję w miarę postępu technologicznego. Jeżeli chodzi o sam AI Act, wskazać należy, iż w projekcie rozporządzenia zastosowano podejście oparte na analizie ryzyka, wprowadzając rozróżnienie między zastosowaniami AI, które stwarzają

- a) niedopuszczalne ryzyko (i takie są zakazane),
- b) wysokie ryzyko oraz
- c) niskie lub minimalne ryzyko.

Rozporządzenie zawiera wykaz zakazanych praktyk obejmujących wszystkie systemy sztucznej inteligencji, których wykorzystywanie uznaje się za niedopuszczalne ze względu na ich sprzeczność z wartościami Unii, na przykład ze względu na fakt, że naruszają one prawa podstawowe. Zakazy obejmują praktyki wykazujące znaczny potencjał manipulowania ludźmi, oparte na technikach podprogowych działających na ich podświadomość lub wykorzystujące słabości określonych słabszych grup, takich jak dzieci lub osoby z niepełnosprawnościami, aby istotnie wypaczyć ich zachowania w sposób, który może spowodować u nich lub u innej osoby szkodę psychiczną lub fizyczną. Obszarami objętymi zakazem będą m.in.:

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.



- 1) predykcyjne aplikacje policyjne,
- 2) narzędzia biometryczne do analizy emocji w czasie rzeczywistym,
- 3) narzędzia w zakresie social scoring.

W zakresie rozwiązań stwarzających wysokie ryzyko dla zdrowia i bezpieczeństwa lub praw podstawowych osób fizycznych, systemy takie będą dopuszczone do obrotu na rynku europejskim pod warunkiem spełnienia określonych wymogów obowiązkowych i przeprowadzenia oceny zgodności ex ante. Wskazano jednocześnie dwie główne kategorie systemów sztucznej inteligencji wysokiego ryzyka:

- 1) systemy sztucznej inteligencji stosowane w produktach objętych przepisami UE dotyczącymi bezpieczeństwa produktów – obejmuje to zabawki, lotnictwo, samochody, urządzenia medyczne i windy,
- 2) systemy sztucznej inteligencji podzielone na osiem konkretnych obszarów, które będą musiały zostać zarejestrowane w bazie danych UE:
 - a) identyfikacja biometryczna i kategoryzacja osób fizycznych,
 - b) zarządzanie i eksploatacja infrastruktury krytycznej,
 - c) edukacja i szkolenie zawodowe,
 - d) zatrudnienie, zarządzanie pracownikami i dostęp do samozatrudnienia,
 - e) dostęp do podstawowych usług prywatnych i publicznych oraz korzystanie z nich,
 - f) egzekucja prawa,
 - g) zarządzanie migracją, azylem i kontrolą graniczną,
 - h) pomoc w interpretacji prawnej i stosowaniu prawa.

Ostatnią kategorię stanowić będą systemy sztucznej inteligencji o ograniczonym ryzyku, które powinny spełniać minimalne wymogi w zakresie przejrzystości, zapewniających użytkownikowi możliwość podejmowania świadomych decyzji i decydowania, czy chce dalej z nich korzystać. Istotnym jest również obowiązek ujawnienia użytkownikowi, iż w danym procesie dochodzi do interakcji ze sztuczną inteligencją. Przykładem takich systemów są generatory obrazów, treści audio lub wideo (np. chatboty) lub manipulujące nimi (np. deepfake).

Jak zatem widać, obszar sztucznej inteligencji w Unii Europejskiej przechodzi właśnie transformację ze stanu, w którym wyłącznie odnoszono się – poprzez wytyczne – do jego wymiaru etycznego, pozostawiając obszar zgodności z prawem poza nawiasem, do stanu, w którym prawodawca, stosując przyjęte zasady i metody etyczne, wprowadzi nie tylko definicję, ale również kategoryzację systemów łącznie z zakazem stosowania konkretnych rozwiązań w uzasadnionych przypadkach. Prace nad AI Act trwają i po przyjęciu stanowiska negocjacyjnego w sprawie AI Act w dniu 14 czerwca 2023 r., rozpoczęte zostały rozmowy z krajami UE w Radzie, które zgodnie z planem mają trwać do końca 2023 r. Celem rozmów jest ustalenie ostatecznego kształtu przedmiotowego rozporządzenia.

Zwyczajne Walne Zgromadzenie Członków Izby Domów Maklerskich

mec. Katarzyna Kacprzak – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

W dniu 19 czerwca 2023 r. w Klubie Bankowca odbyło się Zwyczajne Walne Zgromadzenie Członków Izby Domów Maklerskich.

Jak co roku Walne Zgromadzenie przyjęło sprawozdania z działalności Zarządu, Rady i Sądu Izby oraz sprawozdanie finansowe za rok 2022. Ponadto Walne Zgromadzenie udzieliło absolutorium Zarządowi oraz Członkom Rady z wykonywania ich obowiązków w ubiegłym roku.

W tym roku nastąpił zbieg terminów upływu kadencji Rady Domów Maklerskich oraz Zarządu IDM.

W związku z upływem kadencji Zarządu po raz kolejny, jednogłośnie powołano na stanowisko Prezesa Pana Waldemara Markiewicza na nową, trzyletnią Kadencję. Prezes Markiewicz pełni tę zaszczytną funkcję już od jedenastu lat.

Ponadto Rada powołała Pana Piotra Sobkowa do pełnienia funkcji Członka Zarządu nowej kadencji.

Walne Zgromadzenie przyjęło zmiany w Statucie Izby Domów Maklerskich. Istotne zmiany dotyczą zwiększenia liczby członków Rady Domów Maklerskich z 9 do 11 członków oraz wprowadzenia możliwości odbywania posiedzeń Rady i podejmowania decyzji, także w sprawach osobowych przy wykorzystaniu środków porozumiewania się na odległość.

