

Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej w przygotowaniu

Wywiad z Wojciechem Maryańskim

– Prezesem Zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A.
rozmawiała Katarzyna Kacprzak

Sprzedaż usług finansowych na odległość – zmiany w działalności firm inwestycyjnych

mec. Ewa Mazurkiewicz

Crowdfunding już tylko z licencją

mec. Katarzyna Majer-Gębska

str. 4

Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej w przygotowaniu

str. 6

Wywiad z Wojciechem Maryańskim – Prezesem Zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A.

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

str. 8

Sprzedaż usług finansowych na odległość – zmiany w działalności firm inwestycyjnych

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

str. 11

Crowdfunding już tylko z licencją

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

str. 15

„Zderzenie” firm inwestycyjnych z platformami finansowania społecznościowego – konkurencja czy szansa na rozwój maklerskiego biznesu?

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

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

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

str. 19

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego – fotorelacja

str. 22

Przegląd Rynku Kapitałowego

Michał Karol Ejdys – CFA, FRM, DI

str. 25

Konferencja: „Rejestr akcjonariuszy” za nami – ważne wnioski i postulaty dla ustawodawcy i regulatora!

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

Drodzy Czytelnicy!

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

Gościem specjalnym aktualnego wydania jest Wojciech Maryański – Prezes Zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A., nowego członka Izby Domów Maklerskich. W numerze znajdą Państwo fotorelacje z dwóch ważnych wydarzeń organizowanych jesienią przez Izbę Domów Maklerskich: Konferencji Regulacji Rynku Kapitałowego pt. „Bieżące wyzwania prawne branży rynku kapitałowego” oraz Konferencji „Rejestr akcjonariuszy – podsumowanie doświadczeń i wyzwań po dwóch i pół roku obowiązywania regulacji”.

W bieżącym numerze wiele miejsca poświęcamy tematyce zagadnienia crowdfundingu. W artykule mec. Katarzyny Majer-Gębskiej autorka przybliży Rozporządzenie UE dot. crowdfundingu. Natomiast mec. Michał Karwasiński, mec. Jakub Szpringer i mec. Kacper Czyżewski omawiają „Zderzenie” firm inwestycyjnych z platformami finansowania społecznościowego, zastanawiając się jednocześnie czy crowdfunding jest konkurencją czy szansą na rozwój maklerskiego biznesu.

Chcemy także zainteresować Państwa problematyką sprzedaży usług finansowych na odległość. O zmianach w działalności firm inwestycyjnych wynikających z nowej dyrektywy Unii Europejskiej pisze mec. Ewa Mazurkiewicz.

Zapraszamy również do lektury „Przeglądu rynku kapitałowego”.

W oczekiwaniu na nadchodzące Święta, w imieniu całego zespołu Izby Domów Maklerskich życzymy Państwu Wszystkiego Najlepszego – zdrowia, spokoju i samych radosnych chwil oraz Szczęśliwego Nowego Roku.

Do zobaczenia w 2024!

Redakcja





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. (środa – sobota)



WSPIERAMY ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO
DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO
I ZAMOŻNOŚCI OBYWATELI



**Na finiszu koncepcja zakresu merytorycznego XXIV Konferencji
Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej
– drugie posiedzenie Rady Programowej za nami!**

Przedstawiciele Izby w trakcie posiedzenia reprezentował Zarząd w składzie Waldemar Markiewicz, Prezes Izby oraz Piotr Sobków, członek Zarządu, a także przewodniczący Rady Programowej Piotr Prażmo, który wprowadził audytorium w tematykę najbliższej konferencji.

Koncepcja zakresu merytorycznego najbliższej Konferencji Rynku Kapitałowego

Ambicje Polski a potencjał ich realizacji – rynek kapitałowy w służbie gospodarki – to wątek przewodni zbliżającej się konferencji. Na drugim spotkaniu Rada Programowa wstępnie potwierdziła zakres tematyczny XXIV Konferencji. W planach jest organizacja ok 4-5 debat strategicznych w temacie geopolitycznym, makroekonomicznym, inwestorskim oraz dot. przedsiębiorstw. W drugim dniu konferencji pojawią się prelekcje, prezentacje, debaty i panele specjalistyczne na tematy związane z ESG, innowacjami w obszarze rynku kapitałowego, wyzwaniami dla spółek giełdowych czy AI oraz nowymi produktami finansowymi. Jak co roku ważny blok tematyczny konferencji będzie poświęcony wyzwaniom regulacyjnym. W czasie wydarzenia nie zabraknie również tematów związanych z działalnością biur i domów maklerskich. Konferencji będą towarzyszyły warsztaty branżowe.

3 dni debat strategicznych, warsztatów merytorycznych i paneli dyskusyjnych

II. posiedzenie Rady Programowej Konferencji zgromadziło ponad 30 uczestników, członków rady programowej. W czasie spotkania przedstawiciele Izby Domów Maklerskich, gospodarza konferencji, potwierdzili już wstępne ustalenia dotyczące szczegółowych obszarów merytorycznych konferencji oraz deklaracje partnerstwa złożone przez Bank Pekao SA i TFI Pekao oraz Santander Bank i TFI Santander, a także TFI PZU. Deklaracje współpracy złożyli także przedstawiciele KDPW, BGK, KGHM, GPW, JSW, XTB, C/ VIG Qudarat TFI, List Polska, Asseco, JSW oraz Accenture.

Tematy przewodnie konferencji

- Otoczenie makroekonomiczne i jego wpływ na inwestycje
- Największe wyzwania stojące przed polską gospodarką: czy rynek kapitałowy może pomóc?
- Kierunki zrównoważonego rozwoju i transformacji energetycznej
- Trendy i polityka w zakresie rozwoju finansów cyfrowych
- Jak zwiększyć finansowanie kapitałowe (equity financing), rola Private Equity
- Perspektywa inwestorów: indywidualnych i instytucjonalnych: profil, potrzeby, apetyt na ryzyko
- Najnowsze zmiany w regulacjach rynku finansowego i ich wpływ na gospodarkę
- Przyszłość instytucji finansowych w kontekście zmian na rynku, digitalizacji i cyfrowych aktywów
- Unia Rynków Kapitałowych – co dalej? Pełna harmonizacja czy wspieranie krajowego rynku kapitałowego
- Perspektywy rozwoju krajowych firm inwestycyjnych w kontekście zmian na rynku, digitalizacji i cyfrowych aktywów

Wywiad z Wojciechem Maryańskim – Prezesem Zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A.

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

Panie Prezesie, Dom Maklerski PGE wstąpił od listopada w szeregi Członków IDM, co stoi za tą decyzją?

Izba Domów Maklerskich jest w moim przekonaniu platformą komunikacji, która pozwala jej uczestnikom unikać „wyważania otwartych drzwi”. Członkowie Izby tworzą środowisko, które – pomimo zdrowego konkurencyjności na rynku – w kwestiach istotnych potrafi rozmawiać i wypracowywać rozwiązania, odpowiadające wymogom zmieniającej się rzeczywistości. W moim odczuciu ta komunikacja i wymiana wiedzy są nie do przecenienia. Trudno pominąć również wartość szkoleń organizowanych przez Izbę. Szkolenia prowadzą uznani specjaliści z branży i przedstawiciele instytucji nadzorczych, takich jak np. Komisja Nadzoru Finansowego. Dlatego też jestem zdania, że dzięki członkostwu w IDM i czerpaniu wiedzy z doświadczeń innych jej członków możemy realnie obniżyć nasze ryzyko prawne i regulacyjne, a jak wiemy, ryzyko to bardzo często mierzone jest wprost w pieniądzu. Stąd właśnie nasza decyzja. W Izbie jesteśmy już od [1,5 miesiąca / 2 miesięcy] i jako zarząd PGE Domu Maklerskiego jesteśmy przekonani o słuszności tego kroku.

Dom Maklerski PGE nie jest „typowym” domem maklerskim, tzn. wachlarz jego usług odbiega od większości pozostałych firm inwestycyjnych. Czy może Pan naświetlić pokrótce czym się zajmujecie?

Naszą główną specjalizacją jest energetyka – zarówno w zakresie obrotu energią elektryczną i gazem, jak również w obszarze kontraktowania uprawnień do emisji CO₂ na rynkach regulowanych oraz OTC. Jesteśmy jedyną firmą inwestycyjną w Polsce, która daje swoim klientom dostęp do rynku EEX oraz ICE ENDEX. Dzięki temu, firmy zobowiązane do uczestnictwa w systemie ETS, które nie są wystarczająco duże na bezpośrednie członkostwo w wyżej wymienionych giełdach, mogą zawierać transakcje na EuA za naszym pośrednictwem. Świadczymy też bardziej „klasyczne” usługi maklerskie, typu prowadzenie rejestru akcjonariuszy, rejestrów sponsora emisji czy pośrednictwo w obrocie na GPW, jednak nie są to nasze najważniejsze linie biznesowe.

W jaki sposób zatem, Pana zdaniem, PGE DM skorzysta na członkostwie w IDM?

Poza wspomnianą już wymianą wiedzy i doświadczeń, niezwykle istotną jest możliwość wypracowywania wspólnego stanowiska w odniesieniu do otoczenia prawnego rynku kapitałowego. Przytoczę tu pewien cytat, którego autora nie udało mi się ustalić: „W teorii nie ma różnicy pomiędzy teorią a praktyką. W praktyce – jest”. Ustawodawca, projektując

lub implementując przepisy, siłą rzeczy porusza się w warstwie teoretycznej. Organizacje branżowe, takie jak IDM, pomagają w tworzeniu dobrego prawa, gdyż są w stanie „urealnicić” tworzone przepisy. W tym kontekście PGE Dom Maklerski może mieć ważną rolę do odegrania. Jesteśmy świadkami wielkich zmian na rynku energii, które mocno oddziałują na rynek kapitałowy. Zatem naszą rolę w IDM widzimy również we wsparciu „zielonego kierunku”, z korzyścią zarówno dla gospodarki, jak i dla samej spółki.

