

# Biuletyn **IDM**

BUDUJEMY ZAUFANIE DO RYNKU

 **Izba  
Domów  
Maklerskich**

NR 1/2024 Marzec 2024 r.

## Wywiad z Waldemarem Markiewiczem

Prezesem Izby Domów Maklerskich

Rozmawiała mec. Katarzyna Kacprzak

## Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej – fotorelacja

## Programy poleceń i programy afiliacyjne jako skuteczna forma pozyskiwania klientów

mec. Katarzyna Majer-Gębska



## SPIS TREŚCI

str. 4

**Wywiad z Waldemarem Markiewiczem** – Prezesem Izby Domów Maklerskich

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

str. 7

**Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej – fotorelacja**

str. 20

**Programy poleceń i programy afiliacyjne jako skuteczna forma pozyskiwania klientów**

mec. **Katarzyna Majer-Gębska** – Managing Counsel, Kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

str. 24

**Polskie ETF-y po „Warzywniaku”**

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

str. 26

**Usługi, których nikt nie chce (świadczą)**

**Wojciech Maryański** – Prezes Zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A.

str. 28

**KRYPTO-INSTRUMENTY FINANSOWE – SCIENCE FICTION CZY AKTUALNE WYZWANIE REGULACYJNE?**

mec. **Michał Karwański** – radca prawny, Karwański Szpringer i Wspólnicy spółka jawna

str. 32

**Implementacja DORA w domach maklerskich: rewolucja czy ewolucja?**

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

str. 34

**Przegląd Rynku Kapitałowego**

**Michał Karol Ejdys** – CFA, FRM, DI

str. 37

**O IZBIE**

Drodzy Czytelnicy!

Polecamy do lektury kolejny numer Biuletynu Izby Domów Maklerskich, czasopismo tworzone z myślą o wszystkich, którym bliski jest rynek kapitałowy. Znajdziecie w nim wiele tematów dotyczących branży maklerskiej, inwestorów i emitentów.

Gościem bieżącego wydania jest Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu Izby Domów Maklerskich. Na początku marca odbyło się najważniejsze na rynku kapitałowym wydarzenie – XXIV Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej, której organizatorem jest Izba. Pierwsze podsumowanie tego wydarzenia wraz z fotorelacją znajdziecie Państwo na kilku stronach Biuletynu.

Ponadto w numerze zamieściliśmy relację z innego istotnego spotkania organizowanego przez Izbę Domów Maklerskich: konferencji poświęconej implementacji rozporządzenia DORA.

Chcemy także zainteresować Państwa problematyką ETFów po wejściu w życie przepisów tzw. Warzywniaka, o czym w swoim artykule pisze dogłębniej mec. Ewa Mazurkiewicz.

Za istotne dla rynku uznaliśmy Stanowisko KNF dotyczące tzw. programów poleceń oraz programów partnerskich, co znakomicie opisuje mec. Katarzyna Majer-Gębska.

Proponujemy również opracowanie mec. Michała Karwasińskiego na temat kryptoaktywów, które będą stanowiły instrumenty finansowe – wstępna analiza na bazie materiału konsultacyjnego ESMA.

W numerze przedstawiamy spojrzenie Wojciecha Maryńskiego, Prezesa Zarządu PGE Dom Maklerski S.A. z perspektywy osoby zarządzającej domem maklerskim, na usługi, których nikt nie chce świadczyć.

Nie mogą Państwo przegapić bieżącego Przeglądu Rynku Kapitałowego. Zapraszamy do lektury!

Redakcja

Redaktor wydania: Katarzyna Kacprzak

## Wywiad z Waldemarem Markiewiczem – Prezesem Izby Domów Maklerskich

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

### Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej już za nami. Jakie miał Pan wobec niej oczekiwania? Czy udało się je zrealizować?

Wartość Konferencji KRK w Bukowinie to dyskusje i debaty o rynku kapitałowym przed konferencją, w trakcie oraz po jej zakończeniu. W sumie rynek kapitałowy nie schodził z pierwszych stron gazet i portali przez około 3 miesiące! Nie ma więc lepszej promocji dla rynku niż nasza konferencja. A rynek kapitałowy potrzebuje promocji, bo poziom wiedzy o rynku i jego roli w gospodarce jest wciąż niewystarczający – co widać na każdym kroku. Ale to nie wszystko, inicjatywy, tematy, wyzwania, o których rozmawiamy przygotowując panele, są na wokandzie przez kilka tygodni. Wartość merytoryczna, która z tego wynika jest bardzo ważna, bo w Bukowinie o rynku rozmawiają ci, którzy wiedzą o czym mówią, bo od lat pracują z inwestorami i emitentami. Każda konferencja ma też aspekt networkingowy. W Bukowinie on jest szczególnie. W biznesie ważne jest zaufanie i to zaufanie buduje się podczas takich spotkań.

### Czy w Bukowinie pojawiły się jakieś nowe pomysły?

Nowe otwarcie, a z takim niewątpliwie mamy do czynienia na rynku, to też nowe pomysły i większa odwaga w podejmowaniu decyzji. Liczę, że pewne pomysły, które pojawiły się na konferencji, będą realizowane. Zabrakło w Bukowinie, co prawda, przedstawicieli nowej władzy na miejscu, ale uczestniczyli online. Mam jednak nadzieję, że uczestnicy różnych gremiów i organizacji branżowych obecni u nas, będą lobbować za wypracowanymi wspólnie w debatach rozwiązaniami. Jak co roku dopisało grono przedstawicieli Komisji Nadzoru Finansowego. To wielki zaszczyt i zaufanie dla organizatorów, że od kilku lat przedstawiciele Komisji w takim składzie goszczą w Bukowinie. Wielkie podziękowania dla władz urzędu Komisji za wspieranie rynku kapitałowego i obecność na konferencji Izby.

### O czym rozmawiała branża w Bukowinie?

Oczywiście rozmawialiśmy o sytuacji makroekonomicznej i jej wpływie na rynek. Gośćmi debaty *Makroekonomiczne prognozy dla Polski i świata i ich wpływ na rynki kapitałowe* byli Colin Ellis, Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service, prof. dr hab. Łukasz Hardt, Uniwersytet Warszawski, Magdalena Polan, Head of EM Macro Research, PGIM Fixed Income oraz dr Ernest Pytlarczyk, Główny Ekonomista, Bank Pekao S.A. Moderatorem panelu był dr Łukasz Rachel, adiunkt ekonomii z University College London (UCL).

Rozmawialiśmy także o autonomii strategicznej UE, o roli państwa na rynku kapitałowym czy roli rynku kapitałowego wobec wyzwań transformacji klimatycznej. Wśród ciekawych zagadnień konferencyjnych były panele o Generative AI, aktywach cyfrowych i wyzwaniach technologicznych branży a także potrzebach klienta. Wielki finał konferencji to debata o rynku kapitałowym, o tym, co należy zrobić, aby przyciągnąć inwestorów na polski rynek, tak, aby pełnił on ważną funkcję w gospodarce.

### A teraz nie pełni? Przecież nie tak dawno podsumowano realizację SRRK, która powstała z inicjatywy Izby Domów Maklerskich.

Rządowa strategia nie spełniła naszych oczekiwań. Panuje powszechne przekonanie, że realizowano zbyt wiele celów, a ich mnożenie zamazało nadrzędną narrację o znaczeniu rynku kapitałowego dla polskich firm i polskiego społeczeństwa. Doprowadziło to do utraty koncentracji na priorytetach o dużym wpływie na wzrost rynku. Ale pewne rzeczy udało się zrobić, choć to prawda – wdrożone zmiany były zbyt małe, by faktycznie pojawił się mocny impuls do rozwoju rynku kapitałowego i zwiększenia jego znaczenia w finansowanie gospodarki. Potwierdzają to zresztą statystyki. Kapitalizacja spółek giełdowych w relacji do PKB w ciągu ostatnich 10 lat spadła z 30% na 20%! Co jeszcze bardziej pogłębia różnicę między nami, a rozwiniętymi rynkami europejskimi. Musimy patrzeć przez pryzmat wyzwań stojących przed polską gospodarką. Priorytetem gospodarczym powinno być zwiększenie innowacyjności i konkurencyjności gospodarki. Bo to są warunki jakościowego wzrostu gospodarczego i tworzenia wysokiej jakości, dobrze płatnych miejsc pracy.

Zasadniczą bowiem słabością polskiej gospodarki jest bardzo niska innowacyjność na tle innych krajów EU. Pod tym względem jesteśmy na czwartym miejscu od końca w Unii Europejskiej. Kolejna kwestia to transformacja energetyczna. Zarówno środki publiczne i system bankowy nie wystarczą, aby ta transformacja faktycznie się powiodła. Kolejny aspekt to dostęp do kapitału, w szczególności dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych firm sektora MŚP. Dla banków często takie przedsiębiorstwa są obciążone zbyt dużym ryzykiem, a zagraniczny kapitał jest zbyt trudny do zdobycia i zbyt drogi. Siłą rzeczy jest to więc miejsce dla rynku kapitałowego. Unia Rynków Kapitałowych wcale nie zakazuje zresztą tego, aby poszczególne państwa wprowadzały nowe impulsy, które pobudziłyby lokalne rynki kapitałowe. URK nie jest ani wytłumaczeniem, ani argumentem za tym by nie podejmować działań.

Musimy więc postawić na rynek kapitałowy. Polska gospodarka potrzebuje nowego silnika wzrostu biorąc pod uwagę to, jakie wyzwania przed nią stoją.

Rynek kapitałowy ma fundamentalne znaczenie dla alokacji kapitału w gospodarce. W krajach, które mają bardzo duży udział instrumentów rynku kapitałowego w finansowaniu potrzeb rozwojowych przedsiębiorstw, innowacyjność i konkurencyjność gospodarek jest większa.

### **Czego zatem dziś potrzebujemy, żeby wzmocnić rynek kapitałowy?**

Potrzeba fundamentalnych zmian i pomysł na te zmiany jest od lat a cały rynek o tym mówi, jednak, to czego brakuje to odwaga polityczna, determinacja i świadomość. Na europejskich rynkach z dużo bogatszą historią i na wyższym stopniu rozwoju panuje przekonanie, że jest za mała świadomość polityków odnośnie do roli rynku kapitałowego w unowocześnianiu gospodarki i nie ma wystarczającej determinacji, aby go rozwijać. Z tym samym mamy do czynienia w Polsce. W efekcie mamy mało rozwinięty rynek kapitałowy, nieadekwatny do potrzeb gospodarki. Elity polityczne też nie miały świadomości co do jego roli i determinacji, aby go rozwijać. Dlatego też Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego nie zmieniła oblicza rynku. Polski rynek kapitałowy musi wreszcie zyskać odpowiednią rangę w decyzjach rządu, aby efektywnie wspierać rozwój gospodarki. W rządzie powinna być osoba, która zajmie się wyłącznie rozwojem rynku i będzie realizowała uzgodnione z jego uczestnikami mierzalne cele, z których będzie rozliczana.

### **Dziś na czele Ministerstwa Finansów stoi człowiek z rynku Andrzej Domański.**

Tak, dlatego wierzymy, że teraz, kiedy ludzie z rynku kapitałowego będą zajmować ważne stanowiska, nastąpi przełom i przeprowadzimy zmiany, które są niezbędne.

### **To jakie są priorytety?**

Po pierwsze: trzeba zwiększyć ochronę inwestorów – to podstawa zaufania obywateli do rynku. Lepsza ochrona przekłada się m.in. na wyższą atrakcyjność rynku w oczach potencjalnych inwestorów, wyższe stopy zwrotu i przyciąga płynność.

Bolączką naszego rynku jest słabe egzekwowanie prawa. Dlatego już od lat, niestety bezskutecznie, apelujemy o pilne powołanie Sądu Rynku Kapitałowego. Nadal ta sprawa jest nierozwiązana.

Elementem, który do tego by się także przyczynił jest poprawa ładu korporacyjnego. Rady nadzorcze po-

winny być nominowane przez inwestorów, a niezależni członkowie powinni być faktycznie niezależni od dominującego akcjonariusza, włączając Skarb Państwa. Większościowi akcjonariusze nie mogą nadużywać swojej pozycji względem mniejszościowych i nie dotyczy to tylko spółek, w których większościowym udziałowcem jest Skarb Państwa. To wszystko przekłada się na zaufania, zdolność do pozyskania przez spółki kapitału oraz stopy zwrotu. A przecież stopy zwrotu to główny element zachęcający do inwestowania.

### **Co następne?**

Ponadto, potrzebna jest polityka gospodarcza, która zachęca do inwestycji i premiuje ryzyko, odważna polityka budowy kapitału w kraju. Wymaga to bodźców podatkowych w celu konwersji części oszczędności gospodarstw domowych na kapitał dostępny dla polskich firm. A podstawowym rezerwuarem kapitału krajowego są oszczędności gospodarstw domowych, z których blisko 60% jest dziś na rachunkach w bankach. To nieporównywalnie więcej niż w krajach wyżej rozwiniętych. Struktura oszczędności gospodarstw domowych jest niekorzystana zarówno dla polskich firm poszukujących kapitału jak i dla samych oszczędzających, bo w małym stopniu biorą udział we wzroście wartości polskich firm. Pojawiające się obecnie propozycje zmian tzw. podatki Belki, gdzie ma być zachowane takie samo opodatkowanie bezpiecznych przychodów z odsetek jak bardziej ryzykownych inwestycji kapitałowych, nie dotyczą istoty sprawy.

Kolejny ważny element to infrastruktura rynkowa funkcjonująca w symbiozie z rynkiem – infrastruktura wspierająca klientów, na rzecz których działa, czyli brokerów, bo to oni obsługują firmy pozyskujące kapitał na rynku pierwotnym oraz inwestorów sporządzając analizy fundamentalne oraz zapewniając im możliwość zakupu lub sprzedaży akcji na giełdzie. Podstawowym zadaniem giełdy jest dostarczanie sprawnej i taniej platformy transakcyjnej dla budowy płynności, która jest jednym z kluczowych elementów atrakcyjności rynku. W związku z tym trzeba się zastanowić nad rolą GPW. Czy to ma być firma maksymalizująca zysk czy jednak firma infrastrukturalna, mająca zapewnić tani i sprawny dostęp do rynku po to, by koncentrować obrót klientów biur maklerskich i efektywniej wyceniać akcje. Ustalenie zasad funkcjonowania z poszanowaniem interesu ekonomicznego, zarówno Giełdy jak i domów maklerskich, jest konieczne dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

### **Czy firmy inwestycyjne są kluczowe dla rynku?**

Biura i domy maklerskie odgrywają fundamentalną rolę na rynku kapitałowym. To one wyszukują spółki, doradzają, wprowadzają je na giełdę, obsługują inwestorów. Podstawą zwiększania produktywności kapitału jest

pozyskiwanie środków na rozwój dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych spółek na rynku pierwotnym, a także wartość informacyjna cen akcji na rynku wtórnym. Krajowe domy maklerskie są kluczowe dla finansowania mniejszych i średnich przedsiębiorstw. Zagraniczne domy maklerskie nie są zainteresowane pośrednictwem w pozyskiwaniu kapitału dla mniejszych spółek – jest to zadanie, którym muszą się zająć krajowi pośrednicy.

Dlatego utrzymanie i rozwój kompetencji krajowych domów i biur maklerskich leży w interesie polskiego rynku kapitałowego i całej polskiej gospodarki.

### No właśnie a co z inwestorami?

Kolejna fundamentalna kwestia to OFE. Musimy zlikwidować niepewność co do przyszłości OFE. Ta niepewność bardzo negatywnie wpływa na zaufanie do rynku kapitałowego i stopy zwrotu. Od lat w wyniku tzw. suwaka z OFE do ZUS, OFE sprzedają netto akcje, co jest jednym z powodów niskich stóp zwrotu i obniżenia atrakcyjności naszej giełdy dla inwestorów. A są to kwoty liczone w miliardach złotych rocznie. Najprościej byłoby „oddać” Polakom ich pieniądze. Jest wiele koncepcji jak to zrobić, ale konieczna jest tu wola polityczna.