W związku z upływem kadencji Rady Domów Maklerskich, Walne Zgromadzenie powołało nową Radę na kolejną dwuletnią kadencję, w następującym składzie:

1. **Filip Kaczmarzyk** – Członek Zarządu, XTB S.A.
2. **Daniel Lipnicki** – Członek Zarządu, Dom Inwestycyjny Xelion Sp. z o. o.
3. **Radosław Olszewski** – Prezes Zarządu, Dom Maklerski BOŚ S.A.
4. **Piotr Prażmo** – Członek Zarządu, Erste Securities Polska S.A.
5. **Jacek Rachel** – Prezes Zarządu, Dom Maklerski BDM S.A.
6. **Agnieszka Rostkowska** – Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Banku Handlowego
7. **Wojciech Sieńczyk** – Dyrektor Biura Maklerskiego, Santander Biuro Maklerskie
8. **Maksymilian Skolik** – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie mBanku
9. **Dominik Ucieklak** – Prezes Zarządu, Noble Securities S.A.
10. **Marcin Wlazło** – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Pekao
11. **Grzegorz Zawada** – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego

Podczas pierwszego posiedzenia Rady nowej kadencji członkowie wybrali Prezydium Rady w następującym składzie:

Piotr Prażmo – Przewodniczący Rady
Agnieszka Rostkowska – Członek Prezydium
Radosław Olszewski – Członek Prezydium.

Pan Piotr Prażmo zgodził się udzielić wywiadu specjalnie dla Biuletynu IDM. Zapraszamy do lektury na str. 4. Wszystkim Członkom Zarządu oraz Rady serdecznie gratulujemy i życzymy ciekawych wyzwań w pracy na rzecz rynku kapitałowego.



Prace Izby – Retail Investment Strategy

mec. Katarzyna Kacprzak – radca prawny, Izba Domów Maklerskich

W dniu 24 maja 2023 r. Komisja Europejska (dalej „Komisja”) opublikowała projekt dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE, 2014/65/UE i (UE) 2016/97 w odniesieniu do zasad Unii w sprawie ochrony inwestorów detalicznych. Dokument ten realizuje strategię Unii dotyczącą ochrony inwestorów detalicznych tzw. Retail Investment Strategy (dalej „RIS” lub „Strategia”).

Dokument ten nowelizuje ramy prawne dotyczące:

- świadczenia usług inwestycyjnych („MiFID”),
- świadczenia usług dystrybucji ubezpieczeń lub reasekuracji na rzecz osób trzecich („IDD”),
- podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej w UE („Wypłacalność II”),
- koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe („dyrektywa w sprawie UCITS”),
- zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („dyrektywa w sprawie ZAFI”).

Z uwagi na przedmiot regulacji zagadnienia, których dotyczą zmiany podzielić można na następujące obszary:

1. Ujawnianie informacji – dążenie do uproszczenia i ograniczenia informacji przedstawianych inwestorom detalicznym.
2. Ochrona inwestorów detalicznych przed wprowadzającymi w błąd komunikatami marketingowymi i praktykami, które podkreślają korzyści, ale bagatelizują ryzyko.
3. Przeciwdziałanie zjawisku uprzywilejowania w doradztwie: konflikty interesów, zachęty, test „najlepiej pojętego interesu klienta”.
4. Zmiana zasad nadzoru i zarządzania produktami w celu zapewnienia, że nie są naliczane nienależne koszty i że produkty zapewniają inwestorom detalicznym stosunek wartości do ceny.
5. Zapewnienie dostosowania testów odpowiedzialności i adekwatności do potrzeb inwestorów indywidualnych.
6. Zapewnienie wysokich standardów zawodowych doradców inwestycyjnych.
7. Kategoryzacja klientów: złagodzenie ograniczeń dla inwestorów, aby zakwalifikować się jako profesjonalni.
8. Poprawa egzekwowania przepisów przez organy nadzoru.
9. Promocja edukacji finansowej.

Z uwagi na fakt, że przedmiotowe zmiany mogą być niezwykle istotne dla rynku finansowego, w tym kapitałowego, Izba Domów Maklerskich włączyła się aktywnie w proces opiniowania przedmiotowego projektu dyrektywy.

Zgłosiliśmy uwagi do stanowiska Rządu RP do wniosków legislacyjnych Komisji COM (2023) 278 i COM (2023) 279, które w lipcu zostały przekazane do Ministerstwa Finansów.

Wzięliśmy udział w pracach European Forum of Securities Associations i pod koniec sierpnia przekazaliśmy wspólne stanowisko organizacji zrzeszonych w EFSA *EFSA position on Retail Investment Strategy and the European Commission’s “Have Your Say-Consultation”*.

Ponadto samodzielnie przekazaliśmy do Komisji Europejskiej stanowisko IDM dotyczące projektowanych zmian.

IDM z zadowoleniem przyjęła propozycję Komisji Europejskiej dotyczącą inwestorów indywidualnych mającą na celu wzmocnienie udziału inwestorów detalicznych w rozwoju rynków kapitałowych. Podzielamy pogląd Komisji, że osoby, które inwestują na rynkach kapitałowych, powinny mieć pewność i zaufanie, że ich wyniki inwestycyjne będą ulegać poprawie. To w konsekwencji doprowadzi do wzrostu udziału inwestorów detalicznych w inwestycjach. Wzrost inwestycji inwestorów indywidualnych na rynkach kapitałowych, którzy będą kierowali swój kapitał do firm z sektora prywatnego, pomoże w procesie ożywienia gospodarczego po negatywnych ekonomicznych skutkach pandemii COVID-19.

Według IDM niezwykle ważne jest, żeby wprowadzając Strategię mieć na uwadze, aby ramy regulacyjne umożliwiały współistnienie różnych modeli biznesowych występujących w poszczególnych krajach UE. W naszej opinii ramy regulacyjne oparte na podejściu „jeden rozmiar – one size” nie stworzą konkurencyjnego i wydajnego rynku kapitałowego UE, zwłaszcza biorąc pod uwagę istniejącą różnorodność modeli biznesowych. Ponadto należy pamiętać, że profil klientów detalicznych różni się w poszczególnych państwach członkowskich pod względem zamożności, wiedzy finansowej i technologicznej, a także poziomu uczestnictwa w rynkach kapitałowych.