A w jaki sposób Izba i pozostali jej członkowie, może skorzystają na pozyskaniu domu maklerskiego z branży energii?

PGE Dom Maklerski ma unikatową wiedzę i doświadczenia, które na pewno poszerzają „łączne” kompetencje Izby Domów Maklerskich. Każdorazowo, gdy Izba będzie potrzebowała wsparcia praktyków rynku energii, my będziemy do dyspozycji. Jestem również przekonany, że będziemy stanowić wartość dodaną w dyskusjach o zmianach w krajowej energetyce. IDM niejednokrotnie podejmował ten temat podczas paneli dyskusyjnych, chociażby na ostatniej Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej. Mam poczucie, że dzięki naszemu przystąpieniu do Izby, w tych rozważaniach pojawi się głos – bądź co bądź – największej grupy energetycznej w Polsce.

Jak widzi Pan rozwój branży energetycznej, w kontekście działalności maklerskich, w perspektywie najbliższych kilku lat?

Synergie wydają się tu oczywiste. Z jednej strony mamy dynamiczny rozwój odnawialnych źródeł energii, wymagający istotnych nakładów kapitałowych. Z drugiej strony mamy wysokie wartości depozytów, zgromadzonych w krajowych bankach. I to banki kredytują kolejne farmy wiatrowe, rozwój fotowoltaiki i inne projekty zielonej rewolucji. Tymczasem środków inwestycyjnych można przecież szukać na rynku kapitałowym. Jego infrastruktura ma wystarczające, wolne moce przerobowe, żeby stać się istotnym elementem finansowania rozwoju OZE. Tyle, że tu do wykonania jest wielka praca, zarówno merytoryczna, jak i mentalna. Wszyscy, dosłownie wszyscy – ustawodawca, branża maklerska, regulatorzy i na końcu klienci – musieliby realnie zacząć postrzegać rynek kapitałowy jako dobre miejsce pozyskiwania kapitału. Potrafię sobie wyobrazić zwykły fundusz inwestycyjny zamknięty, który inwestowałby w odnawialne źródła energii. Instalacje OZE najczęściej mają podpisane wieloletnie umowy PPA, zatem są w stanie generować dodatnią stopę zwrotu w długim horyzoncie. Oczywiście zyski z takiej inwestycji nie byłyby oszałamiające, ale w miarę stałe i przewidywalne. Patrząc na

awersję do ryzyka wśród klientów detalicznych, jestem zdania, że takie produkty świetnie by się sprzedawały.

Z jakimi wyzwaniami mierzy się Pana dom maklerski w bieżącej pracy biura?

W naszej działalności jak w soczewce widać niedoskonałości przepisów prawa, w szczególności w sytuacjach, gdzie dochodzi do kolizji różnych ustaw. Przykładowo – podmioty, które obowiązkowo muszą uczestniczyć w systemie ETS i nabywają uprawnienia do emisji, de iure nabywają instrumenty finansowe. W związku z tym, musimy tych klientów badać pod kątem ich wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego. Tymczasem są to najczęściej podmioty wytwarzające energię, które z działalnością inwestycyjną na giełdzie mają niewiele wspólnego. Jaki jest efekt? Z badania odpowiedniości wynika nam, że nabywanie instrumentów finansowych jest dla klienta nieodpowiednie, a jednocześnie klient ten ma obowiązek nabywania uprawnień do emisji – czyli instrumentów finansowych.

Sporym problemem dla nas i dla naszych klientów jest też zbyt rygorystyczne podejście banków europejskich do kwestii finansowania rozwoju energetyki. W skrócie – nie

da się szybko i tanio dokonać „zielonej zmiany”. Tymczasem wiele podmiotów z Europy Środkowo-Wschodniej trafia na błędne koło: muszą się modernizować, co wymaga kapitału, ale nie mogą go pozyskać w bankach, gdyż te nie finansują „czarnych” podmiotów. I tu wracamy do potencjału, jaki daje rynek kapitałowy.

Co Pan sądzi o ESG?

ESG jest obszarem, który jest ważny dla naszej branży. O finansowaniu OZE już wspomniałem, natomiast warto zauważyć, że mówiąc „ESG” od razu widzimy panele słoneczne, papierowe kubeczki i recykling śmieci, a zapominamy o literkach S oraz G. Tymczasem kwestie społeczne oraz ładu korporacyjnego są równie ważne. Zaryzykuję nawet tezę, że S jest nadrzędne wobec E oraz G. Ostatecznie chodzi bowiem o to, aby nam, ludziom, żyło się lepiej dzięki czystemu środowisku i porządkowi gospodarczemu. W tym kontekście mogę żartobliwie powiedzieć, że Izba zajmowała się ESG, zanim to stało się modne. Przecież od lat mamy kodeksy i standardy IDM, które wprost odpowiadają na kwestie adresowane przez przedmiotowe regulacje. Musimy jeszcze popracować, żeby wydobyć synergie rynku kapitałowego i projektów zielonej rewolucji – ale pozostaję optymistą, że nam się to uda.

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.

W październiku 2016 roku został ponownie zatrudniony w Domu Maklerskim BDM S.A. na stanowisku Doradcy Zarządu i jednocześnie objął stanowisko Prezesa Zarządu w spółce Partnerzy Inwestyjni sp. z o.o. Marzec 2017 roku przyniósł kolejne wyzwanie w postaci powołania do zarządu Opera Domu Maklerskiego sp. z o.o. w randze prezesa zarządu – z odpowiedzialnością za całokształt działalności firmy inwestycyjnej, a w szczególności za obszar zgodności z przepisami prawa. W latach 2017 – 2019 zasiadał także w radzie nadzorczej spółki SkyCash Poland S.A.

9 kwietnia 2019 roku uzyskał jednogłośnie zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na objęcie stanowiska prezesa zarządu PGE Domu Maklerskiego S.A.

Prywatnie – perkusista-amator, poświęcający czas wolny rodzinie oraz dawnej motoryzacji.



Sprzedaż usług finansowych na odległość – zmiany w działalności firm inwestycyjnych

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

Informacje ogólne

Rada UE przyjęła 23 października br. dyrektywę dotyczącą umów o usługi finansowe zawieranych na odległość („**Nowa Dyrektywa**”), a to znaczy, że dyrektywa w takim brzmieniu zostanie ostatecznie przyjęta i opublikowana. Nowa Dyrektywa zmieni dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/83/UE z dnia 25 października 2011 r. w sprawie praw konsumentów („**Dyrektywa 2011/83/UE**”) oraz uchyli dyrektywę 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 r. dotyczącą sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość („**Dyrektywa 2002/65/WE**”) powodując, że ta pierwsza stanie się kompleksową regulacją z zakresu ochrony konsumentów kontraktujących z przedsiębiorcami przy użyciu środków porozumiewania na odległość.

Przegląd Dyrektywy 2002/65/WE, czyli unijnych zasad sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość był częścią przedstawionego przez Komisję Europejską „Nowego programu na rzecz konsumentów” jako planu wzmocnienia ochrony konsumentów na europejskim rynku w dobie jego zielonej i cyfrowej transformacji. **Głównymi celami Nowej Dyrektywy, ma być „uproszczenie dotychczasowych przepisów, zwiększenie ochrony konsumentów oraz stworzenie równych warunków w przypadku usług finansowych oferowanych online, przez telefon lub z wykorzystaniem innych form sprzedaży zdalnej”.**

Dla pełnej skuteczności Nowa Dyrektywa będzie wymagała implementacji do porządków krajowych poszczególnych państw członkowskich UE, przy czym termin przewidziany na implementację i wdrożenie przepisów to 30 miesięcy od dnia wejścia w życie Nowej Dyrektywy.

Zakres zmian

Nowa Dyrektywa nie zmienia pojęcia usługi finansowej ani definicji konsumenta. Usługą finansową w rozumieniu Dyrektywy 2011/83/UE jest każda usługa o charakterze bankowym, kredytowym, ubezpieczeniowym, emerytalnym, inwestycyjnym lub płatniczym. Nowa Dyrektywa nie zmieni powyższego pojęcia, więc firma inwestycyjna będzie adresatem nowych przepisów w zakresie, w jakim będzie zawierać z konsumentami umowy z wykorzystaniem środków porozumiewania na odległość. Co istotne, zmiany nie będzie również w zakresie definicji konsumenta – w dalszym ciągu będą to osoby fizyczne działające w celach niezwiązanych z działalnością handlową, gospodarczą, rzemieślniczą ani wykonywaniem wolnego zawodu.

Nowa Dyrektywa zasadniczo zrówna, na potrzeby ochrony konsumenta, usługi finansowe z usługami świadczonymi przez przedsiębiorców niefinansowych wprowadzając dodatkowo pewne specyficzne normy ochronne mające zastosowanie do cyfrowych form kontaktu.