Ponadto konieczne jest zwiększenie siły inwestorów instytucjonalnych dla wspierania efektywności

spółek giełdowych. Efektywność notowanych spółek, ma decydujące znaczenie dla osiąganych przez inwestorów stóp zwrotu. Inwestorzy instytucjonalni, poprzez udział w radach nadzorczych, wywierają presję efektywnościową na notowane spółki. Dlatego tak ważny jest rozwój zarówno programów długoterminnego oszczędzania jak np. PPK, jak i funduszy wspólnego inwestowania czyli TFI, które na rynkach bardziej rozwiniętych są głównym kanałem transferu oszczędności społeczeństwa w kapitał dostępny dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych firm. Siła inwestorów instytucjonalnych zależy od wielkości kapitałów pod zarządzaniem oraz ich dywersyfikacji.

Rozwój rynku kapitałowego w Polsce to konieczność, nie wybór. To wyzwanie, któremu musimy sprostać. Bez sprawnego i płynnego rynku kapitałowego, polskie przedsiębiorstwa, szczególnie średnie i małe, a one są głównym miejscem tworzenia miejsc pracy – nie będą w stanie pozyskać finansowania na konkurencyjnych warunkach. Rynki zagraniczne będą dla nich za drogie.

Bezpośrednią konsekwencją naszej zgody na marginalizację rynku kapitałowego w Polsce byłoby utrzymanie kredytu bankowego jako podstawowego źródła finansowania dla małych i średnich firm, ograniczenie dostępu do kapitału wyższego ryzyka, koniecznego dla innowacyjnych projektów polskich firm.





Konferencja  
Rynku  
Kapitałowego

## XXIV KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO W BUKOWINIE TATRZAŃSKIEJ

### AMBICJE POLSKI A POTENCJAŁ ICH REALIZACJI – RYNEK KAPITAŁOWY W SŁUŻBIE GOSPODARCE

Hotel Bukovina, Bukowina Tatrzańska, 6-9 marca 2024 r.



#### UROCZYSTE OTWARCIE KONFERENCJI



Piotr Prażmo  
Przewodniczący Rady Domów Maklerskich,  
Przewodniczący Rady Programowej KRK 2024,  
Wiceprezes Zarządu, Erste Securities Polska S.A.

#### UROCZYSTE OTWARCIE KONFERENCJI:

Piotr Prażmo – Przewodniczący Rady Domów Maklerskich, Przewodniczący Rady Programowej KRK 2024, Wiceprezes Zarządu, Erste Securities Polska S.A.

#### WYSTĄPIENIE GOSPODARZA:

Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu, Izba Domów Maklerskich





WYSTĄPIENIE GOŚCIA:

Andrzej Domański – Minister Finansów

## WYSTĄPIENIE GOŚCIA



**dr hab. Jacek Jastrzębski prof. UW**  
Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego



WYSTĄPIENIE GOŚCIA:

dr hab. Jacek Jastrzębski, prof. UW – Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego





PREZENTACJA:

Q&A: *Global trends, local impact: macro and capital market outlook.*

Colin Ellis – Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service



### PANEL DYSKUSYJNY: *Makroekonomiczne prognozy dla Polski i świata i ich wpływ na*



dr Łukasz Rachel  
Adiunkt ekonomii,  
University College London



Colin Ellis  
Managing Director, Global Credit  
Strategist, Moody's Investors Service



prof. Łukasz Hardt  
Uniwersytet Warszawski



Magdalena Polan  
Head of EM Macro Research,  
PGIM Fixed Income

REALIZACJI  
GOSPODARSTWA



PANEL DYSKUSYJNY:

*Makroekonomiczne prognozy dla Polski i świata i ich wpływ na rynki kapitałowe.*

Zaproszeni do debaty:

Colin Ellis – Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service

prof. dr hab. Łukasz Hardt – Uniwersytet Warszawski

Magdalena Polan – Head of EM Macro Research, PGIM Fixed Income

dr Ernest Pytlarczyk – Główny Ekonomista, Bank Pekao S.A.

Moderator: dr Łukasz Rachel – adiunkt ekonomii, University College London (UCL)



Robert Stanilewicz  
Dziennikarz,  
Analizy Online S.A.



Jarosław Fuchs  
Wiceprezes Zarządu,  
Bank Pekao S.A.



Aleksander Korsak  
Dyrektor Biura Relacji Giełdowych,  
Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.



Mateusz Szczurek  
Associate Director, Regional Lead Economist  
at the Economics, Policy and Governance,  
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju

JAŁ ICH REALIZACJI  
UŻBIE GOSPODARCE



PANEL DYSKUSYJNY:  
*Budowa autonomii strategicznej EU – wyzwania i szanse dla Polski.*

Zaproszeni do debaty:

Jarosław Fuchs – Wiceprezes Zarządu, Bank Pekao S.A.

Aleksander Korsak – Dyrektor Biura Relacji Giełdowych, Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.

Mateusz Szczurek – Associate Director, Regional Lead Economist at the Economics, Policy and Governance, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju

Kamil Wyszowski – Representative, Executive Director, UN Global Compact Network Poland

Moderator: Robert Stanilewicz – Dziennikarz, Analizy Online S.A.

RAPORT:

*Polski rynek kapitałowy od nowa. Odbudowa znaczenia i pozycji w gospodarce.*

Maciej Bukowski – Prezes Zarządu, Wise Europa





**PANEL DYSKUSYJNY:**  
*Rola Państwa na rynku kapitałowym – regulator czy aktywny uczestnik?*

Zaproszeni do debaty:

Paweł Borys – Prezes Zarządu, Polski Fundusz Rozwoju S.A.

Beata Sax – Wiceprezes Zarządu, Investors TFI S.A.

Wojciech Sieńczyk – Dyrektor Obszaru Wealth Management, Santander Bank Polska S.A., Dyrektor, Santander BM

dr hab. Sebastian Skuza, prof. UW – Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

Maciej Trybuchowski – Prezes Zarządu, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz KDPW\_CCP S.A.

Artur Wiza – Wiceprezes Zarządu, Asseco Poland S.A.

Moderator: Tomasz Prusek – Prezes Zarządu, Fundacja Przyjazny Kraj



**PANEL DYSKUSYJNY:**  
*Rynek finansowy wobec wyzwań transformacji klimatycznej.*

Zaproszeni do debaty:

Robert Adamczyk – Sector Lead and Senior Environmental Specialist, EBRD

Joanna Ałasa – Sustainability Principal Ekspert, Centrum Ekspertkie ESG Innowacje, ING Bank Śląski S.A.

Piotr Kosiński – Dyrektor Zarządzający Pionem Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Paweł Nierada – I. Wiceprezes Zarządu, Bank Gospodarska Krajowego

Aleksander Korsak – Dyrektor Biura Relacji Giełdowych, Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.

Moderator: Krzysztof Kamiński – Prezes, POLSIF – Sustainable Investment Forum Poland



PANEL DYSKUSYJNY:  
Rola Private Equity i Private Debt w rozwoju rynku kapitałowego i finansowaniu gospodarki.

Zaproszeni do debaty:

Przemysław Głębocki – Managing Partner, Accession Capital Partners

Rafał Lis – Partner Zarządzający, CVI Dom Maklerski

Aleksander Mokrzycki – Wiceprezes Zarządu, PFR Ventures

Barbara Nowakowska – Dyrektorka Zarządzająca, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych

Piotr Woliński – Prezes Zarządu, Vinci S.A.

Moderator: Robert Stanilewicz – Dziennikarz, Analizy Online S.A.

PANEL DYSKUSYJNY:  
Wyzwania rozwoju technologicznego w dobie racjonalizacji inwestycji.

Zaproszeni do debaty:

Krzysztof Dąbrowski – Dyrektorka Zarządzająca Pionem Bezpieczeństwa, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

dr Michał Nowakowski – Partner AI & CyberSec w Zackiewicz & Partners, CEO w GovernedAI

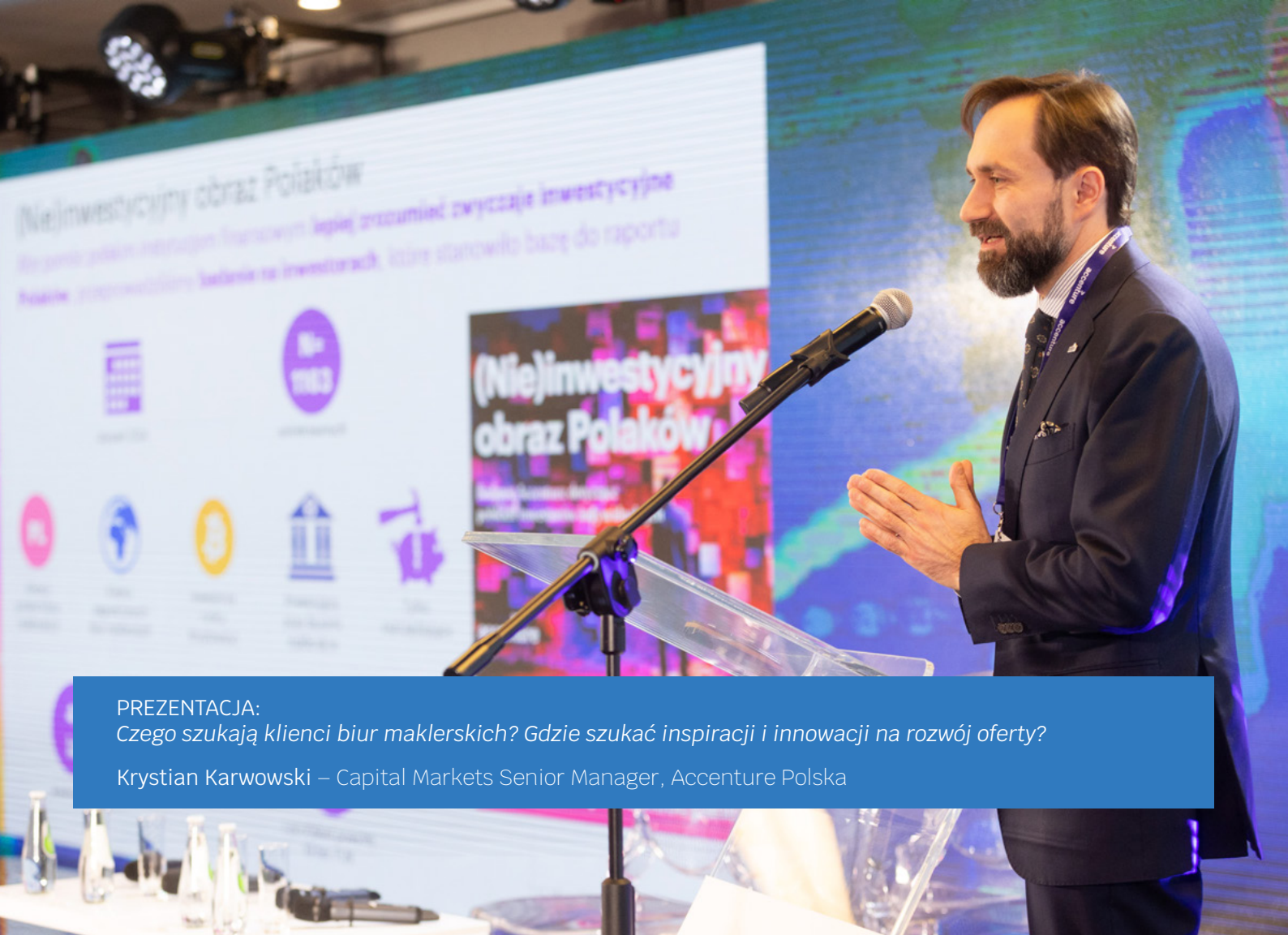
Sławomir Panasiuk – Wiceprezes Zarządu, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz KDPW\_CCP S.A.

Piotr Prażmo – Wiceprezes Zarządu, CFO, CRO, Erste Securities Polska S.A.

Artur Trunowicz – Dyrektorka Pionu Rynku Kapitałowego, Asseco Poland S.A.

Moderator: Marcin Zaniewicz – Ekspert, Konsultant Biznesowy, Asseco Poland S.A.





#### PREZENTACJA:

*Czego szukają klienci biur maklerskich? Gdzie szukać inspiracji i innowacji na rozwój oferty?*

Krystian Karwowski – Capital Markets Senior Manager, Accenture Polska

#### PANEL DYSKUSYJNY:

*Klient i jego oczekiwania w dobie wyzwań technologicznych.*

Zaproszeni do debaty:

Tomasz Bilczyński – Brokerage Business Lead, Accenture Polska

Agata Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

dr Katarzyna Niewińska – Uniwersytet Warszawski

Wojciech Sieńczyk – Dyrektor Obszaru Wealth Management, Santander Bank Polska S.A., Dyrektor, Santander BM

Maksymilian Skolik – Dyrektor Biura Maklerskiego mBanku

Marcin Wlazło – Dyrektor Biura Maklerskiego Pekao

Moderator: Tomasz Prusek – Prezes Zarządu, Fundacja Przyjazny Kraj





Fireside chat:  
*Generative AI – praktyczne spojrzenie na wdrożenie w instytucji finansowej na przykładzie BNP Paribas.*

Zaproszeni do debaty:  
 Bartosz Pacuszka – Data & AI Practice Lead, Accenture Polska  
 Jarosław Łach – Tribe Leader (Data Tribe), BNP Paribas Bank Polska S.A.

PANEL DYSKUSYJNY:  
*CMU – jak zbudować głęboki i płynny rynek pan-europejski wraz z efektywnymi rynkami lokalnymi?*

Zaproszeni do debaty:  
 Colin Ellis – Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service  
 prof. dr hab. Krzysztof Jajuga – Prezes Zarządu, CFA Society Poland  
 Mateusz Szczurek – Associate Director, Regional Lead Economist at the Economics, Policy and Governance, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju  
 Grzegorz Zawada – CFA, Dyrektor Biura Maklerskiego PKO Banku Polskiego S.A.  
 Moderator: Urban Funered – Prezes Swedish Securities Markets Association, były Sekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów Szwecji





## WYSTĄPIENIE GOŚCIA:

Jurand Drop – Podsekretarz Stanu, Ministerstwo Finansów



## PANEL DYSKUSYJNY:

Najnowsze zmiany w regulacjach rynku finansowego w Polsce i w Europie i ich wpływ na krajowy rynek i gospodarkę.

## Zaproszeni do debaty:

Jarosław Niezgodą – Zastępca Dyrektora Departament Rozwoju Rynku Finansowego, Ministerstwo Finansów

Paweł Nierada – I. Wiceprezes Zarządu, Bank Gospodarstwa Krajowego

Czesław Sadkowski – Partner Zarządzający, Kancelaria Sadkowski i Wspólnicy sp. k.

dr hab. Sebastian Skuza, prof. UW – Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego

Piotr Sobków – Członek Zarządu, Izba Domów Maklerskich

Magdalena Szwarz-Bakuła – Dyrektor Obszaru Prawnego, Santander Bank Polska S.A.

Moderator: dr Tadeusz Białek – Prezes Zarządu, Związek Banków Polskich



**WYSTĄPIENIE:**

dr Marek Dietl – Prezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

**PANEL DYSKUSYJNY:**

*WATS GPW – transformacja technologiczna na rynku kapitałowym.*

Prezentacja: Agnieszka Filip – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Fireside chat:

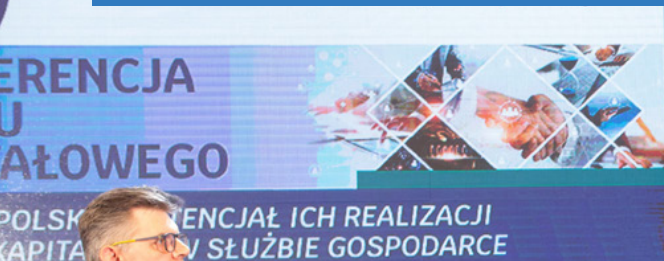
Radosław Olszewski – Prezes Zarządu, Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A.

Bartosz Świdziński – p.o. Prezesa Zarządu, Erste Securities Polska S.A.

Moderator: Grzegorz Kołodziejczyk – Dyrektor Działu Rozwoju Rynku, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Sesja Q&A z udziałem Członków Zarządu GPW: Adama Młodkowskiego i Izabeli Olszewskiej

Koordynator Q&A: Agnieszka Filip – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.