Zwróciliśmy uwagę, że propozycja wprowadzenia niektórych przepisów Strategii wiąże się z koniecznością poniesienia przez firmy inwestycyjne istotnych nakładów finansowych. W naszej ocenie Strategia powinna zostać poddana gruntownej analizie zarówno pod kątem poniesienia dodatkowych kosztów (budżet na wypełnienie przez firmy inwestycyjne dodatkowych, nowych wymogów) jak i wymuszenia zmian w systemach informatycznych (głęboka ingerencja w środowisko technologiczne), dokumentacji prawnej (modyfikacja umów, procedur i regulaminów). W związku z powyższym postulowaliśmy istotne wydłużenie planowanego terminu jej wejścia w życie, zwracając przy okazji uwagę, na fakt, że

rynek jeszcze nie uporał się z wdrażaniem zmian związanych z ESG, a propozycja Strategii dodatkowo utrudnia inwestorom odnalezienie się w złożonej strukturze regulacyjnej MiFID II.

Projekt RIS zakłada, że firmy inwestycyjne będą miały jedynie 18 miesięcy na wdrożenie przepisów. Biorąc pod uwagę zakres projektowanych zmian, okres ten jest zbyt krótki. Powyższe generuje ryzyko pośpiechu przy tworzeniu aktów wykonawczych i aktów delegowanych, a w konsekwencji ryzyko, że niektóre regulacje mogą być nieefektywne lub wręcz prowadzić do niepożądanych konsekwencji dla rynku.

W szczególności zaznaczyliśmy stanowisko IDM w następujących obszarach:

- Sprzeciw wobec wprowadzeniu zmian w dotychczasowych zasadach związanych z zachętami.
- Zwrócenie uwagi, aby ramy regulacyjne umożliwiły współistnienie różnych modeli biznesowych występujących w poszczególnych krajach UE.
- Uznanie za szkodliwy pomysł ustanowienia unijnych, centralnych wskaźników dla mniejszych rynków kapitałowych.
- Zwrócenie uwagi na to, aby Strategia uwzględniała fakt, że w poszczególnych państwach członkowskich profil klientów detalicznych różni się pod względem zamożności, wiedzy finansowej i technologicznej, a także poziomu uczestnictwa w rynkach kapitałowych.

1. Ujawnianie informacji – dążenie do uproszczenia i ograniczenia informacji przedstawianych inwestorom detalicznym.

Pomysł uproszczenia i ograniczenia informacji ujawnianych inwestorom indywidualnym, co ma na celu zapewnienie przejrzystości rynku dla inwestorów indywidualnych i umożliwienie podejmowania przez nich świadomych decyzji inwestycyjnych, zasługuje na poparcie. W naszej opinii propozycja zawarta w Strategii jest jednak nadal zbyt szczegółowa (np. roczne sprawozdania na poziomie produktu). Zdaniem IDM obowiązująca obecnie zawartość ujawnień jest nadmiarowa zarówno pod względem ilości jak i zakresu przekazywanych informacji. Natłok obowiązkowych informacji wprowadzony przez MiFID II przytłacza klientów detalicznych, którzy są zainteresowani ceną i całkowitymi kosztami, a nie szczegółowymi zestawieniami lub metodami kalkulacji. Zdecydowana większość klientów chce mieć możliwość rezygnacji z niektórych obowiązkowych informacji, których nie uważa za przydatne. Ponadto wskazaliśmy, że udzielanie informacji inwestorom podczas doradztwa inwestycyjnego lub składania zleceń wydłuża proces inwestycyjny, co często jest sprzeczne z interesem klientów. Ważne jest także aby w procesie ujawnień można było w nieskomplikowany i szybki sposób wykorzystywać środowisko cyfrowe.

2. Ochrona inwestorów detalicznych przed wprowadzającymi w błąd komunikatami marketingowymi i praktykami, które podkreślają korzyści, ale bagatelizują ryzyko.

Branża maklerska identyfikuje rosnące ryzyko dla inwestorów detalicznych wynikające z nadmiernego wpływu nierealistycznych komunikatów marketingowych przekazywanych za pośrednictwem kanałów cyfrowych i wprowadzających w błąd praktyk marketingowych. Popierając co do zasady konieczność wdrożenia nowych przepisów zwróciliśmy uwagę, że powinny one być neutralne technologicznie i nie powinny prowadzić do tworzenia konkretnych nowych przepisów na poziomie krajowym. Zamiast tego widzimy dużą rolę dalszego stosowania lokalnych standardów przyjętych przez naszą branżę, co pozwoli na zminimalizowanie kosztów koniecznego dostosowania obecnych strategii dystrybucji produktów inwestycyjnych. Jesteśmy przeciwni nałożeniu na dystrybutorów odpowiedzialności za weryfikowanie informacji przekazywanych przez producentów. Jest to dodatkowy nowy kosztowny obowiązek.

3. Przeciwdziałanie zjawisku uprzywilejowania w doradztwie: konflikty interesów, zachęty, test „najlepiej pojętego interesu klienta”.

Zgłosiliśmy stanowczy sprzeciw przeciwko wprowadzaniu zmian w dotychczasowych zasadach związanych z zachętami. W ocenie IDM wprowadzenie całkowitego lub częściowego zakazu stosowania zachęt będzie miało negatywne konsekwencje dla funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, zagrozi działalności wielu firm inwestycyjnych oraz ograniczy możliwość oferowania szerokiego zakresu instrumentów finansowych, a także dostęp do porad dla klientów (większość inwestorów nie jest skłonna płacić za porady) oraz w konsekwencji zwiększy koszty obsługi inwestycyjnej inwestorów powodując obniżenie rentowności inwestycji.

Dystrybutorzy instrumentów finansowych działający na polskim rynku zwracają uwagę, że obecny reżim (wynikający z Dyrektywy MIFID II, jej aktów delegowanych oraz odpowiednich implementacji do prawa krajowego) spełnia obowiązki ochrony inwestorów indywidualnych, a jednocześnie pozwala na pokrycie szeregu kosztów ponoszonych przez dystrybutorów. Klient otrzymuje informację o podwyższeniu jakości świadczonych dla niego usług, best execution, kosztach, konfliktach interesów. Wprowadzenie całkowitego lub częściowego zakazu zachęt nie uwzględnia w wystarczającym stopniu różnych modeli biznesowych istniejących w Unii Europejskiej w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych. Wiele krajów w Europie ma tak ukształtowane modele dystrybucji, że wprowadzenie zakazu „zachęt” może ograniczyć lub całkowicie zatrzymać rozwój tego segmentu rynku.