Przede wszystkim Nowa Dyrektywa:

- doda możliwość wprowadzenia na poziomie krajowym w stosunku do umów „zawieranych” przez telefon obowiązku dodatkowego potwierdzenia przez przedsiębiorcę oferty złożonej konsumentowi w formie pisemnej lub na trwałym nośniku informacji;
- zmieni zakres informacji ujawnianych konsumentowi przed zawarciem umowy oraz doprecyzuje termin ich przekazania;
- wprowadzi wymóg zapewnienia konsumentowi dodatkowych wyjaśnień dot. szczegółów umowy oraz zapewnienia konsumentowi prawa do „kontaktu z człowiekiem” w przypadku umowy zawieranej z wykorzystaniem narzędzi internetowych;
- wprowadzi wymóg zapewnienia konsumentowi prawa do odstąpienia od umowy za pośrednictwem interfejsu internetowego, jeśli do zawarcia umowy doszło w taki właśnie sposób oraz dodatkową ochronę konsumenta w zakresie interfejsów internetowych;
- doprecyzuje zasady związane z prawem do odstąpienia przez konsumenta od umowy zawartej na odległość;
- wprowadzi zakaz pobierania od konsumentów, w związku ze stosowaniem określonych sposobów płatności, opłat, które byłyby wyższe od kosztów poniesionych przez przedsiębiorców w związku z korzystaniem z tych sposobów;
- wprowadzi zakaz nakładania na konsumenta obowiązku płacenia taryfy wyższej niż taryfa podstawowa w przypadku, gdy przedsiębiorca posiada linię telefoniczną przeznaczoną do telefonicznego kontaktowania się z nim w sprawie zawartej umowy;
- wprowadzi obowiązek uzyskiwania wyraźnej zgody konsumenta, przed zawarciem umowy, na każdą dodatkową płatność ponad uzgodnione wynagrodzenie za główne świadczenie umowne przedsiębiorcy (pod rygorem prawa konsumenta do żądania zwrotu płatności).

Interfejsy internetowe

Wśród zmian zasługujących na szersze omówienie należy wymienić wprowadzaną przez Nową Dyrektywę ochronę konsumenta na wypadek stosowania przez przedsiębiorcę tzw. interfejsu internetowego rozumianego jako oprogramowanie komputerowe, w tym strona internetowa lub jej część, oraz aplikacje, w tym aplikacje mobilne. Jakkolwiek pełna regulacja w zakresie dostarczania usług

cyfrowych stała się przedmiotem tzw. aktu o usługach cyfrowych¹, to jednak autorzy Nowej Dyrektywy dostrzegli potrzebę wprowadzenia pewnych zasad zapewniających ochronę konsumenta zawierającego umowy na rynku finansowym z wykorzystaniem takich narzędzi. W szczególności, postanowiono zapewnić konsumentowi możliwość wykonania za pośrednictwem interfejsu internetowego prawa do odstąpienia od umowy, jeśli do jej zawarcia dojdzie w ten właśnie sposób. Dodatkowo, w Nowej Dyrektywie wprowadzone zostaną ograniczenia mające na celu wyeliminowanie praktyk niepożądanych, a więc takich, które w istotny sposób mogłyby zniekształcać lub ograniczać, celowo lub nie, zdolność odbiorców usługi do dokonywania niezależnych i świadomych wyborów lub podejmowania takich decyzji. Jako przykład niepożądanych praktyk w tym obszarze wskazywane są praktyki marketingowe influencerów na platformach mediów społecznościowych często wprowadzające konsumentów w błąd przez reklamowanie określonych produktów lub usług finansowych bez informacji o wysokim ryzyku straty dla konsumentów.

O ile ograniczenia związane z eliminowaniem praktyk niepożądanych mają charakter uniwersalny – będą dotyczyć przedsiębiorców stosujących w prowadzonej działalności tego typu rozwiązania, o tyle wypada zastanowić się nad zakresem zastosowania, zwłaszcza w kontekście działalności firm inwestycyjnych, wymogów dotyczących komunikowaniu się z konsumentem za pośrednictwem interfejsu internetowego w zakresie związanym z prawem do odstąpienia od umowy. Wymogi te bowiem z istoty swej nie będą dotyczyć usług, do których prawo to nie ma zastosowania. Wyłączeń od obligatoryjnego prawa do odstąpienia od umowy już obecnie jest kilka i Nowa Dyrektywa ich nie uchyli. W szczególności prawo odstąpienia od umowy nie ma zastosowania w przypadku usług finansowych, których cena zależy od wahań na rynku finansowym pozostających poza kontrolą przedsiębiorcy, a więc w praktyce – w przypadku większości usług maklerskich. Ponieważ Nowa Dyrektywa utrzyma obowiązujące obecnie wyłączenie, należy uznać, że w efekcie szczególnie wymóg odnoszący się do sposobu wykonania omawianego prawa nie będzie miał zastosowania do usług objętych zakresem wyłączenia.

Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że już Dyrektywa 2002/65/WE wyliczając usługi finansowe podlegające wyłączeniu nie odsyłała do pełnego katalogu instrumentów finansowych z dyrektywy MiFID II². W szczególności, wyliczenie to nie obejmowało np. instrumentów pochodnych, których instrumentem bazowym, byłby towar lub indeks

finansowy, ani kontraktów na różnicę. Krajowe przepisy implementujące omawianą dyrektywę³ oparły się na szerszym zakresie instrumentów definiując zakres przedmiotowego wyłączenia jako usługi oparte o: „operacje finansowe, w których ustalono cenę, kurs, stopę procentową lub indeks, a w szczególności nabywanie walut, papierów wartościowych, złota lub innych metali szlachetnych, towarów lub praw, w tym umowy obliczone tylko na różnice cen, opcje i prawa pochodne, zawarte na umówioną datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym”. Jakkolwiek trudno jest obecnie przesądzić kierunek implementacji przepisów Nowej Dyrektywy, to istotne jest, że katalog ten (tak w akcie UE jak i w krajowym) stanowi jedynie otwartą listę instrumentów, z którymi powiązanie usługi powinno powodować powstanie wyłączenia spod obligatoryjnego prawa do odstąpienia od umowy. Przesądzające natomiast powinno być spełnienie przesłanki ryzyka, o której mowa na wstępie tych rozważań, co jeśli nastąpi, powinno uzasadniać zastosowanie wyłączenia razem z brakiem konieczności stosowania nowego obowiązku związanego z komunikowaniem się z konsumentem za pośrednictwem interfejsu internetowego.

Informacje przedumowne

Nowa Dyrektywa zmodyfikuje zakres i sposób przekazywania konsumentowi informacji przedumownych, uwzględniając w szczególności fakt, że usługi finansowe mogą realizować cele środowiskowe i społeczne, istotne z punktu widzenia konsumenta, i włączając ten element do katalogu ww. informacji. Powyższe oznacza, że w przypadku produktów finansowych uwzględniających czynniki ESG zakres informacji przekazywanych konsumentowi będzie musiał uwzględniać stosowną informację. Jednocześnie, Nowa Dyrektywa wprowadzi jednak regułę kolizyjną, zgodnie z którą w przypadku istnienia innego aktu UE regulującego dane usługi finansowe, zawierającego przepisy dotyczące informacji, których należy udzielić konsumentowi przed zawarciem umowy, do tych usług finansowych zastosowanie będą mieć wyłącznie przepisy tego innego aktu UE, bez względu na poziom ich szczególności. Jedyny wyjątek powinna stanowić informacja o istnieniu lub nie, prawa do odstąpienia od umowy, która powinna być konsumentowi przekazana.

Firmy inwestycyjne prowadzą działalność regulowaną przepisami Dyrektywy MiFID II i aktami do niej delegowanymi, w tym przepisami rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565⁴. Wskazane rozporządzenie określa

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2065 z dnia 19 października 2022 r. w sprawie jednolitego rynku usług cyfrowych oraz zmiany dyrektywy 2000/31/WE.

² Dyrektywa Parlamentu i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE („MiFID II”).

³ Przepisy ustawy z dnia 30 maja 2014 r. o prawach konsumenta.

⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

m.in. informacje przekazywane klientowi przez firmę inwestycyjną przed zawarciem z nim umowy o świadczenie usługi inwestycyjnej (art. 46 i nast. tego rozporządzenia). W związku z tym, uprawniony jest wniosek, że do firm inwestycyjnych zastosowanie znajdzie reguła kolizyjna sformułowana w Nowej Dyrektywie, czyli, że przepisy rozporządzenia 2017/565 powinny mieć pierwszeństwo przed Nową Dyrektywą (implementującymi ją normami prawa krajowego) w omawianym zakresie. W efekcie, wdrożenie przepisów implementujących Nową Dyrektywę nie powinno doprowadzić do powstania po stronie firmy inwestycyjnej nowych obowiązków w omawianym obszarze z zastrzeżeniem obowiązku informowania konsumenta, odpowiednio do stanu prawnego (patrz rozważania w poprzedniej części – Interfejsy internetowe), o istnieniu lub nie prawa do odstąpienia od umowy.

Dodatkowe wyjaśnienia

Nowa Dyrektywa wprowadzi dodatkowe obowiązki przedsiębiorcy w zakresie wyjaśniania konsumentowi szczegółów proponowanych umów o usługi finansowe. Wyjaśnienia te będą obejmować informacje w zakresie wymaganym przed zawarciem umowy, podstawowe cechy proponowanej usługi oraz ewentualnych usług dodatkowych, jak również skutki, jakie zawarcie umowy może spowodować po stronie konsumenta. Co do zasady, Nowa Dyrektywa pozostawi państwu członkowskim UE możliwość dookreślenia sposobu i zakresu obowiązku udzielania przedmiotowych wyjaśnień, w tym również możliwość dostosowania tego obowiązku do sposobu zawierania umowy oraz rodzaju usługi, z jednym jednak wyjątkiem. Mianowicie, w przypadku umów zawieranych z wykorzystaniem narzędzi internetowych (takich jak m.in. chatboty, robodoradztwo, narzędzia interaktywne), konsument powinien być uprawniony do żądania od instytucji finansowej zapewnienia „kontakty z człowiekiem” jeszcze przed zawarciem umowy, bezpłatnie i w godzinach pracy przedsiębiorcy, oraz w uzasadnionych przypadkach również po jej zawarciu (jeśli umowa zawierana byłaby zdalnie), a kontakt taki powinien nastąpić w języku, w jakim konsumentowi przekazano informacje przedumowne.