**Agnieszka Filip**  
Giełda Papierów Wartościowych  
w Warszawie S.A.



**Grzegorz Kołodziejczyk**  
Dyrektor Działu Rozwoju Rynku,  
Giełda Papierów Wartościowych  
w Warszawie S.A.



**Adam Młodkowski**  
Członek Zarządu,  
Giełda Papierów Wartościowych  
w Warszawie S.A.



**Izabela Olszewska**  
Członek Zarządu,  
Giełda Papierów Wartościowych  
w Warszawie S.A.







#### PANEL DYSKUSYJNY:

*Aktywa cyfrowe: Nowe horyzonty i wyzwania dla inwestorów detalicznych.*

#### Zaproszeni do debaty:

Filip Kaczmarzyk – Członek Zarządu, XTB S.A.

Adam Wdowczyk – Tech Innovation, Strategy Senior Manager, Accenture Polska

Marcin Wlazło – Dyrektor Biura Maklerskiego Pekao

Artur Trunowicz – Dyrektor Pionu Rynku Kapitałowego, Asseco Poland S.A.

Bartłomiej Nocoń – Szef Digital Banking and Payment system, Związek Banków Polskich

Moderator: prof. dr hab. Krzysztof Jajuga – Prezes Zarządu, CFA Society Poland

#### PANEL DYSKUSYJNY:

*Jaką rolę w edukacji ekonomicznej młodego pokolenia pełni i może pełnić rynek kapitałowy.*

#### Zaproszeni do debaty:

Jerzy Nikorowski – Dyrektor Biura Maklerskiego BNP Paribas

Izabela Olszewska – Członek Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Małgorzata Rusewicz – Prezes Zarządu, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych

Marcin Słomianowski – Dyrektor Biura Maklerskiego ING Banku Śląskiego S.A.

Joanna Wróbel – Dyrektor ds. Strategii i Rozwoju, TFI PZU S.A.

Moderator: dr hab. Katarzyna Sekścińska – Uniwersytet Warszawski





Wprowadzenie do panelu: Michał Szymański – Prezes Zarządu, VIG / C-Quadrat Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

**PANEL DYSKUSYJNY:**

*Inwestorzy rynku kapitałowego.*

Zaproszeni do debaty:

Marcin Groniewski – Prezes Zarządu, Santander Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Łukasz Kędzior – Prezes Zarządu, Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu, Izba Domów Maklerskich

Daniel Posyńiak – Dyrektor Zarządzający Rynków Finansowych, Pion Bankowości Korporacyjnej i Inwestycyjnej, Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Santander Bank Polska S.A.

Michał Staszkievicz – Dyrektor Zarządzający ds. dystrybucji produktów inwestycyjnych, TFI PZU S.A.

Michał Szymański – Prezes Zarządu, VIG / C-Quadrat Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Moderator: Cezary Szymanek – Redaktor naczelny, Gazeta Giełdy i Inwestorów Parkiet

**WYSTĄPIENIE:**

dr hab. Sebastian Skuza – prof. UW, Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego



**ZAMKNIĘCIE KONFERENCJI:**

Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu, Izba Domów Maklerskich

# Partnerzy XXIV Konferencji Rynku Kapitałowego w 2024 roku

## Partnerzy Strategiczni

ASSECO

 **Bank Pekao**  
Biuro Maklerskie

 **JSW SA**

KDPW | **30** LAT  
KDPW CCP

  
**ORLEN**

  
Bank Polski

 **Santander**  
Biuro Maklerskie

## Partnerzy Główni

 **accenture**

**100** | **BGK**  
POLSKI BANK  
ROZWOJU  
1924 - 2024

 **GPW**

 **Pekao TFI**  
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

 **PFR**  
Polski Fundusz Rozwoju

**25** lat  
TFI PZU   
dobre towarzystwo do inwestycji

 **xtb**

## Partnerzy Konferencji

 **DOM MAKLEMSKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

**list** 

**30** LAT  
**NOBLE SECURITIES**  
DOM MAKLEMSKI

 **KGHM**  
POLSKA MIEDŹ

 **Raiffeisen**  
Certificates

 **Santander**  
Fundusze Inwestycyjne

 **SADKOWSKI**  
I WSPOLNICY

 **VIG**  
C-Quadrat  
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych

 **VINCI**



ZWIĄZEK BANKÓW POLSKICH

## Partnerzy Instytucjonalni

 **CFA Society**  
Poland

**IZFIA**  
Izba Zarządzających  
Funduszami i Aktywami

**SIF**  
POLAND  
SUSTAINABLE  
INVESTMENT FORUM

 **Pracodawcy**  
Rzeczypospolitej  
Polskiej

**psik** Polskie  
Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Kapitałowych

  
**sn crn**  
stowarzyszenie niezależnych  
członków rad nadzorczych

  
Stowarzyszenie  
Inwestorów  
Indywidualnych

 **UNIwersYTET**  
WARSZAWSKI

## Partnerzy Medialni

 **analizy.pl**

**BANK**

**BANK.PL**

**Bankier.pl**

**Comparic.pl**

**Comparic24.tv**

**GiełdoMania.pl**

 **PARKIET**

**GAZETA BANKOWA**  
NAJLEPSZY MIEJSCOWY EKSPERT W POLSCE

**ISB NEWS**

 **inwestorzy.tv**

**inwestycje.pl**

 **pap** biznes

  
GRUPA PTWP

 **Portfel**  
Polaka

**REACH4.**

 **RZECZPOSPOLITA**

 **rp.pl**

 **Stockbroker**  
OKIEM MAKLERA

**wnp.pl**

 **BIZNESOWA**

## Programy poleceń i programy afiliacyjne jako skuteczna forma pozyskiwania klientów

mec. **Katarzyna Majer-Gębska** – Managing Counsel, Kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

**W świecie, w którym dostęp do wszelkich usług finansowych jest coraz bardziej powszechny, rynek finansowy rośnie w konkurencję. W walce o potencjalnego klienta kluczową rolę odgrywa między innymi skuteczna komunikacja marketingowa. Firmy inwestycyjne, operujące w tym środowisku, muszą nie tylko dostarczać wysokiej jakości produkty i usługi, ale również potrafić skutecznie przekazać swoją wartość oraz zyskać zaufanie potencjalnych klientów.**

### Istota komunikatów marketingowych firm inwestycyjnych

Komunikaty marketingowe firm inwestycyjnych potrafią różnić się zarówno co do metod docierania z ofertą jak i samą jej zawartością. Podmioty, które legitymują się stosownym zezwoleniem na prowadzenie działalności maklerskiej wykorzystują szeroki wachlarz środków komunikacji w celu dotarcia do potencjalnego klienta. Ze względu na specyfikę sektora, podmioty prowadzące kampanie reklamowe zobligowane są do stosowania szeregu szczegółowych regulacji wynikających z implementacji do polskiego porządku prawnego przepisów unijnych wynikających m.in. z dyrektywy MIFID II<sup>1</sup>.

Naczelną zasadą wynikającą z Dyrektywy MIFID II jest konieczność zagwarantowania, aby wszystkie informacje przekazywane przez firmy inwestycyjne do swoich klientów lub potencjalnych klientów były rzetelne, wyraźne oraz nie wprowadzały ich w błąd<sup>2</sup>. Określenie tych informacji jako „fair, clear and not misleading” stanowi fundamentalny punkt odniesienia dla praktyk komunikacji w sektorze finansowym.

### Stanowisko UKNF

Działania marketingowe firm inwestycyjnych pod koniec 2023 r. zostały przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego („UKNF”) poddane analizie pod kątem ich zgodności z przepisami Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2023 r. poz. 646 z późn. zm.) („Ustawa o obrocie”). UKNF w tym przedmiocie wydał stanowisko<sup>3</sup> dotyczące tzw. programów poleceń oraz programów partnerskich („Stanowisko”).

W celu zarysowania właściwego kontekstu, zasadnym jest podniesienie regulacji wynikającej z art. 79 ust. 2a Ustawy o obrocie. Zgodnie z treścią przywołanego przepisu czynności pozyskiwania klientów lub potencjalnych klientów usług maklerskich, w tym informowania o zakresie usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną lub o instrumentach finansowych będących ich przedmiotem – mogą być wykonywane wyłącznie przez samą firmę inwestycyjną lub przez agenta tej firmy inwestycyjnej.

Ustawodawca dopuszcza jednak odstępstwo od przedmiotowej regulacji, zgodnie z czym czynności, o których mowa wyżej mogą być wykonywane również przez podmioty inne niż firma inwestycyjna lub agent firmy inwestycyjnej, jeżeli w ramach ich wykonywania informacje przekazywane są jednocześnie do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej, albo do nieokreślonego adresata<sup>4</sup>.

W związku z powyższym, wśród firm inwestycyjnych działających na rynku wykształciła się praktyka rozszerzania zakresu działań marketingowych o tzw. programy „polecające” i „afiliacyjne”, w ramach których ciężar pozyskania nowego klienta dla firmy inwestycyjnej jest w pewnym stopniu przerzucany z samej firmy inwestycyjnej na inne podmioty.

### Programy poleceń

Pierwsze ze wspomnianych wyżej działań marketingowych tj. programy poleceń polegają na zaangażowaniu przez firmę inwestycyjną własnych klientów do promocji świadczonych przez nią usług maklerskich. W zamian za promowanie przedmiotowych usług, klienci firmy inwestycyjnej otrzymują od niej dodatkowe „benefity” np. niższe opłaty, prowizje za zawarcie transakcji, darmowe instrumenty finansowe, czy nawet środki pieniężne na ich zakup.

Klienci firmy inwestycyjnej, którzy przystępują do programu poleceń promują świadczone przez nią usługi najczęściej w następujący sposób: otrzymują oni wygenerowany przez firmę inwestycyjną unikatowy kod lub link, a następnie przekazują go dalej osobom trzecim poprzez

<sup>1</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

<sup>2</sup> Art. 24 ust. 3 MIFID II

<sup>3</sup> [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko\\_UKNF\\_ws\\_programow\\_polecen\\_oraz\\_programow\\_partnerskich\\_84269.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stanowisko_UKNF_ws_programow_polecen_oraz_programow_partnerskich_84269.pdf)

<sup>4</sup> Art. 79 ust. 2b. Ustawy o obrocie: „Czynności, o których mowa w ust. 2 pkt 1, mogą być wykonywane przez podmioty inne niż firma inwestycyjna lub agent firmy inwestycyjnej, jeżeli w ramach ich wykonywania informacje przekazywane są jednocześnie do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej, albo do nieokreślonego adresata.”

np. udostępnienie linku lub kodu na profilu, grupie użytkowników na portalu społecznościowym, utworzonym chat w komunikatorze lub też w inny sposób przy wykorzystaniu środków komunikowania się na odległość. Następnie osoba, która wykorzysta udostępniony link zostaje przekierowana na stronę internetową firmy inwestycyjnej, na której może zawrzeć umowę z firmą inwestycyjną lub podczas zawierania takiej umowy wykorzystać kod otrzymany od klienta. Jak wspomniano wyżej, wygenerowany kod/link jest zindywidualizowany dzięki czemu firma inwestycyjna identyfikuje klienta, który go przekazał, a następnie przekazuje mu wspomniane wyżej „benefity”.

Wobec powyższego zasadnym jest przeanalizowanie ww. przesłanek, których spełnienie stanowić będzie podstawę do zgodnego z prawem odstąpienia od generalnego zakazu pozyskiwania klientów usług maklerskich przez podmioty inne niż firma inwestycyjna lub agent firmy inwestycyjnej.

UKNF w Stanowisku podniósł, że o zindywidualizowanym charakterze komunikatu będzie mowa w sytuacji, w której następuje interakcja między kierującym komunikat (prowadzącym stronę, fanpage itd.) a potencjalnym obserwowującym. Przykładem jest konieczność zaakceptowania prośby o dodanie do znajomych albo prośby o obserwowanie. Takie działania konkretyzują bowiem potencjalnego odbiorcę i mogą świadczyć o skierowaniu informacji do konkretnej osoby lub oznaczonego grona możliwych do zidentyfikowania osób, które znają danego klienta i są w stanie ocenić użyteczność przekazywanych przez niego komunikatów przy podejmowaniu decyzji.

Bezsprzecznie argumentacja UKNF w tym zakresie jest słuszna. Konieczność bowiem zaakceptowania prośby o dodanie do znajomych albo prośby o obserwowanie, o której mowa wyżej stanowi działanie ukierunkowane na po pierwsze zawężenie grona odbiorców treści udostępnianych na portalach społecznościowych i po drugie ich konkretyzację, co wyłącza przesłanki dotyczące szerokiego grona odbiorców.

W tym miejscu warto podnieść do analizy pod kątem zgodności z prawem przypadki, gdzie klienci firm inwestycyjnych umieszczają linki lub kody na stronach, profilach lub grupach na portalu społecznościowym, chat, fanpage 'u, itd. i jednocześnie obowiązek w zakresie zaakceptowania prośby o dodanie do ich znajomych, bądź też wyrażenie przez nich zgody na obserwowanie, o której wspomina UKNF nie występuje.

Wówczas jednoznacznie należy stwierdzić, iż skoro taki profil, strona, chat, fanpage itd. mają charakter publiczny, ogólnodostępny i każdy może je „odwiedzić”, to wszelkie informacje na nich dostępne, podobnie jak na ogólnodostępnych stronach internetowych, czy też przekazywanych

w środkach masowego przekazu (np. w telewizji), również będą miały taki charakter.

W ślad dalej za argumentacją organu nadzoru, UKNF w Stanowisku wskazał, że „Przykładem komunikacji reklamowej objętej tym wyłączeniem<sup>5</sup> będzie np. kierowanie określonych treści do wiadomości publicznej, w tym na ogólnodostępnej stronie internetowej czy wyświetlanie reklamy firmy inwestycyjnej w środkach masowego przekazu takich jak telewizja.

Przenosząc powyższe na grunt wspomnianych wyżej przypadków, gdzie obowiązek w zakresie zaakceptowania prośby o dodanie do znajomych, bądź też wyrażenie zgody na obserwowanie nie występuje, wskazać należy, że opisane praktyki wypełniają przesłankę z art. 79 ust. 2b Ustawy o obrocie. Informacje są bowiem przekazywane jednocześnie do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej, albo do nieokreślonego adresata. Nie sposób bowiem mówić o wąskiej grupie odbiorców lub określonym adresacie informacji, jeżeli informacje udostępniane są na publicznym, ogólnodostępnym profilu społecznościowym.

Wobec powyższego należy wskazać, iż to czy dane działania w zakresie programów poleceń stanowią będą działania niezgodne z art. 79 ust 2 Ustawy o obrocie, zależeć będzie od specyfiki poszczególnych praktyk. Dopiero po wnikliwym przeanalizowaniu tego, czy informacje o zakresie usług maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną lub o instrumentach finansowych będących ich przedmiotem przekazywane są jednocześnie do szerokiej grupy klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej, albo do nieokreślonego adresata da nam właściwe rozstrzygnięcie. Opisany wyżej przypadek stanowi praktykę, którą można uznać za taką, która pod generalny zakaz nie podlega, przy czym jeszcze raz należy podkreślić, że zawsze przy ocenie takich praktyk należy analizować każdy przypadek indywidualnie, bowiem z pozoru podobne działania do wyżej opisanych okazać się mogą praktyką niezgodną z prawem.

## Programy afiliacyjne

Drugą z kolei praktyką marketingową, poddaną przez UKNF analizie pod kątem zgodności z przepisami prawa są tzw. programy partnerskie (afiliacyjne). Polegają one na powierzeniu przez firmy inwestycyjne nienadzorowanym osobom trzecim („Partnerom”) prowadzenia działań marketingowych w celu pozyskiwania klientów w zamian za świadczenie pieniędzy.

Przebieg programu partnerskiego przebiega stosunkowo podobnie jak w przypadku programu poleceń. W ramach programu afiliacyjnego firma inwestycyjna przekazuje Partnerowi unikalny link afiliacyjny, który następnie jest

<sup>5</sup> Wyłączeniem, o którym mowa w art. 79 ust 2b Ustawy o obrocie.

przekazywany przez Partnera do potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej. Powszechną praktyką jest udostępnianie linków afiliacyjnych na stronach internetowych, blogach, portalach społecznościowych. Potencjalny klient po kliknięciu w link przekierowywany jest na stronę internetową firmy inwestycyjnej i podobnie jak w przypadku programów partnerskich dzięki zindywidualizowanemu linkowi Partner, który przekazał link jest w łatwy sposób identyfikowany. W zamian za udostępnienie linku Partner otrzymuje wynagrodzenie.