W Polsce model ten opiera się głównie na dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (a także innych instrumentów finansowych) w oparciu o dystrybutorów będących domami maklerskimi, biurami maklerskimi lub bankami krajowymi prowadzącymi działalność maklerską. Wprowadzenie zakazu zachęt doprowadzi do redefinicji tego modelu (ograniczenia oferty instrumentów finansowych do tych stworzonych w ramach własnej grupy), co prawdopodobnie spotka się również z negatywnym odbiorem inwestorów indywidualnych i w konsekwencji doprowadzi do zmniejszenia udziału klientów detalicznych w rynku. To jest sprzeczne z celem wprowadzenia Strategii. Ograniczenie możliwości stosowania zachęt wymusi zmiany w umowach z klientami, systemach, prawie podatkowym (VAT na doradztwo).

Ponadto zwróciliśmy uwagę na fakt, że proponowany w Strategii test „best interest of client”, zastępujący istniejące w MiFID badanie spełnienia kryterium „poprawy jakości”, jest zbyt złożony i rodzi wiele pytań. Uważamy za szkodliwe uznanie że najtańszy produkt jest dla klienta najlepszy, czego dowodem jest wybór często droższych instrumentów pod kątem preferencji klienta względem ESG.

4. Zmiana zasad nadzoru i zarządzania produktami w celu zapewnienia, że nie są naliczane nienależne koszty i że produkty zapewniają inwestorom detalicznym stosunek wartości do ceny

IDM stoi na stanowisku, że inwestorom detalicznym należy zaoferować udział w uczciwym, przejrzystym i efektywnym rynku, który jest dla nich adekwatny i odpowiedni, natomiast sprzeciwiamy się wymaganiu od dystrybutorów ilościowego określania kosztów dystrybucji i przeprowadzania ogólnej oceny cen w odniesieniu do odpowiednich wzorców kosztów i wydajności, biorąc pod uwagę własne oceny. Spowoduje to dodatkowe obciążenie i koszty dla dystrybutora, a w naszej ocenie nie poprawi poziomu ochrony inwestycji klienta. Uważamy, że obecny system, stosowany w MiFID II, zapewnia odpowiedni stopień ochrony inwestorów. Wypracowane procesy sprawdziły się w praktyce i są pozytywnie odbierane przez klientów. Za szkodliwy dla mniejszych rynków kapitałowych uważamy pomysł ustanowienia unijnych, centralnych wskaźników referencyjnych. Narusza to zasadę proporcjonalności i jest wbrew prawu do konkurencji. Będzie to skutkowało m.in. wzrostem kosztów funkcjonowania producentów i dystrybutorów (konieczność oceny, prowadzenie ewidencji ocen, badanie odchylenia od średniej unijnej). Wprowadzenie obowiązku przesyłania do centralnego, unijnego, urzędu informacji o kosztach i opłatach to wymiana wrażliwych informacji o cenach, która wymaga dodatkowych kosztownych zabezpieczeń.

5. Zapewnienie lepszego dostosowania testów odpowiedniości i adekwatności do potrzeb inwestorów indywidualnych

W ocenie IDM obecne przepisy działają dobrze. Uważamy za istotne utrzymanie wyraźnego rozróżnienia testów dla usług przyjmowania i przekazywania zleceń (PPZ) i wykonywania zleceń od doradztwa i zarządzania. Jesteśmy przeciwni zbieraniu od klientów informacji dot. możliwości ponoszenia potencjalnych strat i tolerancji na ryzyko w ramach testów adekwatności. To sprawi, że oba testy będą praktycznie takie same. Za naruszenie zasady uczciwej konkurencji uważamy propozycje wprowadzenia bardziej elastycznego systemu oceny odpowiedniości klienta tylko przez niezależnych doradców. Nie wierzymy, że nowa ocena klienta detalicznego (wzmocniona o spersonalizowaną strategię alokacji aktywów i zapewnienie osobistej strategii alokacji aktywów) i jej możliwość przenoszenia mogłaby przynieść dodatkowe korzyści inwestorom detalicznym i pośrednikom finansowym. Ponadto uważamy, że dodatkowe ograniczenia dotyczące sprzedaży na negatywnych rynkach docelowych są niepotrzebne i mogą ograniczać zdolność firm inwestycyjnych do dostarczania klientom odpowiednich produktów.

6. Zapewnienie wysokich standardów zawodowych doradców inwestycyjnych

Popierając propozycję zawartą w Strategii, IDM wyraziła pogląd, że należy wzmacniać rolę krajowych standardów wypracowanych i stosowanych na lokalnych rynkach kapitałowych.

7. Kategoryzacja klientów: złagodzenie ograniczeń dla inwestorów, aby zakwalifikować się jako profesjonalni

Członkowie IDM pozytywnie oceniają propozycje złagodzenia kryteriów kwalifikowania klientów jako klientów profesjonalnych. Powinny one uwzględniać warunki finansowe mieszkańców danego kraju, a także ich doświadczenie inwestycyjne i poziom wykształcenia. Klient profesjonalny, w kontekście rynku kapitałowego, odnosi się do podmiotu lub osoby, która posiada wystarczające doświadczenie, wiedzę i umiejętności do podejmowania niezależnych decyzji inwestycyjnych. Klienci profesjonalni są uważani za bardziej wyrafinowanych inwestorów, którzy są w stanie zrozumieć i zaakceptować ryzyko inwestycyjne. Klienci profesjonalni zazwyczaj mają dostęp do zaawansowanych instrumentów finansowych i usług inwestycyjnych, a także pewnych wyjątków i elastyczności w przepisach dotyczących ochrony inwestorów. Definicja klienta profesjonalnego może się różnić w zależności od jurysdykcji i przepisów obowiązujących na danym rynku kapitałowym, nawet w poszczególnych krajach Unii Europejskiej. Zdarzały się przypadki, że firmy inwestycyjne na Cyprze kwalifikowały prawie 100% swoich klientów jako profesjonalnych. Dlatego ważne jest ustalenie spójnych kryteriów, takich jak wielkość aktywów, dochód czy doświadczenie zawodowe, które decydują o zakwalifikowaniu klienta jako profesjonalnego. Obecnie obowiązujące kryteria klasyfikacji klientów detalicznych jako klientów

profesjonalnych – uważane za zbyt restrykcyjne, są dyskryminujące i nie odpowiednie dla krajów takich jak Polska, gdzie PKB na mieszkańca jest poniżej średniej UE.