Ponownie jednak, Nowa Dyrektywa również w tym zakresie wprowadzi regułę kolizyjną, a więc zasadę prymatu przepisów sektorowych, o ile przepisy te dotyczyć będą odpowiednich wyjaśnień, których należy udzielić konsumentowi w związku z daną usługą finansową.

Przepisy regulujące usługi inwestycyjne zawierają obowiązki z zakresu udzielania predefiniowanych informacji przedumownych, nie są jednak tożsame z dodatkowymi wyjaśnieniami, o których mowa w Nowej Dyrektywie. Istotą dodatkowych wyjaśnień ma być udzielenie konsumentowi dodatkowej pomocy, aby mógł podjąć decyzję, która usługa finansowa jest najodpowiedniejsza z punktu widzenia jego potrzeb i sytuacji finansowej, a więc w szczególności niewystarczające z tego punktu widzenia byłoby powielenie informacji udzielanych przed zawarciem umowy. Z tego punktu widzenia, jakkolwiek można forsować pogląd oparty na interpretacji celowościowej omawianej normy, zgodnie z którą wymogi określone w przepisach Dyrektywy MiFID II, jak i Rozporządzenia 2017/565 zapewniają osiągnięcie wskazanego celu, w szczególności uwzględniając dodatkowo wymóg tzw. badania odpowiedności/adekwatności usługi dla klienta, to jednak odnosząc się wprost do literalnego brzmienia klauzuli kolizyjnej, brak jest w przepisach regulujących działalność firm inwestycyjnych wyraźnego obowiązku nakazującego udzielania klientowi (konsumentowi) dodatkowych wyjaśnień. Reasumując, Nowa Dyrektywa doprowadzi do powstania po stronie firm inwestycyjnych obowiązku w zakresie udzielania konsumentom dodatkowych wyjaśnień, łącznie z zapewnieniem, na żądanie klienta „kontakty z człowiekiem” w przypadku umów zawieranych z wykorzystaniem narzędzi internetowych.

Reasumując, Nowa Dyrektywa spowoduje pewne zmiany w sposobie prowadzenia działalności firm inwestycyjnych działających z wykorzystaniem zdalnych kanałów komunikacji, jednak zawarte w niej reguły kolizyjne przyznające prymat przepisom sektorowym jak też dotychczasowe wymogi związane z działalnością tych podmiotów, powinny uchronić tę kategorię podmiotów przed znaczącym wzrostem obciążeń regulacyjnych w związku z wdrożeniem Nowej Dyrektywy.

mec. Ewa Mazurkiewicz

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

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



Crowdfunding już tylko z licencją

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

Od 10 listopada 2023 r. pełne zastosowanie znajdują przepisy Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z 7.10.2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937 (Dz.Urz. UE Nr L 347, z 20.10.2020 r., s. 1–49; dalej: CrowdfundingR). **CrowdfundingR przynosi ze sobą kluczową ewolucję dla europejskiego sektora finansowania społecznościowego, nadając priorytet ochronie interesów inwestorów oraz wzmacniając przejrzystość tego jak dotąd szcążkowo uregulowanego rynku. Ujednolicenie ram prawnych finansowania społecznościowego na szczeblu unijnym otwiera perspektywy dla innowacyjnych przedsięwzięć gospodarczych, dając impuls do dalszego rozwoju tego sektora. W wyniku tych zmian, Crowdfunding może stać się kluczowym instrumentem kształtującym przyszłość europejskiego rynku inwestycyjnego.**

Co oznacza zakończenie okresu przejściowego

Zakończenie dwuletniego okresu przejściowego stanowi istotną zmianę dla dostawców usług finansowania społecznościowego (dalej: Dostawcy usług, CSP). Od tej chwili, nie mają już oni możliwości opierania się wyłącznie na szcążkowych regulacjach zawartych w kodeksie spółek handlowych, kodeksie cywilnym czy przepisach prawa rynku kapitałowego. Obowiązki CrowdfundingR oznacza w praktyce, że podmiot pragnący kontynuować świadczenie usług finansowania społecznościowego w obecnym reżimie prawnym, musi zdobyć specjalne zezwolenie od właściwego organu nadzoru. W kontekście polskim, organem tym jest Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). To właśnie KNF staje się kluczowym podmiotem zarówno w kwestii wydawania zezwoleń na prowadzenie działalności crowdfundingowej, jak i sprawowania nadzoru nad całym rynkiem finansowania społecznościowego.

Do listopada 2023 roku wydane zostały trzy zezwolenia na świadczenie usług finansowania społecznościowego, a jak informuje Komisja Nadzoru Finansowego kilka kolejnych postępowań jest jeszcze w toku.

Czym jest finansowanie społecznościowe

Jak podkreśla sam unijny Ustawodawca, finansowanie społecznościowe to innowacyjny sposób pozyskiwania

kapitału dla różnorodnych projektów, poprzez angażowanie wielu inwestorów za pośrednictwem publicznie dostępnych platform internetowych. Istotą tego modelu finansowania jest udział szerokiego grona inwestorów, licznej grupy osób, z których bardzo duża część inwestuje niewielkie kwoty w ramach różnych opcji inwestycyjnych dostosowanych do ich potrzeb. Warto zaznaczyć, że tego rodzaju usługi opierają się na pozyskiwaniu środków od osób fizycznych, niekoniecznie będących inwestorami profesjonalnymi¹. Ma to ogromne znaczenie w kontekście zapewnienia odpowiednich środków ochrony dla bardzo zróżnicowanej grupy inwestorów.

Rozporządzenie crowdfundingowe wyróżnia dwie formy prowadzenia działalności związanej z finansowaniem społecznościowym – Crowdfunding inwestycyjny oraz Crowdfunding pożyczkowy.

Crowdfunding inwestycyjny opiera się na pozyskiwaniu kapitału od inwestorów w zamian za odpowiednią liczbę akcji spółki, której projekt jest wspierany (model equity). W rezultacie finansujący stają się akcjonariuszami, nabywając „udziały” w przedsiębiorstwie właściciela projektu.

W pierwszych fazach rozwoju firm, dostęp do finansowania bankowego jest często ograniczony, dlatego crowdfunding inwestycyjny staje się atrakcyjną opcją dla spółek poszukujących kapitału. Również pozyskanie kapitału własnego drogą publicznej emisji akcji na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu wiąże się ze znaczącymi kosztami, nieproporcjonalnymi do struktury organizacyjnej innowacyjnego przedsiębiorstwa.

Crowdfunding to również szansa dla indywidualnych inwestorów z ograniczonym kapitałem, którzy aktywnie uczestniczą w rozwoju rynku. Ten model finansowania umożliwia współuczestnictwo w osiągnięciu wspólnych celów i wsparcie projektów, które mogłyby napotkać trudności w pozyskiwaniu kapitału w inny sposób. Wysokie ryzyko przedsięwzięć może, w sprzyjających okolicznościach, zostać z nawiązką wynagrodzone wysoką stopą zwrotu.

Crowdfunding inwestycyjny stanowi także wyjątkową okazję do weryfikacji wyceny rynkowej przedsiębiorstwa i zrozumienia aktualnego zapotrzebowania na konkretne produkty lub przedsięwzięcia (tzw. *pre-IPO*²). Jak wskazuje KNF, należy go postrzegać nie jako konkurencję dla

¹ Motyw 10 CrowdfundingR

² IPO – Initial Public Offering, dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna dotycząca określonych papierów wartościowych.

tradycyjnych rynków giełdowych, lecz jako integralną część dynamicznie ewoluującego rynku kapitałowego³.

Warto również zaznaczyć, że segmentem crowdfundingu inwestycyjnego są również emisje typu *private debt*. W ramach stosownego zezwolenia, platforma crowdfundingowa może pośredniczyć również w emisji obligacji. W tym modelu, podmioty pozbawione możliwości łatwego uzyskania kredytu bankowego mogą sfinansować innowacyjne przedsięwzięcia bez wyzbywania się części ekonomicznej własności spółki.

Crowdfunding pożyczkowy stanowi z kolei społeczną formę finansowania dłużnego, w której inwestorzy udzielają pożyczek właścicielowi projektu. Zgodnie z ogólnymi zasadami prawa cywilnego, pożyczka obliguje właściciela projektu do zwrotu pierwotnej sumy pieniężnej wraz z zdefiniowanym wcześniej oprocentowaniem (stałym lub zmiennym). W celu zwiększenia pewności zwrotu środków w ustalonym terminie, procedura ta często wiąże się z koniecznością ustanowienia określonych zabezpieczeń takich jak hipoteka czy zastaw rejestrowy, zwiększając tym samym prawdopodobieństwo skutecznego zwrotu kapitału wraz z odsetkami. Crowdfunding pożyczkowy w wielu przypadkach angażuje spółki z branży deweloperskiej lub firmy z konwencjonalnym i stabilnym modelem finansowym. Dzięki udziałowi społeczności inwestorów, często zainteresowanych sektorem nieruchomości czy innowacyjnymi przedsięwzięciami, firmy zyskują dostęp do środków finansowych, które umożliwiają im efektywną realizację swoich planów rozwojowych.

Crowdfunding dłużny (pożyczkowy oraz inwestycyjny w zakresie emisji obligacji) obejmuje zazwyczaj stosunkowo niewielkie zobowiązania. Ten elastyczny model finansowania oferuje zarówno inwestorom, jak i potrzebującym finansowania, korzyści wynikające z tej wzajemnej relacji. Dla inwestorów oznacza to szansę na generowanie zysków poprzez udzielanie oprocentowanych pożyczek, podczas gdy dla pożyczkobiorców oznacza to dostęp do kapitału w sposób bardziej dostępny i przyjazny niż tradycyjne metody kredytowe.