Na płaszczyźnie opisanych wyżej programów afiliacyjnych UKNF z kolei zwraca uwagę na przepis z art. 83d ust. 1 Ustawy o obrocie zakazujący tzw. niedozwolonych zachęt, zgodnie z którym, firma inwestycyjna nie może przyjmować ani przekazywać jakichkolwiek świadczeń pieniężnych, w tym opłat i prowizji, ani jakichkolwiek świadczeń niepieniężnych **w związku ze świadczeniem usługi maklerskiej**.

Wobec powyższego należy zwrócić uwagę na to, czy wynagrodzenie jakie otrzymuje Partner od firmy inwestycyjnej za działania przez niego podjęte w ramach programu partnerskiego ma charakter stałego świadczenia pieniężnego, czy też zapłata ma charakter proporcjonalny, a więc uzależniony od liczby działań podjętych przez klienta, który wykorzystał zindywidualizowany link afiliacyjny.

Jeżeli wynagrodzenie jest proporcjonalne, zależne od np. ilości zawartych umów (CPA – cost per action), wartości

nabytych instrumentów finansowych (CPS – cost per sale) lub innych czynników, które niosą za sobą znamiona bycia w związku z usługami maklerskimi – wówczas mamy do czynienia z podleganiem pod reżim zachęt z art. 83d. ust.1 Ustawy o obrocie. Jednocześnie, jeżeli przekazywane Partnerom płatności są w formie stałego, nieproporcjonalnego wynagrodzenia, a więc nie pozostającego w żaden sposób w związku z usługą maklerską, to wówczas takie działania marketingowe pod przedmiotowy zakaz podlegać nie będą.

Od powyższego zakazu niedozwolonych zachęt ustawodawca wprowadził w art. 83d ust. 1. pkt 1-3 Ustawy o obrocie wyjątki, z których dwa warto przeanalizować<sup>6</sup>.

Zgodnie zatem z treścią przywołanego przepisu firma inwestycyjna, w związku ze świadczeniem usługi maklerskiej, nie może przyjmować ani przekazywać jakichkolwiek świadczeń pieniężnych, w tym opłat i prowizji, ani jakichkolwiek świadczeń niepieniężnych, **z wyłączeniem** m.in. świadczeń pieniężnych i świadczeń niepieniężnych, jeżeli:

- a) są one przyjmowane albo przekazywane w celu poprawienia jakości usługi maklerskiej świadczonej przez firmę inwestycyjną na rzecz klienta,
- b) ich przyjęcie lub przekazanie nie ma negatywnego wpływu na działanie przez firmę inwestycyjną w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klienta.

<sup>6</sup> Pozostałe wyjątki *prima facie* *prima facie* nie mają zastosowania do programów partnerskich.

## **mec. Katarzyna Majer-Gębska**

adwokat, Koordynator Działu Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy

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



W tym miejscu warto podkreślić, że powszechnie wobec Partnerów biorących udział w programie afiliacyjnym firmy inwestycyjne nie stawiają żadnych wymogów kwalifikacyjnych. Partnerzy ponadto należą co do zasady do podmiotów nienadzorowanych. Zważając zatem na fakt, że podmioty nienadzorowane nie muszą czynić zadość obowiązkowi stawianym podmiotom nadzorowanym w zakresie np. wymogu odpowiedniej, specjalistycznej wiedzy i kwalifikacji do wykonywania usług maklerskich, za co najmniej wątpliwe należy uznać to, że wykonywane przez nich czynności, za które otrzymują świadczenie pieniężne nie mają negatywnego wpływu na działanie przez firmę inwestycyjną w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami jej klienta.

Ponadto poddać w wątpliwość należy także to, czy program partnerski ma na celu poprawienie jakości usługi maklerskiej świadczonej przez firmę inwestycyjną na rzecz klienta. Zasadnym będzie w tym miejscu powołanie się na przepisy Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz.U.2023.1464 tj. z dnia 2023.07.31) („Rozporządzenie”).

Zgodnie z treścią § 7 Rozporządzenia, jednym z warunków uznania czy świadczenia pieniężne, w tym opłaty i prowizje, lub świadczenie niepieniężne uznaje się za mające na celu podniesienie jakości odpowiedniej usługi świadczonej na rzecz klienta lub potencjalnego klienta jest **wymóg, by przedmiotowe świadczenia nie przynosiły bezpośredniej korzyści firmie inwestycyjnej**, jej wspólnikom, pracownikom lub osobom pozostającym z firmą inwestycyjną w stosunku zlecenia lub innym stosunku prawnym o podobnym charakterze, nie przynosząc przy tym wymiernej korzyści danemu klientowi lub potencjalnemu klientowi.

Biorąc pod uwagę, że po pierwsze programy partnerskie (afiliacyjne) należą do działań marketingowych, a więc związanych z promowaniem usług firm inwestycyjnych, nastawionych na pozyskanie nowych klientów, a wraz z nimi zwiększonych zysków, po drugie programy te w modelu CPA lub CPS prima facie przejawiają związek z pozyskaniem potencjalnego klienta/działania przez klienta podjętych, za które firma inwestycyjna otrzymuje od niego środki pieniężne należy bezsprzecznie uznać, iż programy partnerskie przynoszą firmie inwestycyjnej bezpośrednią korzyść. W świetle, zatem regulacji z § 7 Rozporządzenia nie można uznać ich za działania podjęte w celu podniesienia jakości odpowiedniej usługi świadczonej na rzecz klienta lub potencjalnego klienta.

## Marketing a rekomendacje inwestycyjne

W kontekście programów partnerskich należy stwierdzić, że komunikaty marketingowe afiliantów firm inwestycyjnych są na bieżąco monitorowane przez organy nadzoru finansowego. Dowodem na to jest komunikat ESMA<sup>7</sup> z dnia

6 lutego 2024 roku, który dotyczy osób publikujących w mediach społecznościowych, które mogą być uznane za rekomendacje inwestycyjne<sup>8</sup>.

ESMA dostrzega kluczową rolę mediów społecznościowych w przekazywaniu informacji o rynkach finansowych i strategiach inwestycyjnych. Podkreśla również, że bardzo często posty publikowane w mediach społecznościowych przez afiliantów czy „influencerów finansowych” mogą być traktowane jako rekomendacje inwestycyjne zgodnie z rozporządzeniem MAR<sup>9</sup>.

Europejski organ nadzoru wskazuje, że komunikaty marketingowe, które mogą być uznane za rekomendacje inwestycyjne, muszą spełniać ogólny zestaw wymogów określonych w przepisach unijnych. W ramach tych wymogów, rekomendacja musi zawierać szczegółowe dane identyfikacyjne osób, które przygotowały rekomendację, w tym ich imiona i nazwiska oraz ewentualne stanowiska zajmowane w organizacji. Dodatkowo, należy podać datę i godzinę sporządzenia rekomendacji, aby umożliwić identyfikację jej aktualności oraz kontekstu. Istotnym elementem jest również obiektywna prezentacja rekomendacji, która powinna zawierać rzetelne i przejrzyste informacje, a także unikanie nadmiernej interpretacji czy subiektywnych ocen. Ponadto, należy ujawnić wszelkie potencjalne konflikty interesów, które mogą wpłynąć na obiektywność lub niezależność rekomendacji.

**Podsumowując powyższe rozważania, należy wskazać, że powszechnie na rynku programy poleceń oraz programy partnerskie mogą stanowić działania sprzeczne z przepisami Ustawy o obrocie. W przypadku programów poleceń istnieje bowiem ryzyko wystąpienia sytuacji, w której przekazywane informacje o usługach maklerskich świadczonych przez firmę inwestycyjną nie są kierowane do szerokiej grupy odbiorców lub nieokreślonego adresata – wówczas działania podejmowane w ramach programów poleceń stanowić będą praktyki sprzeczne z przepisami Ustawy o obrocie.**

**W odniesieniu zaś do programów partnerskich, należy podkreślić, że z perspektywy firmy inwestycyjnej, istotnym jest, aby wynagrodzenie wynikające z programu partnerskiego nie było powiązane z wspomnianym wielokrotnie reżimem niedozwolonych zachęt, co za tym idzie powinno być stałe, nieproporcjonalne, a co najważniejsze nie może być ono uzależnione od czynników pozostających w bezpośrednim związku z oferowaną przez firmę usługą maklerską.**

<sup>7</sup> European Securities and Markets Authority- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

<sup>8</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912\\_Warnings\\_on\\_Social\\_Media\\_and\\_Investment\\_Recommendations.pdf?fbclid=IwAR3ag5PVIJE14kv1AEYSAaNGX-VhAl4an4SWXB2L-9fiPzd0AiM27DGfjZk](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA74-1103241886-912_Warnings_on_Social_Media_and_Investment_Recommendations.pdf?fbclid=IwAR3ag5PVIJE14kv1AEYSAaNGX-VhAl4an4SWXB2L-9fiPzd0AiM27DGfjZk)

<sup>9</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku

## Polskie ETF-y po „Warzywniaku”

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

Przez lata na polskim rynku kapitałowym dostępne dla inwestora były wyłącznie zagraniczne ETFy (z angielskiego *exchange traded fund* to fundusz, którego tytuły uczestnictwa są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym – najczęściej na giełdzie). Od roku 2018 zaczęły powstawać krajowe fundusze inwestycyjne w formule ETF, choć tworzone z niemałym trudem w dość nieprzyjaznym środowisku regulacyjnym. Powyższe wynikało przede wszystkim z tego, że fundusz typu ETF w polskich warunkach prawnych nie tylko nie może być stworzony jako fundusz typu UCITS, ale dodatkowo, jako emitent papierów wartościowych, traktowany był przez polskie przepisy i polskiego regulatora jako fundusz inwestycyjny zamknięty, a więc objęty wymogami prospektowymi jak inni emitenci papierów wartościowych dokonujący oferty publicznej lub ubiegający się o wprowadzenie ich walorów do obrotu na rynku regulowanym. To dość istotnie ograniczało możliwość powstawania omawianych funduszy.

Jakkolwiek fundusze typu UCITS również w prawie wspólnotowym mogą być tworzone wyłącznie jako fundusze otwarte, to jednak nie prowadzi to do ograniczeń w możliwości obrotu wtórnego tytułami uczestnictwa zbywanymi przez instytucje tego typu. Praktyka rynków europejskich dowodzi, że forma funduszu typu UCITS jest najczęściej wykorzystywana dla tworzenia funduszy typu ETF ze względu na pełną przejrzystość instrumentu i emitenta dla rynku i inwestora oraz jednolite zasady tworzenia i zarządzania, w tym zasady polityki inwestycyjnej, ograniczające ryzyko inwestycyjne związane z produktem.

Na gruncie przepisów prawa polskiego jednak nie jest możliwe utworzenie funduszy typu ETF w formule UCITS ze względu na ustawowe ograniczenie zbywalności jednostek uczestnictwa zbywanych przez otwarte fundusze inwestycyjne. Ograniczenie to w efekcie powoduje, że inaczej niż w innych porządkach europejskich, na rynku polskim fundusze ETF mogą być tworzone wyłącznie w formule funduszu inwestycyjnego zamkniętego (non-UCITS).

Co więcej, ETF przewidziany w przepisach krajowych, a więc portfelowy fundusz inwestycyjny zamknięty, jeszcze do niedawna, uznawany był za fundusz zamknięty również na potrzeby przepisów europejskich, choć w istocie żaden z funduszy tworzonych w oparciu o art. 179 i nast. ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („UoFI”), nie posiadał cech pozwalających na taką kwalifikację. Zgodnie bowiem z przepisami rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) NR 694/2014 z dnia 17 grudnia 2013 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych służących określeniu typów zarządzających

alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, alternatywny fundusz inwestycyjny („AFI”) typu zamkniętego został zdefiniowany jako AFI inny niż taki, którego tytuły uczestnictwa podlegają, na żądanie każdego z uczestników/inwestorów, odkupieniu lub umorzeniu przed rozpoczęciem likwidacji AFI, bezpośrednio lub pośrednio, z aktywów AFI oraz zgodnie z procedurami i częstotliwością określonymi w dokumentacji AFI. Polskie portfelowe fundusze inwestycyjne zamknięte, jako fundusze zapewniające swoim uczestnikom możliwość odkupienia certyfikatów inwestycyjnych posiadają cechę funduszu otwartego w myśl ww. rozporządzenia i nie powinny być traktowane inaczej, w szczególności na potrzeby przepisów takich, jak przepisy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE.

Powyższe, w związku z ciągłą emisją i ofertą publiczną certyfikatów inwestycyjnych, powodowało stałą konieczność utrzymywania ważnego prospektu, który z założenia (*ex lege*) ważny jest nie dłużej niż 12 miesięcy od jego zatwierdzenia. Dokument ten musiał więc być corocznie „odnawiany” przez fundusz inwestycyjny. Konieczność utrzymywania ważnego prospektu przez cały czas istnienia funduszu powodowała obowiązek jego suplementowania, a co za tym idzie „zatrzymywania” oferty certyfikatów inwestycyjnych w każdym przypadku wystąpienia przesłanki sporządzenia suplementu, co powodowało ryzyko negatywnego wpływu zaistniałej sytuacji na wartość aktywów funduszu, zważywszy na możliwość wycofania się przez inwestorów z nierozrachowanych zapisów złożonych przed publikacją suplementu. Wycofanie zapisu przez inwestora w praktyce oznaczało konieczność podjęcia przez fundusz, którego celem inwestycyjnym jest naśladowanie wybranego indeksu, działań odwracających operacje dokonane wcześniej w związku z przyjętym zapisem, te natomiast mogły okazać się ekonomicznie niekorzystne. Skutki całego obciążały aktywa funduszu, co przy dużej skali zjawiska mogło mieć doniosłe konsekwencje. Powyższe dość wyraźnie obrazuje niezasadność stosowania przepisów prospektowych do funduszy typu ETF i słuszność ich wyłączenia w samym rozporządzeniu 2017/1129, z którego jednak polskie ETF-y pomimo posiadania cech „otwartości” korzystać nie mogły.

Opisany powyżej stan uległ zmianie z dniem 29 września 2023 r. Mianowicie, w ramach działań realizujących cele nakreślone w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego przyjętej przez Radę Ministrów w 2019 r., ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony



inwestorów na tym rynku, popularnie zwaną na rynku „warzywniakiem” („**Warzywniak**”), przesądzone zostało, że portfelowy fundusz inwestycyjny zamknięty, a więc polski ETF, nie jest przedsiębiorstwem zbiorowego inwestowania typu zamkniętego na potrzeby przepisów prospektowych. Ten zabieg legislacyjny spowodował, że ETF-y wyłączone zostały (definitywnie) spod obowiązków prospektowych w ich rozumieniu przyjętym w rozporządzeniu 2017/1129. Jednocześnie, Warzywniak wprowadził regułę, zgodnie z którą każdy nowotworzony fundusz portfelowy, a z chwilą zakończenia okresu dostosowawczego, również już istniejące fundusze tego typu – obowiązane są opracować i opublikować prospekt informacyjny, czyli rozwiązanie na wzór istniejącego już uprzedniego dla funduszy inwestycyjnych typu otwartego. Prospekt informacyjny funduszu portfelowego (ETF) pozostanie ważny przez cały czas istnienia danego funduszu, z jednoczesnym obowiązkiem jego aktualizowania na zasadach określonych w przepisach. Powyższa zmiana, znosząc jeden z najbardziej uciążliwych wymogów, niewątpliwie korzystnie wpłynie na koszty funkcjonowania funduszu portfelowego, a dzięki temu na jego wyniki. Jednocześnie, ustawodawca doprecyzował, że udostępnienie prospektu informacyjnego funduszu portfelowego ma być warunkiem dopuszczenia certyfikatów inwestycyjnych tego funduszu do obrotu na rynku regulowanym.