Klienci posiadający odpowiednie doświadczenie i wiedzę inwestycyjną mogą podejmować bardziej świadome decyzje inwestycyjne, zwiększając swoje szanse na osiągnięcie korzystnych wyników. Przejście na status klienta profesjonalnego umożliwiłoby im dostęp do bardziej zaawansowanych instrumentów finansowych i usług inwestycyjnych. Zdaniem IDM odpowiedni próg dla kryterium finansowego umożliwiającego przekwalifikowanie klienta detalicznego na klienta profesjonalnego powinien być proporcjonalny do poziomu zamożności mierzonego PKB na mieszkańca i nie przekraczać dwukrotności tego wskaźnika dla obywatela danego kraju. W przypadku osób prawnych konieczna jest radykalna korekta w dół, wymogi dotyczące bilansu powinny zostać obniżone do 2 mln EUR, wymogi dotyczące przychodów do 4 mln EUR, a wymogi kapitałowe do 200 000 EUR.

Dodatkowo Izba Domów Maklerskich popiera propozycję wprowadzenia czwartego kryterium wykształcenia dla klientów detalicznych, obejmującego odpowiednie kwalifikacje, certyfikaty zawodowe czy szkolenia. Inwestorzy, którzy posiadają niezbędną wiedzę, potwierdzoną licencjami, takimi jak licencja maklera, licencja doradcy inwestycyjnego, CFA, tytuł MBA lub doktorat z zakresu nauk ekonomicznych i finansowych, powinni kwalifikować się do przeklasyfikowania na klientów profesjonalnych. Alternatywnym rozwiązaniem byłoby wprowadzenie szkoleń i certyfikacji obejmujących zakres wiedzy i egzaminów przedstawionych w ZAŁĄCZNIKU II „Załącznik V Minimalne wymagania dotyczące wiedzy i kompetencji zawodowych”.

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.



W ocenie IDM krajowe organy nadzoru niezależnie od przepisów unijnych powinny mieć możliwość wdrażania regulacji wewnętrznych dot. klasyfikacji klienta w ramach obowiązujących zasad interwencji produktowej. Już w 2019 roku Komisja Nadzoru Finansowego wprowadziła na nasz rynek dodatkową kategorię klienta – klienta doświadczonego, który ma możliwość inwestowania z wyższą niż podstawowa dźwignią na rynku OTC.

W rozwiązaniu wprowadzonym przez Komisję Nadzoru Finansowego kryterium majątkowe zastępuje się następującymi warunkami:

W ciągu ostatnich 24 miesięcy klient detaliczny zawarł:

- a) transakcje otwarcia CFD o wartości nominalnej co najmniej równoważności w złotych 50.000 EUR każda, z częstotliwością co najmniej 10 transakcji otwieranych na kwartał w ciągu czterech kwartałów; lub
- b) transakcje otwarcia CFD o wartości nominalnej co najmniej równoważności w złotych 10 .000 EUR każda, z częstotliwością co najmniej 50 transakcji otwieranych na kwartał w ciągu czterech kwartałów; lub
- c) transakcje otwarcia CFD o łącznej wartości nominalnej co najmniej równoważności w złotych 2.000.000 EUR, w przypadku, gdy klient zawarł co najmniej 40 transakcji otwierających na kwartał w ciągu czterech kwartałów;

Zaapelowaliśmy o wprowadzenie podobnego rozwiązania na poziomie unijnym dla całego rynku kapitałowego.

Podsumowując, liberalizacja zasad kategoryzacji klientów jest krokiem w dobrym kierunku, jednak konieczne jest dostosowanie kryteriów finansowych do warunków makroekonomicznych każdego kraju. Przejście większej liczby inwestorów indywidualnych do statusu klienta profesjonalnego może przyczynić się do rozwoju rynku finansowego w Polsce. Zwiększona aktywność inwestycyjna klientów profesjonalnych może prowadzić do większej płynności, zwiększonych wolumenów obrotu na rynkach finansowych, a ostatecznie przyciągnąć większe inwestycje.

8. Poprawa egzekwowania przepisów przez organy nadzoru

Poparliśmy propozycję wprowadzenia środków mających na celu poprawę egzekwowania przepisów przez organy nadzoru, w szczególności w kontekście rozwoju kanałów cyfrowych oraz w odniesieniu do transgranicznego świadczenia usług, takich jak „tajemniczy klient” czy możliwość blokowania stron internetowych, które stanowią zagrożenie dla ochrony inwestorów.

9.Promocja edukacji finansowej

Z zadowoleniem przyjęliśmy zamiar KE dotyczący poprawy poziomu wiedzy finansowej klientów detalicznych i potencjalnych klientów detalicznych. Inwestorzy indywidualni powinni być w pełni świadomi korzyści z korzystania w sposób odpowiedzialny z regularnych planów inwestycyjnych.

Naszym zdaniem powinien to być jeden z priorytetów działań KE.

Przegląd Rynku Kapitałowego

Michał Karol Ejdys – CFA, FRM, DI

Polski rynek kapitałowy nadal w cieniu kryzysu

Sektor akcji kończy pierwszą połowę 2023 roku odnotowując wzrosty na głównych indeksach tj. WIG i WIG20. Wolumen transakcyjny na GPW od pięciu kwartałów utrzymuje się na przytłumionym poziomie 65 mld PLN, pozostającym w cieniu o połowę wyższej aktywności notowanej przed wybuchem wojny za wschodnią granicą. Jednocześnie, szósty kwartał z kolei spada sprzedaż funduszy inwestycyjnych ogółem.