Warto podkreślić, że usługi finansowania społecznościowego nie podlegają zarówno systemowi gwarancji depozytów, co stanowi istotną różnicę w porównaniu do tradycyjnych produktów bankowych⁴. W praktyce oznacza to, że inwestorzy angażujący swoje środki w tego rodzaju platformy nie cieszą się gwarancją ochrony swoich

inwestycji do określonego poziomu, tak jak to ma miejsce w przypadku klasycznych produktów finansowych. Niesie to za sobą określone, często wysokie ryzyka, które inwestorzy powinni dokładnie rozważyć, gdyż możliwa jest utrata nawet całego zainwestowanego kapitału. Dlatego też jednym z obowiązków, który spoczywa na Dostawcach usług (platformach crowdfundingowych), jest odpowiednie informowanie inwestorów o ryzykach, jakie wiążą się z inwestowaniem w tego rodzaju projekty⁵.

Wymogi organizacyjne

Po to, aby uzyskać zezwolenie na prowadzenie działalności crowdfundingowej, należy sprostać wielu wymogom nadzorczym. CrowdfundingR nakłada na dostawców usług wiele obowiązków, analogicznych do tych przewidzianych dla tradycyjnych instytucji na rynku kapitałowym na przykład na podstawie dyrektywy MIFID II⁶. Tym samym, dostawcy usług muszą działać uczciwie, rzetelnie i profesjonalnie zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów⁷. CrowdfundingR stawia również nacisk na to, by CSP działali w sposób neutralny, zakazując platformom przyjmowania wynagrodzeń za nierzetelne przekierowanie zleceń inwestora do konkretnych ofert crowdfundingowych⁸.

Nowe przepisy nakładają na dostawców usług obowiązek posiadania szczegółowych procedur i polityk, obejmujących środki zapewniające skuteczne i ostrożne zarządzanie, uwzględniające odpowiednią dystrybucję zadań, strategię działania w przypadku sytuacji kryzysowych oraz skuteczne przeciwdziałanie konfliktom interesów⁹.

W odniesieniu do efektywnego zarządzania, dostawcy usług muszą posiadać procedury dotyczące podziału obowiązków wewnętrznych. Obejmuje to precyzyjne określenie ról i odpowiedzialności różnych jednostek w organizacji, eliminując tym samym ewentualne niejasności i zapewniając płynną koordynację działań.

W kontekście zarządzania sytuacjami kryzysowymi, CSP mają obowiązek opracowania planu ciągłości działania, który umożliwi skuteczną reakcję i zapewni ciągłość świadczenia usług krytycznych w obliczu potencjalnej „upadłości”¹⁰. Planowanie takich działań obejmuje identyfikację potencjalnych zagrożeń, opracowanie strategii zarządzania kryzysem, a także sprecyzowanie ról poszczególnych jednostek w przypadku wystąpienia sytuacji nadzwyczajnych.

³ https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/crowdfunding_inwestycyjny

⁴ Motyw 49 CrowdfundingR

⁵ Art. 19 ust. 2 CrowdfundingR

⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

⁷ Art. 3 ust. 2 CrowdfundingR

⁸ Art. 3 ust. 3 CrowdfundingR

⁹ Art. 4 ust. 1 CrowdfundingR

¹⁰ ROZPORZĄDZENIE DELEGOWANE KOMISJI (UE) 2022/2116 z dnia 13 lipca 2022 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających środki i procedury na potrzeby planów ciągłości działania dostawców usług finansowania społecznościowego

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

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

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



W zakresie przeciwdziałania konfliktom interesów istotne jest podkreślenie zakazu angażowania się w roli właściciela projektu przez osoby i podmioty związane z dostawcą usług. Ograniczenie to obejmuje głównych akcjonariuszy, kadrę kierowniczą, pracowników oraz osoby będące w stosunku kontroli z wymienionymi podmiotami¹¹. Niemniej jednak warto zaznaczyć, że zakaz ten nie wyklucza możliwości uczestnictwa tych osób czy podmiotów w projektach w roli inwestorów w projekcie, pod warunkiem, że dostawca usług ujawni ten fakt na platformie i zagwarantuje równe warunki dla inwestycji dokonywanych przez te podmioty¹².

Dostawcy usług muszą również spełniać określone wymogi kapitałowe. Crowdfunding wprowadza w tym zakresie znacznie mniej rygorystyczne zasady w porównaniu do innych uczestników rynku kapitałowego. CSP

muszą dysponować kwotą ostrożnościowych środków ochrony w wysokości jednej czwartej stałych kosztów pośrednich, niemniej jednak niż 25 000 euro¹³. Kapitał ten musi być dostępny w formie funduszy własnych (pozycje kapitału podstawowego Tier I zgodnie z CRR¹⁴) lub polisy ubezpieczeniowej¹⁵.

Środki ochrony inwestorów

CrowdfundingR kładzie nacisk na podniesienie poziomu ochrony inwestorów, zwłaszcza tych, którzy nie mają dużego doświadczenia ani wiedzy w dziedzinie inwestycji.

Przepisy wyraźnie wyodrębniają kategorię inwestora doświadczonego i niedoświadczonego, oraz dostosowują odpowiednie środki ochrony do każdej z tych grup. Rozróżnienie to jest zasadniczo tożsame z definicją klienta profesjonalnego i detalicznego zawartą w dyrektywie MIFID II¹⁶.

¹¹ Art. 8 ust. 1 CrowdfundingR

¹² Art. 8 ust. 2 CrowdfundingR

¹³ Art. 11 ust. 1 CrowdfundingR

¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012

¹⁵ Art. 11 ust. 2 CrowdfundingR

¹⁶ Art. 2 ust.1 lit. j CrowdfundingR

Inwestorzy niedoświadczeni będą zobowiązani do przejścia wstępnego testu wiedzy oraz symulacji zdolności do ponoszenia strat przed dokonaniem inwestycji za pośrednictwem platformy crowdfundingowej¹⁷. Choć CrowdfundingR nie wprowadza bezwzględnego limitu kwoty inwestycji dla inwestorów niedoświadczonych, inwestycje o wyższej wartości (tj. powyżej 1.000 EUR lub 5% wartości aktywów netto – w zależności od tego, która z tych wartości jest wyższa¹⁸) będą wymagały uprzedniego spełnienia dodatkowych wymogów przez tego rodzaju inwestorów.

Niezależnie od przypisanej kategorii, każdy inwestor powinien otrzymać od dostawcy usług finansowania społecznościowego arkusz kluczowych informacji inwestycyjnych (AKII), który jest sporządzany przez właściciela projektu specjalnie na potrzeby danej oferty finansowania społecznościowego¹⁹. W skład arkusza kluczowych informacji inwestycyjnych powinny wchodzić dane dotyczące właściciela i samego projektu finansowania społecznościowego. Ponadto, dokument ten powinien precyzyjnie opisywać istotne aspekty projektu oraz warunki

pozyskiwania kapitału własnego lub pożyczania środków finansowych, dostosowane do konkretnego przypadku.

Zakres AKII obejmuje również analizę czynników ryzyka, w tym głównych zagrożeń związanych z projektem finansowania społecznościowego oraz jego właścicielem. Wszystkie istotne szczegóły dotyczące oferty, spółki celowej (jeśli jest używana), praw inwestorów, pożyczek, opłat, prawnych mechanizmów dochodzenia roszczeń, a także odpowiednich zastrzeżeń prawnych i ostrzeżeń o ryzyku powinny zostać jasno przedstawione w tym dokumencie.

Choć CrowdfundingR jawi się jako potencjalna rewolucja dla rynku kapitałowego, praktyczna ocena wprowadzonych zmian pozostaje trudna w obliczu wymagań stawianych przed dostawcami przez organy nadzorcze na poziomie unijnym i krajowym. Obecnie na polskim rynku można zauważyć jedynie niewielką liczbę podmiotów, które sprostały tym wymogom by uzyskać niezbędne do prowadzenia działalności zezwolenie, co sprawia, że pełna skala wpływu nowych regulacji dot. Crowdfundingu na polskim rynku pozostaje jeszcze nieokreślona.

¹⁷ Art. 21 ust. 1 CrowdfundingR

¹⁸ Art. 21 ust. 7 CrowdfundingR

¹⁹ Art. 23 ust. 1 Rozporządzenia 2020/1503



ARTYKUŁ

„Zderzenie” firm inwestycyjnych z platformami finansowania społecznościowego – konkurencja czy szansa na rozwój maklerskiego biznesu?

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

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

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

Aktualne uwarunkowania rynkowe w obszarze pozyskiwania finansowania na rynku pierwotnym można określić mianem załamania tego rynku. To powoduje, że efektywność biznesowa funkcjonowania regulowanych platform zależy może od próby uzyskania synergii z podmiotem prowadzącym działalność maklerską. Stąd może się pojawić pytanie – **czy warto, aby firma inwestycyjna posiadała „swoją” platformę?**

Możliwe rozwiązania w zakresie takiej relacji mogą obejmować uzyskanie przez samą firmę inwestycyjną

zezwoleń na prowadzenie działalności w charakterze dostawcy usług finansowania społecznościowego, umiejscowienie podmiotu z licencją ESCP w ramach grupy kapitałowej firmy inwestycyjnej lub działanie przez platformę ECSP w charakterze agenta firmy inwestycyjnej.

(1) Uzyskanie licencji crowdfundingowej przez firmę inwestycyjną – same korzyści czy także wady?

Praktyka postępowań licencyjnych platform crowdfundingowych przed KNF pokazuje, że oczekiwania

organu nadzoru dotyczące procesów zachodzących na platformach i realizacji zasad ochrony inwestorów są dość rygorystyczne. Już same wymogi stawiane przez przepisy europejskiego rozporządzenia okazały się skomplikowane i problematyczne dla wielu podmiotów ubiegających się o licencję, które dotychczas nie działały w reżimie regulowanym.