Dnia 13 lutego br. opublikowane zostało długo wyczekiwane, zwłaszcza przez podmioty zaangażowane w tworzenie ETF-ów, rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 7 lutego 2024 r. w sprawie prospektu informacyjnego funduszu portfelowego. Analiza przedmiotowego rozporządzenia prowadzi do wniosku, że jakkolwiek nie został w pełni zrealizowany postulat wyrażony w uzasadnieniu do Warzywniaka jako: *„fundusze te [portfelowe] sporządzać będą prospekt informacyjny na wzór funduszy inwestycyjnych otwartych, uznawanych w krajowym porządku prawnym za fundusze UCITS (instytucje wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe regulowane przepisami dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE”* to jednak ostateczny kształt dokumentu informacyjnego dla funduszy portfelowych w dużo większym zakresie od-

zwierciedla istotę tego typu produktu niż prospekt wymagany zgodnie z przepisami dla emitentów papierów wartościowych i co najważniejsze – pozostaje ważny przez cały czas trwania produktu.

A więc, od czasu wejścia w życie Warzywniaka krajowe ETF-y, analogicznie do europejskich, nie są już obowiązane do corocznego sporządzania nowego prospektu i uzyskiwania jego zatwierdzenia przez organ nadzoru. Prospekt informacyjny bowiem, jakkolwiek będzie wymagał aktualizacji (rocznej oraz każdorazowo w przypadku istotnej zmiany okoliczności objętych prospektem), to jednak będzie dokumentem sporządzanym z chwilą tworzenia funduszu typu ETF i zachowującym ważność przez cały okres istnienia funduszu.

Warzywniak wprowadził też inne zmiany, bardzo istotne z punktu widzenia inwestora lokującego lub rozważającego lokatę środków w certyfikaty inwestycyjne polskich ETF-ów. Mianowicie, od wejścia w życie przedmiotowej ustawy obowiązuje zwiększony limit inwestycyjny dla otwartych funduszy inwestycyjnych otwartych (typu UCITS) w zakresie lokaty w certyfikaty inwestycyjne funduszy typu ETF. Do czasu tej zmiany inwestycje tego typu podlegały ogólnemu limitowi dotyczącemu papierów wartościowych, tj. maksymalnie 5% aktywów funduszu, natomiast po zmianie, fundusz inwestycyjny otwarty może zainwestować do 20% wartości swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne funduszy typu ETF. Powyższa zmiana ma ogromne znaczenie dla rozwoju rynku funduszy typu ETF. Efektem dotychczasowych przepisów było niewielkie zaangażowanie funduszy inwestycyjnych otwartych w certyfikaty inwestycyjne polskich ETF-ów, pomimo, że instrumenty te stanowią lokatę bezpieczną, płynną, posiadającą swoją bieżącą, publicznie dostępną cenę rynkową, zapewniającą stałą możliwość wyjścia z inwestycji po tej cenie. Podwyższenie limitu i umożliwienie wykorzystywania przez otwarte fundusze inwestycyjne funduszy typu ETF jako lokaty środków w szerszym zakresie jest korzystne zarówno dla funduszy typu UCITS jako i dla tych drugich, gdyż zwiększa bazę inwestorów profesjonalnych a przez to napływ środków do funduszu portfelowego.

**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).



Warzywniak zwiększył też przejrzystość funduszy portfelowych umożliwiając im publikowanie, na zasadach i w trybie określonych w statucie funduszu, informacji o składnikach portfela. Dotychczas, ze względu na ograniczenia wynikające z przepisów UoFI dotyczących tajemnicy zawodowej publikacja przez krajowy ETF składników portfela wiązała się z ryzykiem zarzutu naruszenia tych przepisów. To stwarzało istotne ograniczenie w działalności funduszy portfelowych, których istotą działalności jest jak najwierniejsze odwzorowywanie wybranego indeksu i które, w związku z powyższym, powinny mieć możliwość bieżącego wykazywania inwestorom poziomu tego odwzorowania – poprzez ujawnianie składu portfela. Możliwość tę mają i korzystają z niej wszystkie ETF-y, polskie fundusze tego typu natomiast uzyskały ją dopiero z dniem 29 września ubiegłego roku. Można więc zaryzykować tezę, że omawiana zmiana zrównała polskie fundusze portfelowe z zagranicznymi ETF-ami pod względem przejrzystości, w zasadzie warunków jej osiągnięcia. Jest to niewątpliwie korzystne z punktu widzenia inwestora, gdyż zapewnia mu dostęp do bieżących danych umożli-

wiających samodzielną ocenę działania danego funduszu (ETF), a więc i możliwość reakcji, w przypadku, gdyby ta ocena nie była satysfakcjonująca.

Można więc powiedzieć, że wraz z wejściem w życie przepisów Warzywniaka problemy, postrzegane jako główne bariery istotnie utrudniające tworzenie krajowych ETF-ów, zostały wyeliminowane. W dalszym jednak ciągu tytuły uczestnictwa emitowane przez polskie fundusze portfelowe, które nie są funduszami typu UCITS, nie posiadają przymiotu inwestycji bezpiecznej i nieskomplikowanej z punktu widzenia przepisów unijnych, a przynajmniej nie posiadają jej z mocy, co może utrudnić dotarcie produktu do inwestora zagranicznego (taki przymiot mają inwestycje w tytuły uczestnictwa funduszy typu UCITS). Inwestowanie więc w certyfikaty inwestycyjne polskich ETF-ów może się wiązać z wyższymi wymogami w zakresie oceny ryzyka, choć instrumenty te co do zasady nie różnią się niczym od analogicznych produktów oferowanych przez zagraniczne ETF-y tworzone w formule UCITS, co z kolei może przełożyć się negatywnie na ich popularyzację i tempo wzrostu.



## ARTYKUŁ

### Usługi, których nikt nie chce (świadczyć)

**Wojciech Maryański** – Prezes Zarządu, PGE Dom Maklerski S.A.

Dynamiczne zmiany na rynku kapitałowym, napędzane w ostatnich latach niskimi stopami procentowymi i dobrą koniunkturą gospodarczą, przyczyniły się do równie dynamicznego rozwoju nowych rozwiązań finansowych – i legislacji. Nowe przepisy najczęściej oznaczają dodatkowe obowiązki, zarówno dla podmiotów oferujących daną usługę, jak i dla ich klientów. Problem polega jednak na tym, że znalezienie oferującego daną usługę coraz częściej robi się (delikatnie mówiąc) trudne. I to nawet wówczas, gdy klient potrzebuje usługi, aby wykonać ciążyący na nim obowiązek prawny!

Weźmy taki rejestr sponsora emisji. Jest to twór, który w procesie emitowania instrumentów finansowych z założenia powinien być rozwiązaniem tymczasowym. Dzięki niemu osoby fizyczne, obejmujące np. akcje, mają moc „przechować” swoje instrumenty finansowe w rejestrze do momentu, w którym założą rachunek maklerski i zdeponują na nim nabyte aktywa. Jednak w praktyce tak się często nie dzieje – akcjonariusze nie zakładali rachunków

maklerskich, bo i po co płacić za takowy, skoro w „sponsorze” instrumenty leżały za darmo? Dom maklerski nie może pobierać od takich „klientów” żadnych opłat, bo nie ma do tego podstawy kontraktowej – ma jedynie umowę z emitentem. W efekcie w wielu domach maklerskich rachunki sponsorskie żyją (o tej kwestii nieco dalej) i mają się dobrze, w odróżnieniu od firm je prowadzących.

Dom maklerski prowadzący rejestr sponsora ma związane ręce. Przychód z tej działalności jest zwykle niewysoki, a potencjał obsługi – znaczny (np. tysiące pracowników sprywatyzowanych firm). Nasz czas na Ziemi jest skończony, zatem i wśród akcjonariuszy korzystających z rejestru sponsora emisji zdarzają się rzeczy ostateczne. W takich przypadkach dom maklerski albo dowie się od spadkobierców o postępowaniu spadkowym, albo o fakcie śmierci akcjonariusza nie dowie się wcale. W ten sposób, wraz z upływem kolejnych lat, tego typu rejestry sponsora emisji coraz bardziej przypominają miasto duchów, a podmioty je prowadzące niewiele mogą z tym zrobić.

**Jaka jest reakcja firm, które te rachunki prowadzą? Kto mógł, zamknął tę działalność. Potencjał przychodu jest bowiem niewielki, przy znaczącym wysiłku organizacyjnym. Innymi słowy – ten biznes się nie opłaca.**

Dość podobna jest sytuacja, która zaistniała po ustawowej dematerializacji akcji i wprowadzeniu instytucji rejestru akcjonariuszy. Kiedy ów wymóg się pojawił, firmy inwestycyjne ruszyły do dość intensywnej konkurencji, próbując ściągnąć do siebie klientów. Być może pamiętacie Państwo oferty prowadzenia rejestru za 99 zł miesięcznie. Jak łatwo policzyć, przy takiej cenie usługi, przychody roczne domu maklerskiego „z klienta” mogą zamknąć się kwotą 1 188 zł. To niedużo zważywszy na wysiłek inwestycyjny, który należało poczynić dla potrzeb stworzenia nowych systemów i procesów. W dodatku, podobnie jak w przypadku sponsora emisji, dom maklerski prowadzący rejestr akcjonariuszy nie może od nich pobierać opłat – bo akcjonariusze w rozumieniu MiFID nie są jego klientami (na marginesie ciekawostka – zgodnie z przepisami AML, klientami są).

Okazuje się jednak, że niektóre spółki akcyjne mają istotny problem z podpisaniem umowy o prowadzenie rejestru. Wystarczy, żeby akcjonariuszy było wielu. Albo żeby byli skłóceni. Albo żeby wśród akcjonariuszy był podmiot rosyjski czy białoruski – nawet z niewielkim udziałem w kapitale. Albo żeby za spółką stały osoby (beneficjenci rzeczywisti), które mogą być problematyczne dla domu maklerskiego z przyczyn reputacyjnych czy prawnych. W takich przypadkach spółki spotykają się z odmowami świadczenia usługi, a jeśli nie znajdą żadnego chętnego na prowadzenie usługi, to spółka wprost naruszy przepisy Kodeksu Spółek Handlowych.

Być może tak działający mechanizm jest zamierzony, bo teoretycznie prowadzi do „eliminacji” problematycz-

nych podmiotów. Ale przecież łatwo sobie wyobrazić, że na etapie tworzenia podmiotu akcjonariusz X był nieproblematyczny, spółka jest zdrowa i funkcjonuje, jednak akcjonariusz X pojawia się nagle na listach sankcyjnych. W takim przypadku jest naturalne, że dom maklerski rozważy, czy chce kontynuować świadczenie usługi dla spółki. Zadziała tu klasyczna zależność zysk – ryzyko; jeśli taki dom maklerski netto zarabia na kliencie 5 000 zł rocznie, a na szali ma nieokreślone ryzyka regulacyjne i prawne – zapewne umowę wypowie. Spółka zaś może mieć problem ze znalezieniem nowego usługodawcy.

Podobnie ma się sytuacja z usługą depozytariusza funduszy inwestycyjnych. Usługę tę oferuje 11 podmiotów w Polsce, w tym duże banki. Historycznie znane już są przypadki, w których uczestnicy funduszy, które zanotowały duże straty, pozywali właśnie depozytariusza, a nie towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Jest to zrozumiałe o tyle, że kapitały banków są wielokrotnie wyższe niż towarzystw, jeśli zatem powód nie jest w stanie dowieść zaniedbań depozytariusza, ma większą szansę na uzyskanie odszkodowania rekompensującego straty. Ale to zjawisko może mieć – i według mnie ma – efekt mrozący. Fundusze inwestujące agresywniej zawsze generują większe ryzyko poniesienia straty. Dla depozytariusza ryzyko prawne jest skorelowane z profilem ryzyka funduszu, bo im bardziej ryzykowny fundusz, tym większe prawdopodobieństwo strat i wynikających z nich pozwów klientów. Bezpośrednio stąd wynika problem hamujący rozwój FIZ-ów i FIZAN-ów. Wystarczy, że są one bardziej skomplikowane – i od razu spada szansa na znalezienie depozytariusza. Trudno tu nie zauważyć, że z punktu widzenia tego ostatniego podmiotu jest to postępowanie racjonalne. Przychody ze świadczenia usługi dla pojedynczego, złożonego funduszu to raczej dziesiątki niż setki tysięcy złotych rocznie, więc ścieżka zysk – ryzyko jest po prostu niekorzystna.

## Wojciech Maryański

Wojciech Maryański jest absolwentem Wydziału Finansów i Ubezpieczeń Uniwersytetu Ekonomicznego im. K. Adamieckiego w Katowicach. Karierę zawodową rozpoczął w czerwcu 2004 roku w czeskiej Pradze w Domu Maklerskim Fio, w którym zajmował kolejno stanowiska Starszego Opiekuna Klienta i Kierownika Pionu Polskiego. Dalsze doświadczenie zawodowe zdobył w Domu Maklerskim BDM S.A., w którym pełnił funkcję Dyrektora Oddziału. W 2009 roku został powołany na stanowisko Wiceprezesa Zarządu spółki Partnerzy Inwestyjni, będącej spółką zależną BDM S.A., odpowiedzialnego za jej restrukturyzację i controlling finansowy. W lutym 2011 roku dołączył do Biura Maklerskiego Banku BPH S.A., w którym objął pozycję Dyrektora Zarządzającego Departamentem Sprzedaży i funkcję Zastępcy Dyrektora.



Ostatnim z przykładów ograniczonej możliwości wykonywania przepisów, przykładem o nieco większej skali, jest kwestia nabywania uprawnień do emisji na rynku regulowanym. Aby móc to czynić, należy nawiązać współpracę albo bezpośrednio z giełdą jako *clearing member*, albo z bankiem rozliczeniowym – jako *non-clearing member* lub *order routing client*. Usługi rozliczeniowe są świadczone przez największe banki na świecie, żaden polski bank takich usług nie oferuje. Banki zagraniczne mają zwykle przyjętą swoją politykę ESG, która niejednokrotnie wyklucza nawiązywanie relacji z „czarnymi” przedsiębiorstwami. Jaki to ma skutek praktyczny? Otóż podmiot, np. duża elektrownia, która emituje CO<sub>2</sub> do atmosfery, ma obowiązek nabycia uprawnień do emisji. Idzie zatem do banku rozliczeniowego, a ten pyta elektrownię o jej *energy mix*. „100% coal” – i rozmowy się kończą. Bank, kierując się kryteriami ESG, odmawia obsługi klientów wykorzystujących węgiel, ale ów klient ma obowiązek nabyć uprawnienia do emisji. I koło się zamyka. Nieco ponad dwa lata temu zapytaliśmy największe światowe banki o usługi rozliczeniowe na giełdzie ICE. Około połowa z nich w ogóle nie odpowiedziała. 30% odmówiło dowiadując się, dla jakiego klienta szukamy dostępu do giełdy. Ostatecznie rozmowy były skłonne prowadzić trzy banki (wszystkie spoza Unii Eu-

ropejskiej) – ale przy tak ograniczonej podaży możecie się Państwo spodziewać ceny za usługę.

Wszystkie powyżej opisane paradoksy powstały albo w wyniku pojawiających się, sprzecznych między sobą przepisów prawa albo wskutek prób „zabezpieczania” rynku. Jest mi trudno ocenić, czy to, co się dzieje jest dobre, czy złe. Niby dobre, bo bezpieczniej, klient ponosi mniejsze ryzyko poniesienia straty, a ścisłe regulacje eliminują z rynku podmioty podejrzane czy wręcz oszukańcze. Z drugiej jednak strony, nie byłoby postępu, jeśli jako ludzkość stawialibyśmy wyłącznie na bezpieczeństwo. Nie da się zbudować rynku kapitałowego bez finansowania przedsięwzięć bardziej ryzykownych, tymczasem kierunek obrony przez legislację, regulacje i orzecznictwo dąży do wyłączenia ryzyka klienta poprzez przeniesienie go na „bogate” podmioty. Obawiam się w związku z tym, że te bogate podmioty w końcu przestaną świadczyć niektóre swoje usługi, a klienci poszukujący wysokich zysków znajdą swoje miejsce w świecie nieuregulowanym. Tyle że ten świat ma to do siebie, że w razie problemu najczęściej nie ma kogo pozywać, bo podmiot świadczący usługi znika, jego numery telefonów stają się nieaktywne, a adresu firmy klient w zasadzie od początku nie znał...