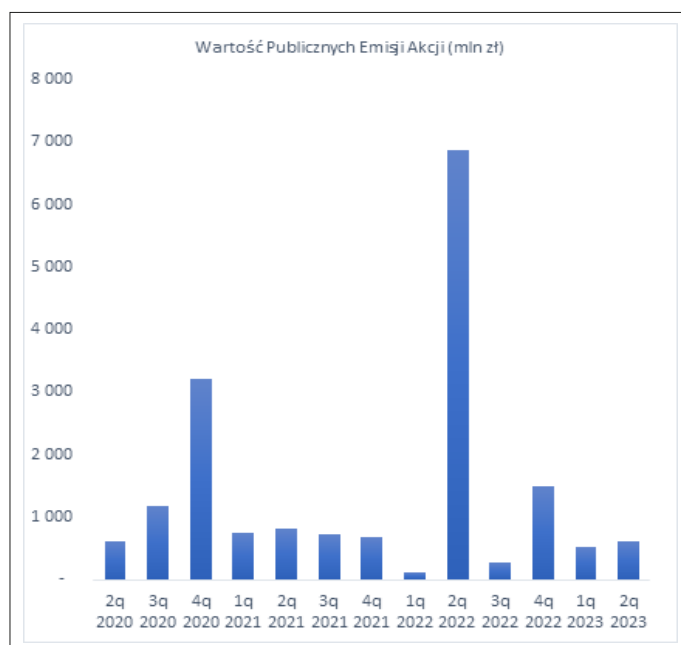
Zainteresowanie nowymi emisjami akcji kształtuje się nieznacznie lepiej – w II kw. br. wartość nowych emisji akcji była wyższa niż w poprzednim kwartale, osiągając wartość 620 m PLN, o 91 m PLN więcej niż w kwartale poprzednim.

Wartość nowych emisji poniżej średniej

Wartość nowych emisji na GPW w Warszawie w II kw. br. wzrosła o 17% względem I kw. br. (620 vs 529 mln zł), jednocześnie spadając o 91% względem analogicznego kwartału rok temu, w którym wyemitowano akcje o wartości niemal 7 miliardów złotych. Jest to piąty najniższy wynik kwartalny w ciągu ostatnich trzech lat. Największymi emisjami były SPO CCC S.A. (293 mln zł) i LESS S.A. (117 mln zł w dwóch emisjach). W II kw. ubiegłego roku byliśmy świadkami dużo większych emisji PGE S.A. i Allegro.eu S.A., które zebrały z rynku odpowiednio 3,2 mld zł i 1,9 mld zł. Średnia wartość emisji wyniosła 26 mln zł¹

¹ Źródło:

https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne_emisje/2023_SPO_GR.pdf; <https://www.gpw.pl/debiuty>;
Opracowanie własne.

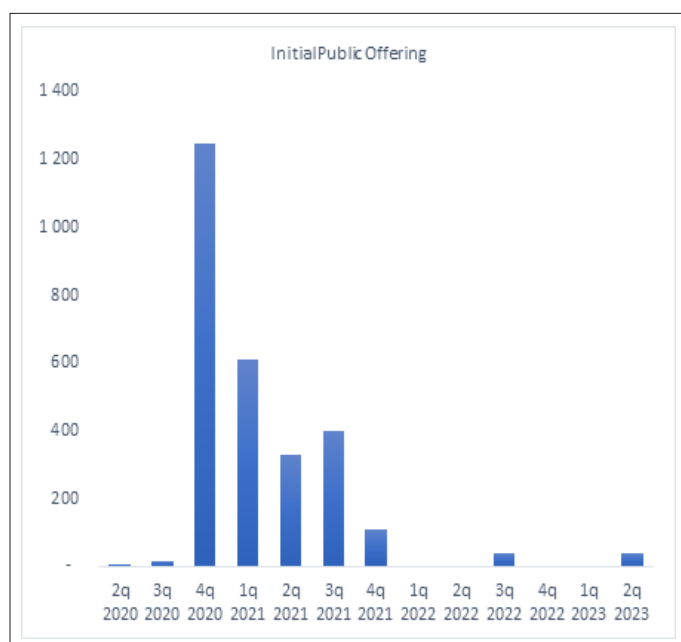


Wartość nowych emisji poniżej średniej

Wartość nowych emisji na GPW w Warszawie w II kw. br. wzrosła o 17% względem I kw. br. (620 vs 529 mln zł), jednocześnie spadając o 91% względem analogicznego kwartału rok temu, w którym wyemitowano akcje o wartości niemal 7 miliardów złotych. Jest to piąty najniższy wynik kwartalny w ciągu ostatnich trzech lat. Największymi emisjami były SPO CCC S.A. (293 mln zł) i LESS S.A. (117 mln zł w dwóch emisjach). W II kw. ubiegłego roku byliśmy świadkami dużo większych emisji PGE S.A. i Allegro.eu S.A., które zebrały z rynku odpowiednio 3,2 mld zł i 1,9 mld zł. Średnia wartość emisji wyniosła 26 mln zł²

² Źródło:

<https://www.gpw.pl/debiuty>

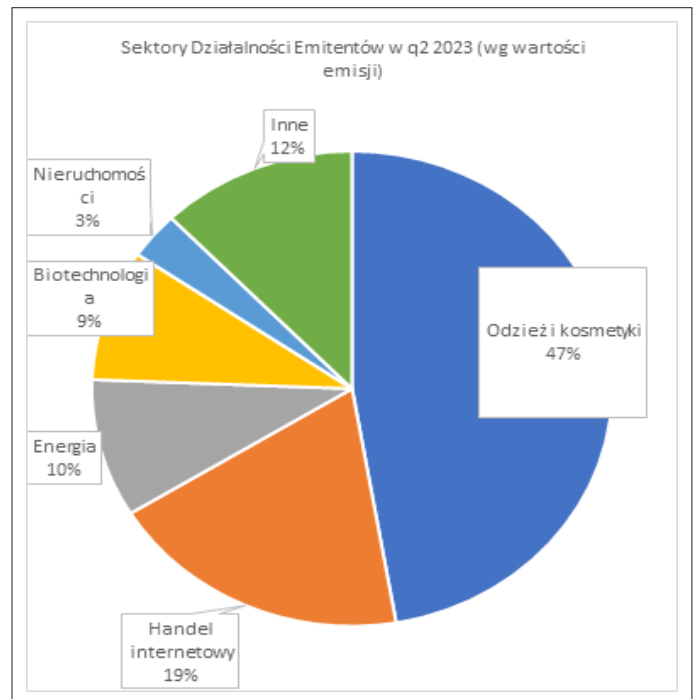


Sektor odzieżowy odpowiada za większość emisji

W okresie od kwietnia do czerwca 2023 r. inwestorzy ulokowali najwięcej kapitału w sektorze odzieży i kosmetyków (CCC, Wittchen, LPP). Sektor handlu internetowego, a właściwie oferty LESS S.A. odpowiadał za 19% zebranego kapitału. Na trzecim i czwartym miejscu uplasowały się sektory energetyczny (ML System) i biotechnologiczny (gł. Bioceltix, Genomtec), zbierając odpowiednio 10% i 9% wartości nowych inwestycji w II kw. 2023 r.³