Jest to jedna z przyczyn przedłużających się postępowań licencyjnych oraz w konsekwencji aktualnej sytuacji na rynku licencjonowanych platform crowdfundingowych. Na koniec listopada 2023 r. organ nadzoru wydał **jedynie trzy licencje** na prowadzenie działalności ECSP – pierwszą w Polsce uzyskała platforma działająca w modelu crowdfundingu pożyczkowego, kolejne dwie powędrowały natomiast do podmiotów zajmujących się crowdfundingiem inwestycyjnym.

Oznacza to, że od kilku tygodni usługi crowdfundingowe mogą legalnie świadczyć tylko trzy polskie podmioty. Pozostałe polskie platformy musiały wstrzymać swoją działalność, a jej wznowienie będzie możliwe dopiero po uzyskaniu zezwolenia KNF – przy czym prawdopodobnie nie wszystkie platformy mają w planach wystąpienie po licencję. Z pewnością najbardziej znane platformy, które dotychczas świadczyły usługi crowdfundingowe na szeroką skalę, będą mierzyć się z weryfikacją i oceną ich dotychczasowych poczynań w trakcie rozmów z KNF – co wpłynie na termin uzyskania licencji, lub może spowodować brak uzyskania „zielonego światła” na dalsze prowadzenie platformy.

Przyczone problemy rynku „klasycznych” platform crowdfundingowych to jedne z wielu czynników, które można przekuć w szansę dla firm inwestycyjnych rozważających uzyskanie licencji crowdfundingowej.

Know-how regulacyjny i doświadczenie nadzorcze firm inwestycyjnych

Firmy inwestycyjne posiadają nieocenione doświadczenie prowadzenia działalności inwestycyjnej w reżimie regulowanym, pod czujnym okiem nadzoru sprawowanego przez KNF. Mają zatem wypracowane standardy compliance, kontroli wewnętrznej, zarządzania konfliktami interesów i ryzykiem czy szeroko rozumianego bezpieczeństwa systemów IT. Prowadzenie przez firmy inwestycyjne działalności w otoczeniu regulacyjnym pakietu MiFID powoduje, że wymogi dla platform crowdfundingowych dotyczące ochrony inwestorów wyglądają zupełnie znajomo. Założeniem prawodawcy europejskiego było stworzenie „małego MiFID” dla crowdfundingu.

Jakie tworzy to przewagi dla firm inwestycyjnych? Otóż prawdopodobnie żadna z platform crowdfundingowych już posiadających licencję lub starających się o licencję nie może pochwalić się takim lub nawet zbliżonym know-how. Generuje to szansę dla firm inwestycyjnych chcących wejść

na rynek usług crowdfundingowych – zarówno bezpośrednio, jak i poprzez podmiot z grupy – aby uzyskać licencję sprawniej niż niektóre z dotychczas działających platform (albo w ogóle ją uzyskać) i zagospodarować szerokie grono inwestorów oczekujących na ciekawe projekty inwestycyjne.

Nie bez przyczyny rozporządzenie ECSP gwarantuje firmom inwestycyjnym uproszczoną procedurę uzyskania zezwolenia crowdfundingowego, z której nie mogą skorzystać ich dotychczas nielicencjonowani konkurenci. Także UKNF w postępowaniu licencyjnym powinien istotnie korzystniej oceniać reputację i ryzyko dla stabilności rynku generowane przez działalność platformy prowadzonej przez firmę inwestycyjną lub podmiot z grupy – znając przecież doskonale z bieżących czynności nadzorczych dany podmiot i jego sytuację.

Szeroki outsourcing i możliwości współpracy oraz pozyskiwania klientów

Licencja crowdfundingowa tworzy także ciekawą przestrzeń do korzystania z usług podmiotów zewnętrznych w ramach outsourcingu. Na gruncie działalności maklerskiej outsourcing czynności firmy inwestycyjnej, w szczególności funkcji o kluczowym znaczeniu, podlega istotnym ograniczeniom i obostrzeniom. Szczególna forma outsourcingu, jaką jest pozyskiwanie klientów firmy inwestycyjnej przez podmiot trzeci, może być natomiast realizowaną tylko przez agentów wpisanych do rejestru prowadzonego przez KNF.

W przypadku usług crowdfundingowych obecnie nie ma przepisów w analogiczny sposób ograniczających możliwości outsourcingu. Platforma crowdfundingowa może powierzyć w ramach outsourcingu w zasadzie każdą czynność operacyjną – jeżeli w odpowiedni sposób zarządza ryzykiem operacyjnym związanym z takim powierzeniem, a outsourcing ten nie wpływa negatywnie na wewnętrzne procesy kontrolne i spełnianie wymogów rozporządzenia ECSP.

Takie stosunkowo liberalne ujęcie outsourcingu w działalności crowdfundingowej – w szczególności w obliczu nielicznych wydanych licencji oraz potencjalnych trudności w uzyskaniu licencji przez niektóre znane platformy – może spowodować rozwój modelu zorganizowanej współpracy platform crowdfundingowych z podmiotami nieposiadającymi zezwolenia, zwłaszcza w obszarze pozyskiwania inwestorów i właścicieli projektów dla platform. Dzięki temu możliwe będzie skalowanie biznesu platformy w oparciu o sieć zaufanych współpracowników.

W tym obszarze pojawia się istotna przewaga oferowania usług w modelu społecznościowym – w ramach klasycznej działalności inwestycyjnej podobna forma pozyskiwania klientów wymagałaby korzystania z usług

agenta firmy inwestycyjnej. Przepisy dla platform crowdfundingowych natomiast milczą na temat agentów oraz innej formy zewnętrznego pozyskiwania klientów platformy. Uzasadnione jest więc stosowanie w takich przypadkach wspomnianych wcześniej ogólnych, dość elastycznych zasad outsourcingu.

Możliwość zatrudniania agentów przez platformę m.in. do czynności promocyjnych pośrednio potwierdziły europejskie organy w ramach publikowanych Q&A. Za niedopuszczalne zostało uznane jedynie powierzenie agentowi czynności stanowiących istotę usługi crowdfundingowej (czyli kojarzenie inwestorów z właścicielami projektów) – gdyż taka działalność może być wykonywana wyłącznie przez podmiot licencjonowany. Istotne jest zatem, aby każdy outsourcing tego rodzaju czynności był poprzedzony rzetelną analizą prawną i regulacyjną.

(2) Możliwość synergii firm inwestycyjnych i platform crowdfundingowych

W zakresie posiadania przez firmę inwestycyjną własnej platformy crowdfundingowej niezbędne jest rozważenie następujących obszarów potencjalnej synergii pomiędzy usługą finansowania społecznościowego a tradycyjną usługą maklerską.

Wspólne budowanie bazy klientów (w tym inwestorów)

Charakterystyka inwestorów korzystających z platform ESCP w formule udziałowej różni się od inwestorów tradycyjnych usług maklerskich. Najczęściej są to inwestorzy relatywnie młodzi i inwestujący niewielkie środki, nierzadko dokonujący inwestycji w oparciu bardziej o sentyment niż uważną analizę modelu biznesowego i perspektyw danego emitenta. Jednocześnie nawiązanie relacji z takimi inwestorami może być atrakcyjne dla firmy inwestycyjnej, gdyż wraz z upływem czasu statystycznie tacy inwestorzy mogą inwestować coraz większe środki i oczekiwać oferty inwestycyjnej wyselekcjonowanej przez profesjonalny podmiot, który w szczególności oceni biznesowe perspektywy emitenta – czyli oferty, która może być przygotowana przez firmę inwestycyjną.

Tym samym synergia na etapie budowania bazy klientów wspólnie przez firmę inwestycyjną i platformę ESCP może pozwolić na nawiązanie i utrzymywanie przez firmę inwestycyjną relacji ze swoimi potencjalnymi klientami. Podobna synergia może wystąpić w obszarze pozyskiwania klientów będących emitentami – można założyć, że niektórzy emitenci korzystający z niewielkiego finansowania w formule ESCP – z czasem będą mieli większe potrzeby w zakresie finansowania i firma inwestycyjna działająca w tandemie z obsługującą ich wcześniej platformą ECSP będzie naturalnie podmiotem pierwszego wyboru w zakresie świadczenia usług maklerskich. W tym zakresie zarówno przepisy prawa, jak i wymogi regulacyjne pozwa-

lają na zorganizowanie wspólnego procesu *onboardingu* dla klientów obydwu typów usług, także jeśli świadczone są przez różne podmioty.

Wzmocnienie wiarygodności ofert na platformie ECSP poprzez zaangażowanie firmy inwestycyjnej

Praktyka ostatnich 2-3 lat pokazała, że choć inwestorzy crowdfundingowi w mniejszym zakresie analizują podmioty, w które zamierzają zainwestować, to kwestie płynności (lub potencjalnej płynności) związane z możliwością wprowadzenia oferowanych instrumentów finansowych do obrotu zorganizowanego mają dla nich istotne znaczenie w podejmowaniu decyzji o skorzystaniu z usług takich platform.

W tym zakresie dom maklerski może współpracować z platformą w ten sposób, że umożliwi wprowadzenie instrumentów przynajmniej niektórych emitentów do obrotu zorganizowanego. Ponadto możliwość prowadzenia przez platformy ECSP tzw. tablicy ogłoszeń najprawdopodobniej będzie niosła dla inwestorów marginalną funkcjonalność – a tym samym współpracująca firma inwestycyjna w ramach usługi wykonywania zleceń mogłaby zapewnić funkcjonowanie efektywnego rynku wtórnego dla instrumentów oferowanych w ramach platformy ECSP.