## ARTYKUŁ

# KRYPTO-INSTRUMENTY FINANSOWE – SCIENCE FICTION CZY AKTUALNE WYZWANIE REGULACYJNE?

mec. **Michał Karwasiński** – radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy spółka jawna

## Czy kryptoaktywa i instrumenty finansowe to faktycznie dwa różne światy?

W ostatnim czasie branżowa prasa inwestycyjna odmienia przez wszystkie przypadki rzeczownik „kryptoaktywa” oraz skrótowiec MiCA<sup>1</sup>. W ostatnich tygodniach wspomniany efekt został wzmocniony przez opublikowanie projektu polskiej ustawy o kryptoaktywach<sup>2</sup>, która ma za zadanie dostosować polski porządek prawny do rozporządzenia MiCA oraz uzupełnić jego postanowienia.

W ramach branżowej dyskusji jako ciekawe zagadnienie na styku regulacji kryptoaktywów oraz rynku kapitałowego prezentuje się rola, jaką zgodnie z intencją unijnego ustawodawcy odegrać powinny firmy inwestycyjne w związku z przyznaniem im<sup>3</sup> możliwości świadczenia usług związanych m.in. z pośrednictwem w obrocie kryptoaktywami. Elementem, który wydaje się być w ramach tej dyskusji zdecydowanie zmarginalizowany, jest zagadnienie relacji właściwych regulacji dla „tradycyjnych” instrumentów finansowych oraz dla kryptoaktywów. Można odnieść wrażenie, że w ocenie przedstawicieli rynku kryptoaktywów

<sup>1</sup> Czyli Rozporządzenie (UE) nr 2023/1114 w sprawie rynków kryptoaktywów (...); ang. Market in Crypto Assets Regulation.

<sup>2</sup> Projekt ustawy z dn. 22 lutego 2024 r. – <https://legislacja.gov.pl/projekt/12382311>

<sup>3</sup> W zależności od zakresu posiadanego zezwolenia oraz po dopełnieniu m.in. procedur notyfikacyjnych

i rynku kapitałowego, będą to w praktyce dwa zupełnie odrębne światy. Ocena taka jest jednak całkowicie błędna.

W tym miejscu podkreślić należy, że zgodnie z MiCA, kryptoaktywo jest<sup>4</sup> definiowane jako cyfrowe odwzorowane wartości lub prawa, które da się przenosić i przechowywać w formie elektronicznej z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru lub podobnej technologii. To bardzo pojemna definicja – i już na pierwszy rzut oka widać, że szereg instrumentów finansowych – które znamy z „tradycyjnego” rynku kapitałowego – potrafi w pełni wpisać się w definicję kryptoaktywa. W szczególności instrumenty definiowane przez MiFID mogą stanowić tego rodzaju cyfrowe odzwierciedlenia praw i wartości. Czymże innym jest bowiem przykładowo zdematerializowana akcja, jeśli nie właśnie cyfrowym odzwierciedleniem wartości i praw udziałowych przysługujących posiadaczowi takiego aktywa względem emitenta? A że akcja taka zapisana jest na rachunku papierów wartościowych, który niekoniecznie jest prowadzony w formie technologii rozproszonego rejestru (lub podobnej) – faktycznie nie ma żadnego wpływu na charakter praw i wartości z perspektywy samego użytkownika oraz celów regulacji obrotu instrumentami finansowymi, jakimi jest w szczególności ochrona inwestora. Tutaj odpowiedź może być wyłącznie negatywna, o czym szerzej w dalszej części, natomiast jedynie wstępnie porównując normatywne definicje instrumentu finansowego z kryptoaktywem wykazać można, że kryptoaktywa przechowywane lub przenoszone z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru będą stanowić szczególną formę instrumentów finansowych.

Tym samym **kryptoaktywa w reżimie MiCA będą mogły jednocześnie stanowić konkretne instrumenty finansowe**, których szczegółowa kwalifikacja dokonywana powinna być w zależności od:

1. „Wartości i praw”, których cyfrowe odwzorowanie stanowią;
2. Jurysdykcji w której są kreowane – a konkretnie tego, czy wypełniają definicję legalną instrumentu finansowego w danym państwie. Podkreślić przy tym należy, że definicja na poziomie unijnym została jedynie ramowo zaproponowana państwom członkowskim Unii Europejskiej w dyrektywie MiFID – jak podstawa do jej implementacji w porządkach krajowych.

### **Czy świat kryptoaktywów i instrumentów finansowych zacznie zazębiać się dopiero w przyszłości?**

Odstawiając chwilowo na margines kwestie regulacji dotyczących przyszłości związanej z przedstawioną definicją kryptoaktywa – podkreślić należy, że projekty związane z kreacją i obrotem aktywami cyfrowymi funkcjonują (także

w Polsce) już od wielu lat. Jednocześnie (ponownie abstrahując od wskazanej powyżej legalnej definicji kryptoaktywa) także już obecnie szereg kryptoaktywów kreowanych jako odzwierciedlenie praw lub wartości – może zostać zakwalifikowanych jako instrumenty finansowe. Wydaje się jednak, że świadomość twórców projektów mających za przedmiot kreację lub pośrednictwo w obrocie kryptoaktywami, w zakresie możliwych kwalifikacji tych aktywów, jest niska i wiąże się z przekonaniem, że kreowane lub będące przedmiotem obrotu prawa stanowią obszar „nieregulowany”. I to pomimo faktu, że kryptoaktywa te nierzadko odzwierciedlają wartości i prawa charakterystyczne dla instrumentów finansowych (w szczególności o charakterze dłużnym oraz tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania). To niebezpieczne zjawisko – zarówno dla pozbawionych przyznawanej przez reżim MiFID ochrony inwestorów detalicznych – jak i dla narażających się (często nieświadomie) na odpowiedzialność karną związaną z prowadzeniem działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi bez stosowanego zezwolenia. Tym samym **„krypto-instrumenty finansowe” są z nami już obecnie** – i stanowią wyzwanie regulacyjne, z którym zarówno uczestnicy rynku, jak i nadzór finansowy i organy ścigania muszą aktualnie mierzyć się jeszcze przed pełnym wdrożeniem reżimu MiCA.

### **Jeśli kryptoaktywa i instrumenty finansowe to niekoniecznie dwa różne światy – to jakie skutki ma ich rozgraniczenie?**

Mając na uwadze wnioski z powyższego wstępu – wyzwaniem regulacyjnym może okazać się każdorazowe rozstrzygnięcie, czy dane kryptoaktywo (zarówno obecnie, jak i po pełnym wejściu w życie regulacyjnego reżimu MiCA) stanowi instrument finansowy w danej jurysdykcji – a jeśli tak to jakiego rodzaju. Sytuację tę komplikuje fakt, że poszczególnych państwach członkowskich UE implementacja reżimu MiFID w obszarze definicji instrumentu finansowego nie została przeprowadzona w sposób jednolity – co skutkuje rozbieżnościami co do sposobu kwalifikacji instrumentów finansowych w poszczególnych jurysdykcjach. Rozbieżności te mogą w szczególny sposób uwidocznić się w związku z wejściem w życie reżimu MiCA – gdy każdorazowo niezbędne będzie rozstrzygnięcie w zakresie regulacyjnego środowiska, w którym dane kryptoaktywa mają być kreowane. Podkreślić przy tym należy, że zgodnie z MiCA<sup>5</sup> – **do kryptoaktywów stanowiących instrumenty finansowe stosuje się reżim MiFID, a nie stosuje się reżimu MiCA.**

Rozgraniczanie reżimów regulacji dla kryptoaktywów jawi się zatem jako dodatkowe wyzwanie zarówno dla uczestników rynku inwestycyjnego, jak i nadzorów finansowych – i zapewne dlatego MiCA uwzględniła prawne umocowanie dla ESMA do wydania wytycznych w zakresie warunków i kryteriów kwalifikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych<sup>6</sup> w celu ułatwienia krajowym nadzorom właśnie rozgraniczenia reżimów MiCA oraz MiFID. Delegacja ta została wstępnie zrealizowana w formie dokumentu kon-

<sup>4</sup> Art. 3 ust. 1 pkt 5 Rozporządzenia 2023/1114.

<sup>5</sup> Pkt 3 i 9 preambuły do MiCA.

<sup>6</sup> Art. 2(5) MiCA

sultacyjnego ESMA z 29 stycznia 2024 r. dotyczącego wytycznych w zakresie warunków i kryteriów kwalifikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych<sup>7</sup>. Materiał ten zawiera szereg cennych wskazówek, przydatnych w identyfikacji podejścia „unijnego regulatora” względem najbardziej typowych krypto-instrumentów finansowych.

### **Na czym polega zasada „technologicznej neutralności” w kontekście krypto-instrumentów finansowych?**

Zasada neutralności technologicznej oznacza, że technologiczna forma kryptoaktywów nie powinna mieć wpływu na reżim regulacyjny, przez pryzmat którego ustalane będą zasady kreacji, przechowywania i obrotu tymi kryptoaktywami. Tym samym proces odzwierciedlania w cyfrowych jednostkach (tzw. tokenizacja) praw i wartości charakterystycznych dla instrumentów finansowych nie powinien wpływać na kwalifikacje takich kryptoaktywów jako podlegających reżimowi MiFID wyłącznie z uwagi na technologię zastosowaną do ich przechowywania i obrotu. Zasada ta może nie być wyrażona wprost w krajowych przepisach (i ich projektach) odnoszących się do obrotu instrumentami finansowymi – ale wynika zdecydowanie zarówno z MiCA<sup>8</sup>, jak i z charakteru tej regulacji oraz bezpośrednio z wzmiankowanego powyżej projektu wytycznych ESMA<sup>9</sup>.

### **Jakie ogólne wytyczne proponuje ESMA w odniesieniu do kwalifikacji kryptoaktywów jako „krypto-instrumentów finansowych”?**

ESMA została zobligowana na poziomie delegacji w MiCA do realizacji dość karkołomnego zadania, jakim jest próba wskazania relatywnie uniwersalnych (i prawdziwych dla wszystkich krajowych porządków prawnych w Unii Europejskiej) zasad pozwalających na wyodrębnienie cech i przesłanek kwalifikacji kryptoaktywów jako instrumentów finansowych. Zadanie to zostało zrealizowane na poziomie projektu poprzez wskazanie pewnych ogólnych cech i przykładowych praw związanych z kryptoaktywami, które zostały przez ESMA poddane pod konsultacje jako możliwe do przyjęcia na poziomie całej Unii Europejskiej.

Szczegółowe omówienie wszystkich zasad zdecydowanie wykracza poza możliwe ramy redakcyjne niniejszego artykułu – natomiast jako najistotniejsze (po przeprowadzeniu arbitralnego wyboru) można przedstawić następujące projektowane elementy i wnioski ze stanowiska ESMA.

Mając na uwadze ogólny zarys praw i obowiązków związanych z instrumentami finansowymi, ESMA propo-

nuje, aby kryptoaktywa były klasyfikowane jako zbywalne papiery wartościowe, jeśli przyznają uprawnionemu z danego kryptoaktywa podobne prawa jak akcje, obligacje oraz inne formy nie udziałowych papierów wartościowych lub inne zbywalne papiery wartościowe.

Tym samym jako kryteria kwalifikacji mogą zostać przyjęte m.in. następujące:

1. Kryptoaktywo nie jest instrumentem płatniczym (instrument of payment);
2. Kryptoaktywo jest kreowane (emitowane) w seriach – co ma miejsce w przypadku, gdy podmiotem kreującym (emitującym) różne serie jest ten sam podmiot, a także gdy wszystkie kryptoaktywa wykreowane w danej serii przyznają określone, te same, prawa uprawnionemu;
3. Kryptoaktywo może być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym w systemach obrotu – co wiąże się w szczególności z brakiem potencjalnych ograniczeń w zbywalności kryptoaktywa, które uniemożliwiałyby tworzenie efektywnego rynku takich aktywów.

### **Z jakimi „krypto-instrumentami finansowymi” będziemy spotkać się w praktyce najczęściej?**

Zapewne jednym z najbardziej typowych praw, które będą inkorporowane w krypto-instrumentach finansowych, będzie przyznanie uprawnionemu prawa do udziału w zysku z przedsiębiorstwa będącego emitentem kryptoaktywów, wykonywania praw korporacyjnych lub udziału w masie majątkowej w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa będącego emitentem kryptoaktywów. W tym przypadku, w ocenie ESMA, kryptoaktywo takie powinno być uznawane za instrument finansowy analogiczny do akcji.

W tym kontekście rozgraniczyć należy ściśle wykonywanie praw korporacyjnych od dość powszechnej na rynku kryptoaktywów konstrukcji tzw. governance, obejmującej w dużym uproszczeniu możliwość współdecydowania przez uprawnionych z kryptoaktywa o określonych działaniach podmiotu kreującego (emitującego) kryptoaktywa – np. realizacji określonych projektów operacyjnych i wyznaczaniu ich kierunków. W takim przypadku – jak się wydaje – nie mamy do czynienia z prawami ściśle korporacyjnymi – a tym samym kryptoaktywa obejmujące takie typowe governance powinny być regulowane przez reżim MiCA, a nie reżim właściwy dla instrumentów finansowych.

Kolejnym typowym przypadkiem krypto-instrumentu finansowego mogą być w ocenie ESMA kryptoaktywa inkor-

<sup>7</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52\\_MiCA\\_Consultation\\_Paper\\_-\\_Guidelines\\_on\\_the\\_qualification\\_of\\_crypto-assets\\_as\\_financial\\_instruments.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-01/ESMA75-453128700-52_MiCA_Consultation_Paper_-_Guidelines_on_the_qualification_of_crypto-assets_as_financial_instruments.pdf)

<sup>8</sup> Zgodnie z pkt 9 MiCA – „Unijne akty ustawodawcze dotyczące usług finansowych powinny kierować się zasadą „taka sama działalność, takie samo ryzyko, takie same przepisy” i zasadą neutralności technologicznej. W związku z tym kryptoaktywa, które objęte są zakresem obowiązujących unijnych aktów ustawodawczych dotyczących usług finansowych, powinny pozostać regulowane obowiązującymi ramami regulacyjnymi, niezależnie od technologii wykorzystanej do ich emisji lub transferu, a nie niniejszym rozporządzeniem.”

<sup>9</sup> “ESMA considers it important to take a technology-neutral approach, to ensure that equivalent activities and assets are subject to the same or very similar standards regardless of their form.”

porujące uprawnienia wierzycielskie związane z zobowiązaniem pieniężnym (długiem). ESMA proponuje, aby tego rodzaju kryptoaktywa były kwalifikowane jako instrumenty finansowe analogiczne do obligacji. Tym samym – o ile powyższe wytyczne zostaną przyjęte przez organy nadzoru – dość szeroka część obecnego rynku aktywów cyfrowych, która opiera się na różnego rodzaju konstrukcjach mających na celu odzwierciedlenie w aktywie cyfrowym właśnie uprawnień wierzycielskich – może pozostać w obszarze działania firm inwestycyjnych w reżimie właściwym dla obszaru MiFID.

Już jedynie na marginesie wspomnieć należy, że zgodnie z propozycją ESMA jako instrumenty finansowe kwalifikowane powinny być tzw. instrumenty rynku pieniężnego w przypadku, gdy inkorporują uprawnienie wierzycielskie zapadające w odpowiednio krótkich terminach. Ponadto ESMA proponuje, aby w przypadku, gdy projekt związany z kreacją kryptoaktywów zakłada gromadzenie środków od wielu nabywających kryptoaktywa w celu inwestowania ich zgodnie z określoną polityką inwestycyjną, także w przypadku, gdy uprawnieni z kryptoaktywów jako partycypacja w zyskach z przedsięwzięcia będą otrzymywać inne kryptoaktywa – był także poddany reżimowi właściwemu dla instrumentów finansowych w postaci tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania.

### **Jakie przykładowe kryptoaktywa nie powinny być kwalifikowane jako „krypto-instrumenty finansowe”?**

Zgodnie z zasygnalizowaną powyżej „funkcjonalnością” istniejących w praktyce aktywów cyfrowych, obszarem typowym dla wielu z nich jest governance, który odnosi się do zagadnień innych niż zdarzenia korporacyjne dotyczące podmiotu kreującego kryptoaktywa (np. wybór osób pełniących funkcje w organach takiego podmiotu lub określenie właściwych dla udziałowców zdarzeń z obszaru finansowego – np. podziału i wypłaty zysku). W tym zakresie zgodnie z propozycją ESMA – takie kryptoaktywa, które przyznają uprawnionym z nich wyłącznie prawo do decydowania (współdecydowania w formie głosowania) o jednym z projektów operacyjnych realizowanych przez przedsię-

biorstwo, nie powinny stanowić instrumentów finansowych, a pozostawać docelowo w reżimie regulowanym przez MiCA.