³ Źródło:

https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne_emisje/2023_SPO_GR.pdf; Opracowanie własne.



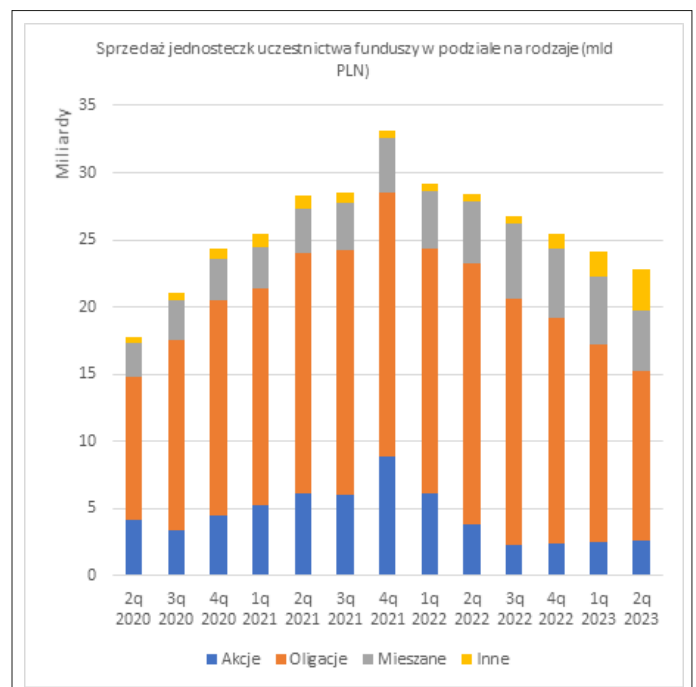
Sprzedaż jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych hamuje

Sprzedaż funduszy inwestycyjnych kontynuowała spadki o 5,5%, kwartał do kwartału (22,7 vs 24,1 mld zł), i o 19,9% rdr. W przypadku funduszy stricte akcyjnych, sprzedaż wzrosła względem poprzedniego kwartału o 3,8% do 2,6 mld zł.

Analizując polski rynek funduszy jako całość, urósł on w II kw. br o 11 mld zł., mimo słabnącej sprzedaży, osiągając wycenę 292 mld zł. To jest najwyższa wartość licząc od końca 2021 roku, który to zamknął się z wyceną 302 mld zł.⁴

⁴ Źródło:

<https://www.izfa.pl/raporty#sprzedaz-dane>; Opracowanie własne.



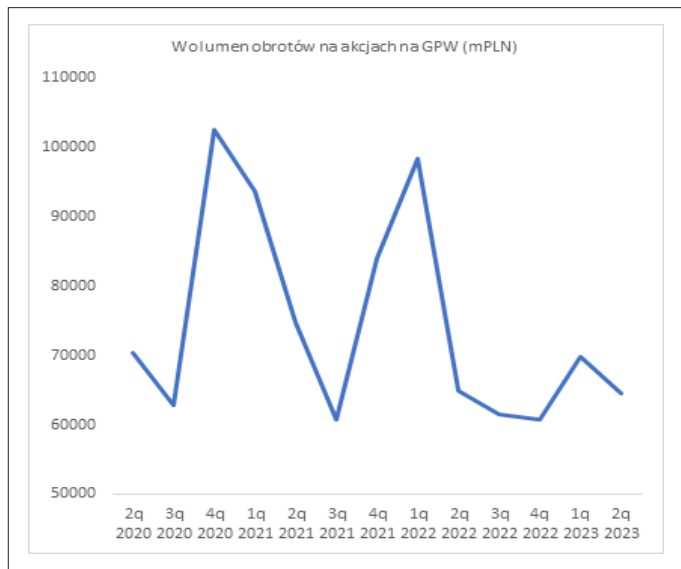
Obrót na GPW pozostaje niewielki

Handel akcjami na polskiej giełdzie zamknął II kw. br. z wolumenem akcji na poziomie 64,5 mld zł, 7,5% mniejszym niż w poprzednim kwartale, i na niezmiennym poziomie rdr.

Aktywność inwestorów pozostaje stłumiona – kwartalny obrót wyższy niż 70 mld zł nie był widziany na polskiej giełdzie już od ponad roku (I kw. 2022).⁵

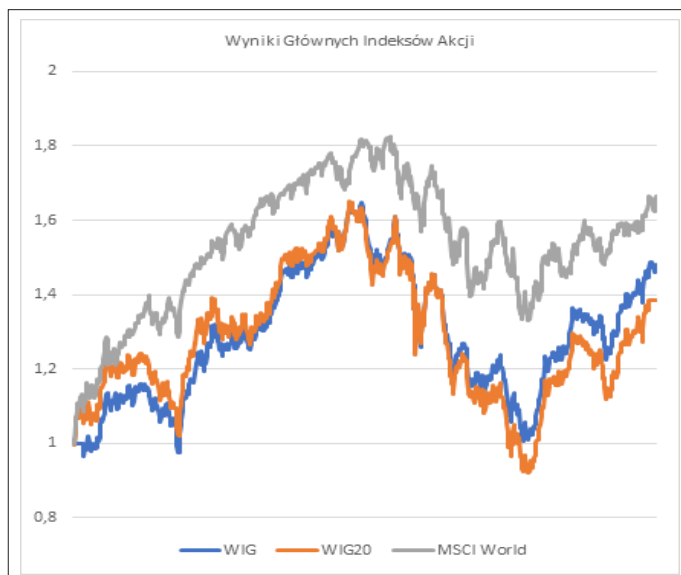
⁵ Źródło:

<https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#3>; Opracowanie własne.