Tablica ogłoszeń

Tym, co dotychczas stanowiło barierę rozwoju platform crowdfundingowych był realny brak rynku wtórnego pozwalającego na handel akcjami nabytymi w trakcie emisji pierwotnej. Ta sytuacja powodowała, że wiele osób nie decydowało się na udział w emisji z obawy na brak możliwości upłynnienia inwestycji. Rozporządzenie ECSP pozwala platformom na prowadzenie tzw. **tablicy ogłoszeń**, która pozwoli kojarzyć zainteresowanych kupnem lub sprzedażą akcji, obligacji lub pożyczek, które były pierwotnie oferowane na tej platformie finansowania społecznościowego. Tym niemniej warunkiem funkcjonowania takiego mechanizmu jest to, że na tablicy ogłoszeń nie może dochodzić do automatycznego kojarzenia inwestorów w sposób, który doprowadzi do zawarcia umowy w odniesieniu do takich ogłoszeń.

Ograniczenie to nie będzie natomiast miało zastosowania, jeśli dostawca posiada stosowną licencję firmy inwestycyjnej lub jeśli klienci dostawcy zawrą dodatkową umowę o usługę maklerską z firmą inwestycyjną. Pośrednik taki w oparciu o stosowne ogłoszenie na tablicy, będzie mógł wykonać usługę pozwalającą na skojarzenie zbywcy z innym klientem dostawcy lub nawet osobą niebędącą klientem dostawcy platformy, ale posiadającą aktywną umowę maklerską z firmą inwestycyjną – lub w inny sposób pośredniczyć w transakcji zawieranej pomiędzy takimi osobami. Taka kooperacja pozwoli wzmocnić płynność akcji (ew. obligacji) objętych w ofertach pierwotnych.

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. Karierę zawodową rozpoczynał w UKNF, gdzie przez 3 lata pracował jako prawnik i analityk finansowy w Pionie Nadzoru Rynku Kapitałowego, na następnie współpracował z kancelarią prawną specjalizującą się w obsłudze instytucji finansowych, gdzie przez przeszło 8 lat budował kompetencje obsługi rynku usług maklerskich, zarządzania aktywami oraz nowych technologii. Ponadto przez ponad 3 lata pracował na stanowisku Risk Managera w jednym z bankowych towarzystw funduszy inwestycyjnych, zdobywając praktyczne umiejętności z zakresu zarządzania ryzykiem. Posiada bogate doświadczenie szkoleniowe i warsztatowe.



Podział wspólnej oferty zróżnicowanej pod kątem ryzyka

Firmy inwestycyjne z uwagi na wymogi przepisów prawa (a może jeszcze w większym stopniu z uwagi na oczekiwania nadzorcze) zobowiązane są do przeprowadzenia badania potencjalnego emitenta przez podjęciem decyzji o świadczeniu usług (vide stanowisko KNF dotyczące oceny emitenta), a tym samym szereg emitentów – w szczególności rozpoczynających działalność, prowadzących działalność biznesową w obszarze wysokiego ryzyka, albo zwyczajnie znajdujących się w złej sytuacji finansowej – jest wykluczona z możliwości pozyskania finansowania, a także z możliwości uklientowania przez firmy inwestycyjne. Jednocześnie wymogi dotyczące obowiązków platform ECSP w zakresie weryfikacji emitentów (właścicieli projektów) mają charakter bardzo ograniczony.

Tym samym przy zachowaniu wysokich standardów w zakresie informowania klientów o wysoce ryzykownym charakterze oferty – możliwe byłoby przyjęcie do obsługi takich niekwalifikujących się do oferowania maklerskiego emitentów w ramach finansowania społecznościowego.

Komplementarna i konsorcjalna kooperacja w obsłudze ofert pierwotnych

Każdorazowo warto pamiętać, że usługi crowdfundingowe stanowią przede wszystkim odpowiedź na potrzebę wypełnienia luki inwestycyjnej w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju. Ale z oczywistych względów wykorzystanie dostawców platformy nie jest rozwiązaniem dostosowanym do potrzeb kapitałowych każdego przedsiębiorstwa. Tytułem tylko przykładu należy wskazać na brak możliwości wykorzystania platformy do zaoferowania dłużnych papierów wartościowych w sytuacji, kiedy minimalna wartość nominalna obligacji

nabywanych przez osobę fizyczną musi wynosić 40.000 EUR, a charakterystyką platformy jest jej sprofilowanie na takiego inwestora detalicznego. Nasuwa się więc pytanie, czy możliwe jest zapewnienie finansowania w sposób, który w tym samym czasie umożliwi wykorzystanie zalet (marketingowych, związanych z grupą docelową) platform jak i przełamanie tych barier regulacyjnych.

Obserwując dotychczasowe doświadczenia związane plasowaniem kapitału przez firmy inwestycyjne można dojść do wniosku, że jednym z takich rozwiązań jest np. równoczesne skierowanie ofert za pośrednictwem dostawcy finansowania społecznościowego jak i firmy inwestycyjnej. Nic nie stoi na przeszkodzie, aby w tym samym czasie przeprowadzić emisję akcji za pośrednictwem platformy społecznościowej jak i emisję obligacji za pośrednictwem firmy inwestycyjnej.

Co więcej, możliwe jest bezprospektowe „podwyższenie” pułapu 5 milionów EUR w emisji akcji, jeśli obok „transzy” udostępnionej przez platformę, równocześnie spółka skieruje (za pośrednictwem firmy inwestycyjnej) ofertę publiczną akcji drugiej serii skierowanej do inwestorów instytucjonalnych. Nie ma także przeszkód, które uniemożliwiałyby objęcie części emisji skierowanej za pośrednictwem platformy przez firmę inwestycyjną (w drodze subemisji czyli gwarancji emisji) lub zawarcie umowy konsorcjalnej z udziałem domu maklerskiego i platformy finansowania społecznościowego.

Jak widać na bazie powyższych przykładów, na platformę crowdfundingową można spoglądać, jak na mechanizm, który pozwala poszerzyć paletę możliwych form pozyskania finansowania i rozwoju – zwłaszcza jeśli zostanie wykorzystana w połączeniu z mechanizmami już istniejącymi na rynku kapitałowym.

(3) Co przyniesie przyszłość (?)

Otoczenie regulacyjne dla platform finansowania społecznościowego otwiera szeroki wachlarz nowych możliwości biznesowych, które mogą być wykorzystane także przez firmy inwestycyjne. Z pewnością największe korzyści mogą uzyskać ci, którzy jako pierwsi odważą się

wyjsc przed szereg i przełamać dotychczasowe schematy działalności firm inwestycyjnych. W dalszej perspektywie taka decyzja biznesowa może bardzo pozytywnie wpłynąć na zmianę postrzegania całego sektora polskich firm inwestycyjnych wśród szerokiego grona – często młodych i odważnych – inwestorów, o których względy w przyszłości będą konkurować największe gracze na rynku.

Autorzy artykułu: mec. Michał Karwasiński, mec. Jakub Szpringer i mec. Kacper Czyżewski byli pełnomocnikami platformy crowdfundingowej, która jako pierwsza w Polsce uzyskała zezwolenie KNF.

mec. **Jakub Szpringer**

Partner w Kancelarii Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.

Radca prawny, którego praktyka obejmuje doradztwo w zakresie regulacji rynku finansowego, transakcji kapitałowych oraz projektów IT. Założyciel i wspólnik KSZ Smart Legal – innowacyjnej kancelarii prawnej wspierającej instytucje finansowe w regulacyjnym procesie transformacji cyfrowej. Przed założeniem KSZ Smart Legal doskonalił swoje umiejętności między innymi jako wspólnik w kancelarii specjalizującej się obsłudze branży finansowej oraz jako dyrektor działu prawnego w towarzystwie funduszy inwestycyjnych. Posiada bogate doświadczenie w doradztwie regulacyjnym w zakresie prawa rynku kapitałowego oraz rynku płatniczego w tym reprezentowaniu klientów w postępowaniach przed Komisją Nadzoru Finansowego. Specjalizuje się także w procesach emisji papierów wartościowych oraz transakcjach typu venture capital. Pomaga również start-upom i fintechom tworząc dla nich zaplecza prawne w obszarze rynku finansowego oraz technologicznego.



mec. **Kacper Czyżewski**

Kacper Czyżewski jest radcą prawnym posiadającym blisko 8-letnie doświadczenie w obszarze regulacji rynku kapitałowego, w szczególności doradztwa w zakresie prawnych i regulacyjnych aspektów działalności instytucji finansowych – firm inwestycyjnych, banków, funduszy inwestycyjnych oraz emitentów papierów wartościowych, a także w zakresie zarządzania ryzykiem.

Uczestniczył w licznych postępowaniach licencyjnych prowadzonych przed Komisją Nadzoru Finansowego dotyczących działalności firm inwestycyjnych, agentów firm inwestycyjnych, towarzystw funduszy inwestycyjnych, zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi czy dostawców usług crowdfundingowych. Doradzał również spółkom przy procesach emisji akcji i pozyskiwania finansowania w ramach oferty publicznej oraz pośrednikom kredytowym w działalności udzielania kredytów konsumenckich. W dotychczasowej karierze zawodowej wspierał podmioty z branży innowacji na rynku finansowym (FinTech) w zakresie działalności platform crowdfundingowych, wdrożenia usług wykorzystujących chmurę obliczeniową, tokenizacji aktywów oraz w projektach obejmujących wykorzystanie sztucznej inteligencji w działalności inwestycyjnej.



Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego



Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego – rozmowy o priorytetach regulacyjnych dla rozwoju rynku kapitałowego w gronie regulatora i nadzorcy!

17 października br. w Warszawie odbyła się KONFERENCJA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO pt. „Bieżące wyzwania prawne branży rynku kapitałowego”. Izba Domów Maklerskich była gospodarzem wydarzenia, podczas którego gościliśmy ponad stu pięćdziesięciu uczestników.