Innym dość typowym przypadkiem są kryptoaktywa mające być nośnikiem pozyskiwania kapitału (zbiórki) w celu realizowania określonych celów z wykorzystaniem zebranych środków. O ile w tym przypadku – jeśli środki te mają być zagospodarowane zgodnie z określonymi zasadami, jako pochodna realizacji decyzji podejmowanych przez osoby związane z podmiotem kreującym takie aktywa – mogą one stanowić instrumenty finansowe będące tytułami uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania – o tyle kwalifikacja taka może być odmienna, jeśli prawa związane z danym aktywem cyfrowym przyznawać będą ich posiadaczom uprawnienia do bieżącego zarządzania zbranymi w ten sposób środkami. Takie zarządzanie może realizować się m.in. w formule współdecydowania o wszystkich lub niektórych celach i sposobach w jaki środki te mogą zostać zagospodarowane. W takim przypadku – w ocenie ESMA – są podstawy do kwalifikowania takich kryptoaktywów jako niestanowiących krypto-instrumentów finansowych.

### **Podsumowanie**

Niniejszy krótki artykuł to jedynie próba zarysowania ram problematyki krypto-instrumentów finansowych, która stanowić będzie wyzwanie w szczególności dla tych firm inwestycyjnych, które zdecydują się na rozwijanie linii biznesowych opartych o usługi w zakresie kryptoaktywów. Podkreślić należy, że możliwość świadczenia takich usług w oparciu o zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej to dopiero część regulacyjnego krajobrazu, w którym taka działalność może być osadzona. Nie mniej istotna jest bowiem prawidłowa kwalifikacja tych instrumentów i związany z tym wybór właściwego reżimu regulacyjnego w którym taka działalność będzie prowadzona. Po to, aby jego dokonać – niezbędna będzie każdorazowo dogłębna analiza zarówno praw i wartości inkorporowanych w kryptoaktywach, w tym ich treści ekonomicznej, skonfrontowana z miękkimi wytycznymi i (także przyszłą) praktyką nadzoru, przeprowadzoną przez doświadczony na rynku kapitałowym oraz w obszarze nowoczesnych technologii zespół prawny.

mec. **Michał Karwasiński**

Partner w Kancelarii Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.

Jest radcą prawnym, posiadającym kilkunastoletnie doświadczenie w obszarze rynku finansowego, w tym doradztwa regulacyjnego i zarządzania ryzykiem. Założyciel i wspólnik KSZ Smart Legal – innowacyjnej kancelarii prawnej wspierającej instytucje finansowe w regulacyjnym procesie transformacji cyfrowej.



## Implementacja DORA w domach maklerskich: rewolucja czy ewolucja?

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

W ostatnich latach rynek finansowy przeżywał dynamiczne zmiany, co wymagało równie dynamicznej reakcji organów regulacyjnych. W tym kontekście Izba Domów Maklerskich postanowiła przyjrzeć się Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego (rozporządzenie DORA), które wprowadza szereg nowych przepisów dla domów maklerskich. Zagadnienie to szeroko opisywaliśmy w 2 numerze naszego Biuletynu w ubiegłym roku.

Rozporządzenie DORA zacznie obowiązywać 17 stycznia 2025 r., zatem biorąc pod uwagę publikację przepisów w grudniu 2022 r., jesteśmy obecnie na półmetku przygotowań do implementacji omawianych przepisów. Nasuwa się zatem pytanie, czy przepisy Rozporządzenia DORA to rewolucja czy ewolucja w branży maklerskiej oraz jak instytucje finansowe mają się do tych zmian przygotować?

W odpowiedzi na tak postawione pytanie, IDM zorganizowała całonocną konferencję poświęconą dyskusji na temat implementacji Rozporządzenia DORA. Wydarzenie to zgromadziło szerokie grono ekspertów, praktyków oraz przedstawicieli instytucji nadzorczych, w tym Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Ministerstwa Finansów, by omówić najważniejsze aspekty nowych regulacji. Partnerem, który zadbał o odpowiedni poziom merytoryczny spotkania była kancelaria Rymarz, Zdort, Maruta, Wachta, Gasiński, Her i Wspólnicy sp.k. reprezentowana przez mecenasa Michała Kuleszę, partnera kancelarii.

Termin konferencji tj. luty 2024 r., nie został wybrany przypadkowo. Po pierwsze, jak wspomniano na wstępie, przepisy Rozporządzenia DORA opublikowano 14 grudnia 2022 r., a wejdą w życie 17 stycznia 2025 r. czyli jesteśmy mniej więcej pośrodku dwuletniego okresu *vacatio legis*. Ponadto, konferencja odbyła się w trakcie trwających od 8 grudnia 2023 r. konsultacji społecznych czterech projektów RTS, jednego zestawu ITS i dwóch zestawów wytycznych dot. DORA. Konsultacje powyższych dokumentów zakończyły się 4 marca 2024 r. W dniu 23 stycznia br. urzędy nadzoru zorganizowały wysłuchanie publiczne w formie seminarium internetowego w celu przedstawienia wyżej wymienionych projektów. Warto również zauważyć, że o ile w 2022 r. i jeszcze na początku 2023 r. do Izby zgłaszali się niezależni doradcy z propozycją pomocy firmom inwestycyjnym we wdrażaniu DORA, to od kilku miesięcy jest problematyka implementacji DORA wydaje się być pomijana.

Konferencja IDM miała zatem na celu z jednej strony mobilizację i przypomnienie, że połowa czasu przeznaczona

na dostosowanie do nowych przepisów już minęła. Tym, którzy już są w trakcie implementacji DORA miała dać okazję do omówienia problemów, z jakimi się już spotkali oraz do wymiany doświadczeń z kolegami z branży maklerskiej.

Celem konferencji było również przygotowanie swobodnego kick off-u prac IDM nad wdrażaniem DORA. IDM planuje także zorganizowanie grupy roboczej, która zajmie się stworzeniem standardów postępowania lub opracowanie Q&A dla firm inwestycyjnych. Będziemy też starali się współpracować w zakresie implementacji przepisów z Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego i Ministerstwem Finansów.

Przypomnijmy, Rozporządzenie DORA ma na celu zwiększenie przejrzystości, stabilności i bezpieczeństwa na rynku finansowym poprzez wprowadzenie szeregu nowych wymogów dla domów maklerskich. Jednym z kluczowych elementów nowych przepisów jest bardziej rygorystyczne niż dotychczas raportowanie transakcji oraz zarządzanie ryzykiem, co ma na celu zapobieganie nadużyciom i manipulacjom na rynku.

Na uwagę zasługuje fakt, że podczas konferencji eksperci podkreślali znaczenie adaptacji do nowych wymogów oraz konieczność inwestowania w technologie, które umożliwią domom maklerskim skuteczne wdrożenie nowych regulacji. Niektórzy z panelistów zauważyli, że Rozporządzenie DORA może być traktowane jako krok w kierunku bardziej zharmonizowanego i scentralizowanego nadzoru nad rynkiem finansowym w Unii Europejskiej.

Jednakże, nie zabrakło także głosów krytycznych, które podnosiły obawy dotyczące obciążenia administracyjnego oraz kosztów związanych z wdrożeniem nowych przepisów. Niektórzy uczestnicy konferencji wyrazili również obawy co do możliwych negatywnych konsekwencji dla konkurencyjności domów maklerskich, zwłaszcza tych mniejszych, które mogą mieć trudności w dostosowaniu się do nowych regulacji.

Mimo tych wyzwań, większość uczestników konferencji zgodziła się, że Rozporządzenie DORA stanowi ważny krok w kierunku większej przejrzystości i bezpieczeństwa na rynku finansowym. Kluczową kwestią będzie teraz terminowe i skuteczne wdrożenie i egzekwowanie nowych przepisów. W szczególności istotnym elementem tego procesu będzie przegląd oraz zmiana umów z dostawcami ICT, ale nie tylko. Podstawowe wyzwania związane z implementacją Rozporządzenia



DORA dla podmiotów rynku kapitałowego to obowiązek wdrożenia wymogów w zakresie:

- zarządzania ryzykiem związanym z wykorzystaniem technologii informacyjno-komunikacyjnych (ICT);
- zgłaszania poważnych incydentów związanych z ICT właściwym organom oraz dobrowolnego informowania ich o znaczących cyberzagrożeniach;
- testowania operacyjnej odporności cyfrowej;
- wymiany informacji i analiz w związku z cyberzagrożeniami i podatnościami w tym obszarze;
- środków na rzecz należytego zarządzania ryzykiem ze strony zewnętrznych dostawców usług ICT;
- ustaleń umownych zawartych między zewnętrznymi dostawcami usług ICT a podmiotami finansowymi.

Implementacja przepisów Rozporządzenia DORA do polskiego porządku prawnego nie spowoduje obszernych zmian w przepisach krajowych. Jak dowiedzieliśmy się od przedstawiciela Ministerstwa Finansów regulator zakłada, że zmianie będzie podlegał art. 74e ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej „uooif”) który stosuje się do firm inwestycyjnych prowadzących handel algorytmiczny. W przepisie tym dodany zostanie wymóg, aby firmy inwestycyjne prowadzące handel algorytmiczny:

- 1) zapewniały odporność i wydajność urządzeń i systemów teleinformatycznych wykorzystywanych przez nie na potrzeby handlu algorytmicznego zgodnie z rozporządzeniem DORA,
- 2) posiadały strategię i plany na rzecz ciągłości działania w zakresie technologii informacyjno-komunikacyjnych oraz plan reagowania i przywraca sprawności tej technologii,
- 3) monitorowały działanie urządzeń i systemów teleinformatycznych oraz przeprowadzały testy w zakresie oceny prawidłowości ich działania również w celu identyfikowania i eliminacji potencjalnych lub rzeczywistych naruszeń wymogów, o których mowa w rozporządzeniu DORA.

Ponadto, planowana jest zmiana art. 83a ust. 1 uooif, która będzie polegać na dodaniu wymogu, aby systemy informatyczne stosowane przez firmę inwestycyjną – oparte na technologii informacyjno-komunikacyjnej ustanowione i zarządzane zgodnie z rozporządzeniem DORA – zapewniały bezpieczeństwo i ciągłość świadczonych przez firmę inwestycyjną usług maklerskich oraz ochronę interesów klientów i informacji poufnych lub stanowiących tajemnicę zawodową.

Kolejna zmiana w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi dotyczyć będzie planu naprawy domu maklerskiego, który nie jest objęty grupowym planem naprawy, oraz który nie ma obowiązku posiadania grupowego planu naprawy. Zgodnie z projektowaną zmianą art. 110zj ust. 3 uooif plan naprawy będzie obejmował nie tylko porozumienia, umowy i inne działania mające na celu utrzymanie ciągłości działania domu maklerskiego,

ale również sieci i systemów informatycznych, utworzonych i zarządzanych zgodnie z rozporządzeniem DORA.

Niezależnie od wyżej opisanych zmian ustawowych implementacja Rozporządzenia DORA wymagać będzie także zmiany rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 maja 2018 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych. Ministerstwo Finansów przewiduje wprowadzenie dla firm inwestycyjnych obowiązku posiadania mechanizmów bezpieczeństwa służących zapewnieniu bezpieczeństwa środków przekazu informacji i ich uwierzytelniania, minimalizowaniu ryzyka uszkodzenia danych oraz nieuprawnionego dostępu i zapobieganiu wyciekowi informacji.

**Podsumowując, Rozporządzenie DORA można uznać zarówno za rewolucję, jak i ewolucję w przepisach dla domów maklerskich. Stanowi ono rewolucję poprzez wprowadzenie nowych, rygorystycznych wymogów regulacyjnych, które mają na celu zwiększenie przejrzystości i bezpieczeństwa na rynku finansowym. Jednocześnie jest to również ewolucja, ponieważ domy maklerskie muszą dostosować się do zmieniającego się środowiska regulacyjnego, aby utrzymać swoją konkurencyjność i zaufanie klientów.**

mec. **Katarzyna Kacprzak**  
radca prawny w Izbie Domów Maklerskich.

Od ponad 20 lat pracuje w instytucjach finansowych w komórkach prawnych i compliance.



## Przegląd Rynku Kapitałowego

Michał Karol Ejdyś – CFA, FRM, DI

### Wzrosty

IV kwartał 2023 r. obfitował we wzrosty notowań indeksów giełdowych. Rosły indeksy WIG, WIG20, sWIG80 – każdy szybciej niż MSCI World (odpowiednio 20%, 22%, 11% vs 10%).

W całym 2023 r. notowano dodatnie wpływy netto do funduszy inwestycyjnych, kwartał do kwartału coraz większe (kolejno 3,17, 6,07, 7,06, 7,33 mld zł). Kapitał napływał głównie do funduszy obligacyjnych (+19 mld zł), a fundusze akcyjne i mieszane nadal, bo od początku 2022 r., tracily inwestorów (2022: -8 mld zł, 2023: -2 mld zł).

Kwartalna wartość emisji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wzrosła do 1,3 mld z 0,63 zł kwartał do kwartału, głównie za sprawą dużych emisji spółek: Polenergia S.A. i Murapol S.A. (odpowiednio 750 i 364 mln zł).

Wzrósł też dzienny wolumen obrotów na GPW (1 209 vs 946 mln zł w III. kwartale), osiągając wartość najwyższą od pierwszego kwartału 2022 r., w którym wynosił 1 538 mln zł.

### WIG rośnie dwa razy szybciej niż MSCI World

W IV kwartale 2023 r. szeroki indeks WIG rósł intensywnie (+19,97%), ponad dwukrotnie przebijając MSCI World (+9,58%).

W 2023 r. WIG dał zwrot na poziomie 36,54%, podczas gdy MSCI World przyniósł zwrot na poziomie 18,57%.

WIG20, reprezentujący największe spółki, w ostatnim kwartale 2023 r. zyskał więcej (+22,31%) niż sWIG80 reprezentujący spółki mniejsze (+10,79%).

W całym 2023 r. WIG20 i sWIG80 wygenerowały niemal równy zwrot dla inwestorów na poziomie ok. 31%.

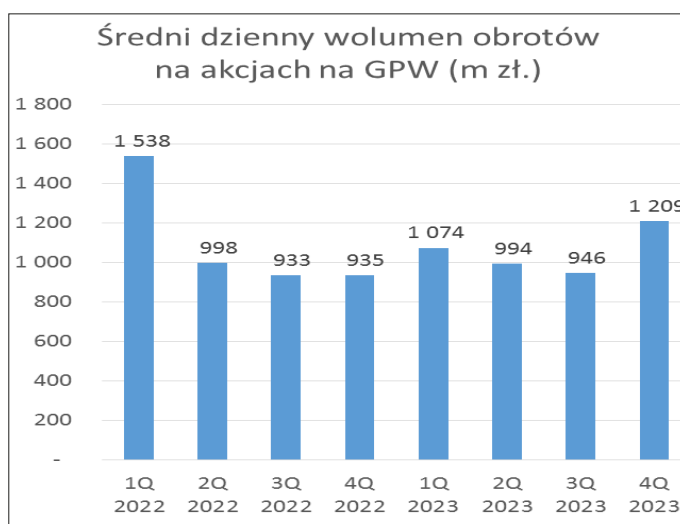
Źródło:  
stooq.pl, opracowanie własne

### Większy wolumen na GPW

Analizując dane kwartał do kwartału średni dzienny wolumen obrotów na GPW w IV kwartale 2023 r. był ponad 21% wyższy (1 209 vs 946 mln zł). Podobna sytuacja miała miejsce na koniec 2021 r., kiedy w IV kwartale średnio dziennie obracano akcjami o wartości 1 272 mln zł, o 351 mln więcej niż w kwartale poprzednim.

W IV kwartale 2022 r. średni dzienny wolumen obrotów był ponad 22% niższy niż w analogicznym kwartale roku 2023.