Indeksy WIG i WIG20 z dobrymi wynikami, ale wciąż za mało by odrobić straty

W II kw. 2023 r. indeks WIG, reprezentujący szeroki rynek, zakończył notowania w czerwcu na wartości 67,283.22 punktów, co w kwartalnym ujęciu oznacza wzrost o 14,8%. W tym samym okresie odnotował 17,2% wzrostu, osiągając poziom 2,060.38 punktów. Na tle globalnego benchmarku MSCI World, zyskującego w tym okresie jedynie 6,26%, wyniki polskich indeksów wydają się dobre – nie na tyle jednak, by odrobić stratę widoczną w ujęciu trzyletnim.



Michał Karol Ejdyś

CFA, FRM, DI

Portfolio Manager, aktualnie prowadzący prywatną praktykę doradczą – MKEI. Zdobywał doświadczenie w szeregu instytucji finansowych w różnych krajach, od największych banków i funduszy hedgingowych w Londynie, przez gibraltarski fintech, na polskim family office skończywszy. Absolwent Uniwersytetu Bocconi w Mediolanie oraz Politechniki Warszawskiej; posiada kwalifikacje Chartered Financial Analyst, Financial Risk Manager oraz licencję Doradcy Inwestycyjnego.

Specjalizuje się w zagadnieniach związanych z zarządzaniem portfelami funduszy inwestycyjnych (Fund of Funds, Fund of Hedge Funds), zarządzaniem ryzykiem oraz analizą strategii systematycznych. Doradza prywatnym klientom i firmom w strukturyzowaniu majątku, strategicznej alokacji aktywów, opcjach strategicznych i due diligence inwestycyjnym.



Przygotował: Michał Karol Ejdyś – CFA, FRM, DI
Dane i analiza: Piotr Serafiński

Piotr Serafiński

Absolwent Zarządzania i student piątego roku Prawa na Uniwersytecie Łódzkim. Aktualnie pracuje jako analityk inwestycyjny w polskim family office i jest zaangażowany w rozwój startupu z branży foodtech.

KONFERENCJA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

Bieżące wyzwania prawne branży rynku kapitałowego

- Termin: 17 października 2023 roku (wtorek)
- Miejsce: stacjonarnie, Warszawa
- Gospodarz: Izba Domów Maklerskich

O konferencji

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego (d. Konferencja Compliance, organizowana od 2014 r.) to coroczne jednodniowe forum dyskusji w gronie czołowych ekspertów, przedstawicieli regulatora, nadzorcy, kancelarii prawnych i uczestników rynku kapitałowego. Bierze w niej udział przeciętnie około 100 uczestników.

Celem konferencji jest wymiana wiedzy i opinii na temat bieżących wyzwań regulacyjnych stawianych przed rynkiem kapitałowym, w tym najistotniejszych, z punktu widzenia pracowników firm inwestycyjnych, spraw dotyczących sprawnego, profesjonalnego i efektywnego zarządzania ryzykiem compliance, a także określenie priorytetów regulacyjnych w celu rozwoju rynku kapitałowego dla budowania konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarki.

- zachęty i usługa dystrybucji,
- wykorzystanie sztucznej inteligencji na rynku kapitałowym,
- zmiany w prawie rynku kapitałowego,
- doświadczenia z kontroli w firmach inwestycyjnych,
- wspólny certyfikat IDM i CFA.

W ramach najbliższej konferencji planujemy szereg paneli dyskusyjnych, prezentacji i wystąpień przedstawicieli UKNF, Ministerstwa Finansów, CFA, kancelarii prawnych i firm inwestycyjnych.

Ramowy program konferencji:

Panel dyskusyjny 1: *ZMIANY REGULACYJNE WYNIKAJĄCE Z RETAIL INVESTMENT STRATEGY*

Panel dyskusyjny 2: *CZY INWERYSTOR JEST KONSUMENTEM?*

Panel dyskusyjny 3: *NOWA USŁUGA NA RYNKU KAPITAŁOWYM – USŁUGA DYSTRYBUCJI*

Panel dyskusyjny 4: *WYKORZYSTANIE SZTUCZNEJ INTELIGENCJI NA RYNKU KAPITAŁOWYM*

oraz wystąpienia dotyczące:

- potrzeby certyfikacji na rynku kapitałowym
- doświadczeń z kontroli KNF w firmach inwestycyjnych
- zmian w prawie rynku kapitałowego
- głosu lokalnego rynku w procesie legislacyjnym UE

Swój udział w Konferencji potwierdzili m.in.

Dr hab. Jacek Jastrzębski – Przewodniczący UKNF

Rafał Mikusiński – Wiceprzewodniczący UKNF

Agata Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych UKNF

Prof. dr hab Krzysztof Jajuga – prezes CFA Society Poland

Katarzyna Szwarc – pełnomocnik Ministra Finansów ds. SRRK

Prof. Marek Wierzbowski – Uniwersytet Warszawski

Monika Gorgoń – Członek Zarządu GPW w Warszawie

Prof. Marcin Dyl – Uniwersytet Warszawski

Gospodarz i Organizator: Izba Domów Maklerskich

Koordynator projektu: Piotr Sobków piotr.sobkow@idm.com.pl

IZBA DOMÓW MAKLESKICH

- 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:

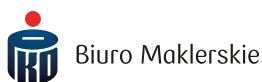
- Wyślij informację z zapytaniem o członkostwo na adres: biuro@idm.com.pl
- Przedstawiciel Izby skontaktuje się z Państwem i prześle odpowiednie dokumenty.
- Wypełnij deklarację przystąpienia do Izby Domów Maklerskich.
- Prześlij deklarację do Izby Domów Maklerskich: biuro@idm.com.pl

KONTAKT

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

Redaktor wydania: Katarzyna Kacprzak

CZŁONKOWIE IZBY DOMÓW MAKLESKICH



committed professionals