Źródło:  
<https://www.gpw.pl/statystyki-gpw#3>, opracowanie własne



## Więcej nowych emisji akcji

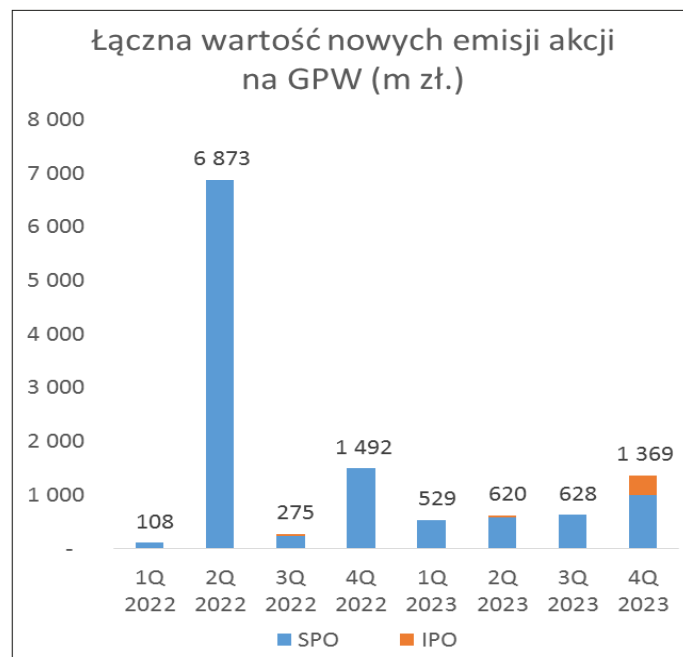
Wartość pozyskanego w IV kwartale 2023 r. kapitału wyniosła 1,4 mld zł, czyli wzrosła ponad dwukrotnie kwartał do kwartału (2,2x), ale była nieco niższa rok do roku (-8,3%).

W IV kwartale 2023 r. miał miejsce jeden debiut giełdowy – z emisją wartą 364 mln zł na GPW debiutował Murapol, dwa lata po swojej pierwszej nieudanej próbie IPO.

Rok 2023 zamknął się kwotą 3,1 mld zł pozyskanych z rynku. To 64% mniej niż 8,7 mld zł zebranych w roku poprzednim.

Źródło:

[https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne\\_emisje/2023\\_SPO\\_GR.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne_emisje/2023_SPO_GR.pdf) ;  
<https://www.gpw.pl/debiuty>, opracowanie własne



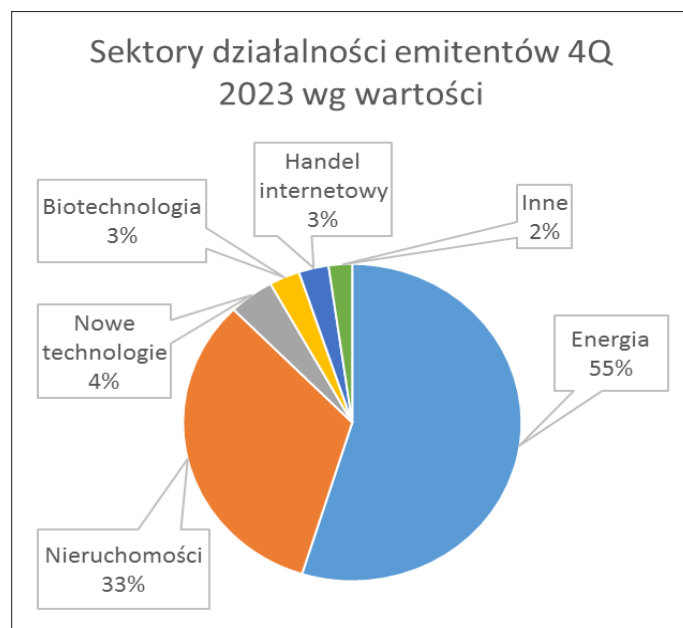
## Polenergia i Murapol dominują pod względem wartości emisji

W okresie od października do grudnia 2023 r. inwestorzy ulokowali najwięcej kapitału w sektorze energetycznym, a konkretnie w emisji Polenergii (750 mln zł). Drugi pod względem wielkości był debiut giełdowy z sektora nieruchomości: Murapol S.A., (364 mln zł). Stanowi to 88% łącznej wartości emisji na GPW w omawianym okresie.

Sektor nowych technologii (Creotech Instruments S.A., 59 mln zł) odpowiadał za 4% wartości emisji, a sektory biotechnologii (Captor Therapeutics S.A., 40 mln zł) i handlu internetowego (Answear.com S.A., 39 mln zł). Każdy z ww. zebrał po niecałe 3%.

Źródło:

j/w, opracowanie własne



## Dalszy wzrost wpływów netto do funduszy (głównie obligacyjnych)

W IV kwartale 2023 r. polskie fundusze inwestycyjne dalej zwiększały swoje aktywa, inkasując 7,33 mld zł i zamykając rok na poziomie 320 mld zł.

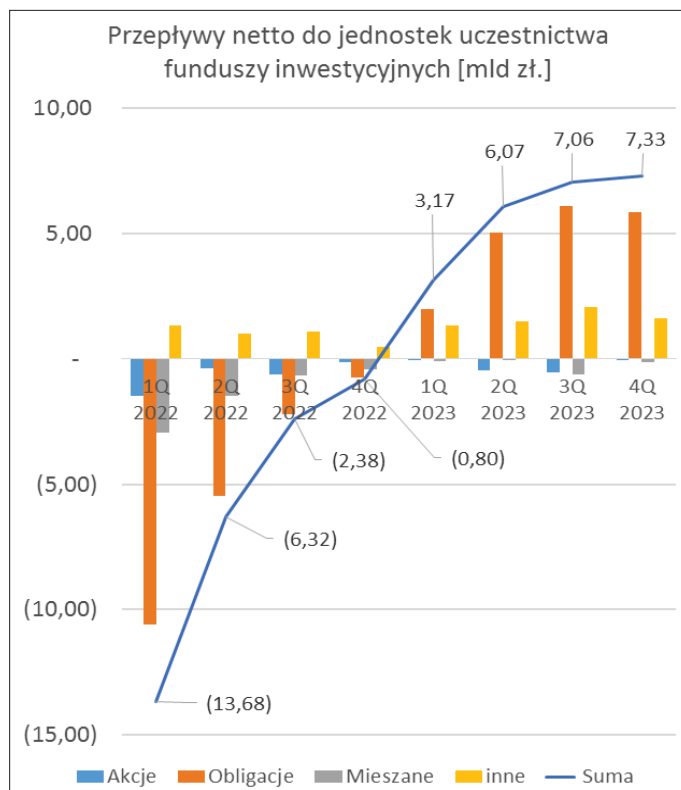
Nadal dominowały wpływy netto do funduszy obligacyjnych, ale były niższe niż w poprzednim kwartale (5,9 vs 6,1 mld zł). Podobnie było w przypadku funduszy „innych” – sekurytyzacyjnych, nieruchomościowych, private equity (1,62 vs 2,08 mld zł w ub. kw.).

Fundusze mieszane zanotowały mniejszy odpływ kapitału (-140 vs -620 mln zł w ub. kw.), a akcyjne niemalże przestały tracić inwestorów (-20 mln zł).

W 2023 r. aktywa funduszy urosły o ponad 51 mld zł. Za znakomitą większość (92%) wzrostu odpowiadał zwrot na za-inwestowanym kapitale (28 mld zł) i inwestycje w fundusze obligacyjne (19 mld zł).

Źródło:

<https://www.izfa.pl/index.php/raporty>, opracowanie własne



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

### 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.



### 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.

**Rynek kapitałowy pełni kluczową rolę w finansowaniu wzrostu gospodarczego kraju. Efektywnie funkcjonujący rynek jest źródłem pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw na cele rozwojowe oraz miejscem lokowania i pomnażania oszczędności społeczeństwa.**

#### **ROLA DOMÓW MAKLESKICH W ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO I FINANSOWANIU GOSPODARKI**

Domy maklerskie odgrywają istotną rolę w rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki kraju. Pełnią funkcję doradcy pomiędzy przedsiębiorstwem a inwestorem w pozyskiwaniu kapitału na rynku pierwotnym i w zakupie lub sprzedaży akcji na rynku wtórnym, czyli na Giełdzie. Branża krajowych domów maklerskich zatrudnia wysoko wykwalifikowanych doradców inwestycyjnych, analityków, doradców z kwalifikacjami CFA doradzających firmom w pozyskiwaniu kapitału oraz inwestorom, zarówno indywidualnym jak i funduszom inwestycyjnym oraz emerytalnym w inwestowaniu na rynku pierwotnym i wtórnym.

#### **Domy i biura maklerskie**

- wspierają rozwój konkurencyjnego i sprawnego rynku kapitałowego oraz przyczyniają się do wzrostu gospodarczego w Polsce,
- doradzają polskiemu rządowi w prywatyzacji spółek Skarbu Państwa i pozyskiwaniu finansowania na ich dalszy rozwój,
- doradzają i pozyskują kapitał dla przedsiębiorstw w Polsce, przyczyniając się tym samym do rozwoju gospodarczego i zwiększania liczby miejsc pracy,
- doradzają inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym w efektywnym lokowaniu i pomnażaniu kapitału,
- wspierają rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie poprzez doradzanie swoim klientom – przedsiębiorstwom – notowanie akcji ich spółek na rynku wtórnym, którego organizatorem jest Giełda.

#### **BRANŻA KRAJOWYCH DOMÓW I BIUR MAKLESKICH TO:**

- 30 domów maklerskich
- 9 banków prowadzących działalność maklerską
- 20 bezpośrednich członków Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie
- 12 instytucji działających w Europejskim Obszarze Gospodarczym
- Wysokiej klasy specjaliści w obszarze rynków kapitałowych

Silna branża krajowych domów maklerskich jest jednym z kluczowych elementów konkurencyjności gospodarki zdefiniowanej jako zdolność do finansowania potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw. Z perspektywy rozwoju gospodarczego kraju, rynek kapitałowy powinien być dostępny dla polskich przedsiębiorstw, szczególnie małych i średnich, aby mogły one pozyskiwać kapitał po możliwie najniższym koszcie.

#### **SUKCES POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO – EFEKT DZIAŁAŃ KRAJOWYCH DOMÓW I BIUR MAKLESKICH**

- 166 mld zł aktywów klientów na rachunkach domów maklerskich (dane na 30.09.2023).
- Doradztwo dla tysięcy polskich przedsiębiorstw i klientów indywidualnych przy pozyskiwaniu środków finansowych na rozwój i realizację projektów biznesowych.
- Ponad 1400 przeprowadzonych ofert publicznych na rynku kapitałowym w Polsce na kwotę ponad 350 mld zł (lata 2005-2023).
- Ponad 460 debiutów spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na kwotę ponad 109 mld zł (lata 2005-2023).

#### **IZBA DOMÓW MAKLESKICH**

- Największa niezależna samorządowa organizacja środowiska pracodawców domów i biur maklerskich w Polsce:
  - 20 członków
  - 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 IZBY DOMÓW MAKLESKICH**

Izba koncentruje swoją działalność na 4 podstawowych zadaniach, które wytyczają jej cele i kierunki dla jej działań i inicjatyw.

1. Zajmowanie stanowisk w imieniu i na rzecz członków, uzgodnienia i opiniowanie przepisów.
2. Wsparcie dla Członków Izby.
3. Szkolenia i edukacja – IDM – Centrum Szkoleń i Edukacji dla branży papierów wartościowych.
4. Publiczna promocja tematów kluczowych dla rozwoju rynku kapitałowego i polskich firm inwestycyjnych, występowanie w roli rzecznika rynku kapitałowego.

### **Regulacje dla rozwoju rynku**

- Współpraca i wsparcie dla administracji rządowej i instytucji rynku kapitałowego w zakresie tworzenia bezpiecznych a jednocześnie elastycznych i kosztowo oszczędnych regulacji prawnych sprzyjających rozwojowi efektywnego rynku kapitałowego w Polsce.
- Ochrona inwestorów poprzez wspieranie stosowania wysokich standardów dobrych praktyk rynkowych domów maklerskich zawartych w Kodeksie Dobrej Praktyki Domów Maklerskich oraz Zasadach Etyki Związku Maklerów i Doradców w zakresie obsługi klientów i obrotu papierami wartościowymi oraz ustanawianie i egzekwowanie stosowania innych standardów i praktyk, które mogą być konieczne dla ochrony interesu inwestorów.
- Współpraca z organizacjami samorządowymi w zakresie regulacji dotyczących rynku kapitałowego. Opracowywanie wspólnych opinii i rekomendacji w sprawach będących przedmiotem wspólnego zainteresowania.
- Podejmowanie inicjatyw i udział w strategicznych i marketingowych projektach, które zwiększają efektywność polskiego rynku kapitałowego i które pozycjonują Polskę jako atrakcyjny rynek do inwestycji.
- Rozszerzanie kompetencji Izby w zakresie samoregulacji, poprzez przejmowanie w porozumieniu z administracją rządową, uprawnień o charakterze regulacyjnym od organów administracji rządowej, szczególnie w zakresie licencjonowania maklerów i doradców.

**W ostatnich latach Izba Domów Maklerskich brała udział przy konsultacji ponad 100 aktów prawnych dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego.**

### **Promocja publiczna tematów kluczowych dla rynku kapitałowego i roli domów maklerskich**

- Budowanie świadomości publicznej na temat roli domów maklerskich w pozyskiwaniu kapitału dla przedsiębiorstw w tym wśród administracji rządowej, instytucji rynku kapitałowego, mediów poprzez publikacje, opracowania tematyczne, organizację konferencji programowych, udział w konferencjach i dyskusjach panelowych.
- Formułowanie w imieniu środowiska maklerskiego publicznych opinii na temat polityki rządu i instytucji rynku kapitałowego w zakresie rozwiązań czy praktyk istotnych z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego i ochrony interesów domów maklerskich i inwestorów oraz innych uczestników rynku kapitałowego.
- Integrowanie uczestników rynku i budowanie platformy wypracowywania wspólnych stanowisk i ekspertyz w tematach istotnych dla rynku kapitałowego.
- Działalność wydawnicza i konferencyjna: publikacje, opracowania tematyczne, konferencje programowe.

### **Izba Domów Maklerskich jest inicjatorem i promotorem powstania Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego**

W ostatnich latach Izba Domów Maklerskich wspierała działania mające na celu, między innymi, wprowadzenie i zastosowanie dyrektywy MiFID czy DORA na krajowy rynek.

Izba Domów Maklerskich jest patronem honorowym takich inicjatyw jak Akademia Liderów Rynku Kapitałowego, Konkurs The Best Annual Report i wiele innych.

Izba jest gospodarzem kilku wiodących konferencji regulacyjnych i compliance z obszaru rynku kapitałowego.

### **Centrum edukacyjne dla domów maklerskich**

- Prowadzenie działalności edukacyjnej w celu zwiększenia poziomu profesjonalnego pracowników domów maklerskich oraz inwestorów.
- Szkolenia i warsztaty tematyczne dla Członków Izby, e-learning oraz inne inicjatywy szkoleniowe.

W ostatnich latach Izba Domów Maklerskich przeprowadziła setki szkoleń tradycyjnych i e-learningowych oraz konsultacji tematycznych dla swoich członków.

### **Wsparcie dla Członków Izby Domów Maklerskich**

- Prowadzenie doradztwa oraz konsultacji w sprawach będących przedmiotem wspólnego zainteresowania Członków Izby oraz współpraca, w imieniu Członków Izby, z administracją rządową, Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, organizacjami samorządowymi rynku finansowego i innymi instytucjami lub stowarzyszeniami.
- Opinie i konsultacje prawne dla Członków Izby.
- Izba jako źródło informacji o działalności domów maklerskich w Polsce dla Członków i administracji rządowej.
- Prezentacja interpretacji opinii i analiz dotyczących nowych projektów i zmian prawnych, a także rozwiązań kluczowych dla rynku.

## **KONTAKT**

**Izba Domów Maklerskich**

**ul. Kopernika 17, 00-359 Warszawa**

**tel.: 22 828-14-02/03, e-mail: [biuro@idm.com.pl](mailto:biuro@idm.com.pl), [www.idm.com.pl](http://www.idm.com.pl)**