Celem konferencji była wymiana wiedzy i opinii na temat bieżących wyzwań regulacyjnych stawianych przed rynkiem kapitałowym, w tym najistotniejszych, z punktu widzenia pracowników firm inwestycyjnych, spraw dotyczących sprawnego, profesjonalnego i efektywnego zarządzania ryzykiem compliance, a także określenie priorytetów regulacyjnych w celu rozwoju rynku kapitałowego dla budowania konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarki. Tegoroczne całodzienne wydarzenie okazało się po raz kolejny ważnym forum dyskusji w gronie czołowych ekspertów, przedstawicieli regulatora, nadzorcy, kancelarii prawnych i uczestników rynku kapitałowego na temat wyzwań regulacyjnych.

Tematami przewodnimi spotkania były: zmiany regulacyjne wynikające z Retail Investment Strategy, usługa dystrybucji, wykorzystanie sztucznej inteligencji na rynku kapitałowym, a także wystąpienia nt. doświadczeń z kontroli UKNF, najbliższych zmian regulacyjnych dot. rynku kapitałowego, głosu lokalnego rynku w procesie legislacyjnym UE oraz o potrzebie certyfikacji na rynku kapitałowym. Ponadto uczestnicy spotkania wysłuchali m.in. debaty eksperckiej z udziałem wybitnych prawników, którzy dyskutowali m.in. na temat tego, czy inwestor jest konsumentem.

Na konferencji gościliśmy m.in.:

dr hab. Jacka Jastrzębskiego – Przewodniczącego KNF,
Rafała Mikusińskiego – Zastępcę Przewodniczącego KNF,
Agatę Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych, KNF
Dorotę Nowalińską – Zastępcę Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych, KNF,

Piotra Kozińskiego – p.o. Dyrektora Zarządzającego, Pion Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym, KNF

dr Monikę Gorgoń – Członka Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie,

Katarzynę Szwarz – Pełnomocniczkę Ministra Finansów ds. SRRK.

Nie sposób pominąć wybitnych prawników w osobach:

prof. zw. dr hab. Marka Wierzbowskiego – Prezesa Sądu Izby Domów Maklerskich, Partnera w Kancelarii Prof. Wierzbowski i Partnerzy, Adwokaci i Radcowie Prawni,

prof. dr hab. Krzysztofa Jajugę – Prezesa Zarządu CFA Society Poland,

prof. Marcina Dyla – radcę prawnego, Partnera w Kancelarii Królikowski Marczuk Dyl adwokaci i radcowie prawni,

mec. Katarzyny Kamińską z Biura Rzecznika Finansowego,
dr Pawła Gładysza – radcę prawnego, Zastępcy Dyrektora Biura Maklerskiego Pekao,

mec. Daniela Lipnickiego – radcę prawnego, Członka Zarządu Domu Inwestycyjnego Xelion Sp. o.o.,

mec. Artura Zapalę – radcę prawnego, Partnera w SPCG Kancelarii adwokatów i radców prawnych,

mec. Grzegorza Kellera – radcę prawnego w SPCG Kancelarii adwokatów i radców prawnych,

mec. Michała Kuleszę – adwokata, Partnera w Kancelarii Rymarz, Zdort Maruta, Wachta, Gasiński, Her i Wspólnicy sp.k.,

mec. Michała Nowakowskiego – radcę prawnego, Counsel, Rymarz, Zdort Maruta, Wachta, Gasiński, Her i Wspólnicy sp.k.

W debatach i wystąpieniach wzięli także udział:

Agnieszka Rostkowska – Zastępca Dyrektora, Biuro Maklerskie Banku Handlowego,

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

Norbert Jeziolowicz – Dyrektor Zespołu Bankowości Detalicznej i Rynków Finansowych, Związek Banków Polskich,

Krzysztof Kopera – Naczelnik Wydziału Rynku Kapitałowego, Departament Rozwoju Rynku Finansowego, Ministerstwo Finansów,

Edyta Kniazowska-Bryk – DG Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union C.3 Securities Markets, European Commission.

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego



Przegląd Rynku Kapitałowego

Michał Karol Ejdys – CFA, FRM, DI

Globalne spadki, lokalny zastój

W III kwartale 2023 r. byliśmy świadkami globalnej bessy, która dotknęła również polskich indeksów. Najbardziej odczuły ją duże spółki. Indeks WIG20 stracił istotnie więcej niż WIG czy MSCI World (-7% vs. -2,8%).

Od początku bieżącego roku odnotowujemy dodatnie wpływy netto do funduszy inwestycyjnych, które konsekwentnie rosną. Kapitał napływa jednak głównie do funduszy obligacyjnych (+13 mld zł), a fundusze akcyjne i mieszane nadal (od początku 2022 r.) tracą inwestorów (2022: -8 mld zł, 2023: -2 mld zł).

Kwartalna wartość emisji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie utrzymuje się w okolicach 600 mln zł, ok. 10% poniżej poziomów z 2021 czy 2022 roku.

Ograniczona aktywność emitentów i odpływ kapitału z funduszy akcyjnych negatywnie wpływają na dzienny wolumen obrotów na GPW (946 mln zł), utrzymujący się ok. 10% poniżej poziomów notowanych w latach ubiegłych.

WIG spada równoległe do MSCI World

W III kwartale 2023 r. szeroki indeks WIG spadał równoległe do indeksu MSCI World. Obydwa straciły ok. 2,8%.

Od początku roku kalendarzowego WIG dał zwrot na poziomie 13,8%, podczas gdy MSCI World zarobił 10,7%.

WIG20, reprezentujący największe spółki, w III kwartale br. traci więcej (-7,0%) niż sWIG80 reprezentujący spółki mniejsze (-4,7%).

W 2023 r. WIG20 wygenerował zwrot dla inwestorów na poziomie 6,9%, co stanowi niemal trzykrotnie mniejszy zwrot niż sWIG80 (18,2%).

Źródło:
stooq.pl, opracowanie własne

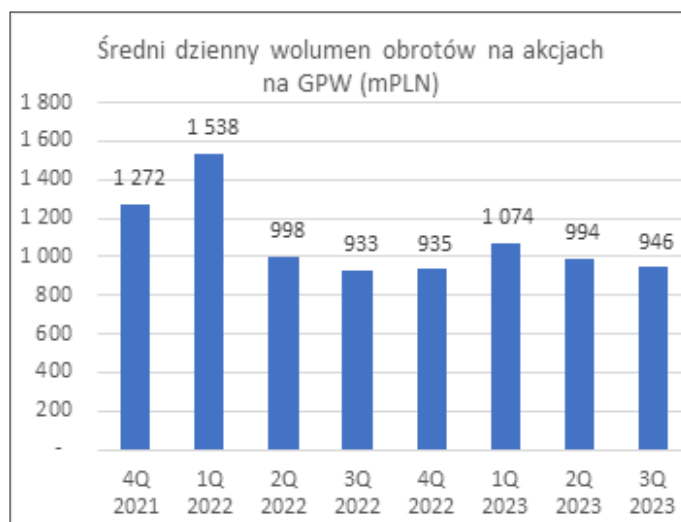


Obrót na GPW pozostaje niewielki

Analizując dane kwartał do kwartału średni dzienny wolumen obrotów na GPW był mniejszy o 5,1% (946 vs 994 mln zł), podobnie jak miało to miejsce w roku ubiegłym. Wówczas, w III kwartale 2022 r. średnio dziennie wymieniano na giełdzie akcje o łącznej wartości 933 mln zł, o 5,3% mniej niż w kwartale ubiegłym (998 mln zł).

Średni dzienny obrót na GPW w Warszawie w III kwartale 2023 r. wyniósł 946 mln zł, czyli praktycznie tyle samo (+0,2%), co w 2022 roku.

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



Wartość nowych emisji na poziomie poprzednich kwartałów

W III kwartale 2023 r. łączna wartość pozyskanego kapitału wyniosła 628 mln zł, co przekłada się na delikatny wzrost k/k (1,3%), ale istotnie więcej r/r (2,3x).

W omawianym okresie żaden emitent nie zdecydował się na debiut giełdowy. Od początku 2022 r., tj. w ostatnich 7 kwartałach, w debiutach giełdowych na GPW w Warszawie emitenci pozyskali 96% mniej kapitału (80 mln zł) niż w samym 2021 r. (1 453 mln zł)¹.

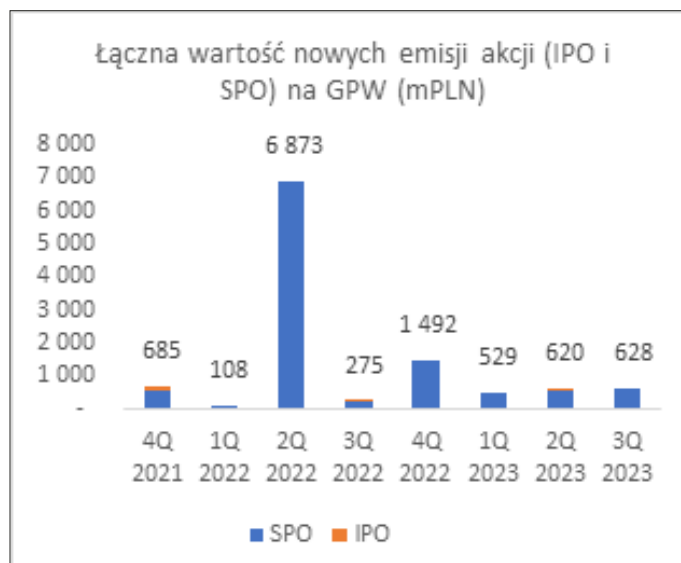
Porównując okres trzech pierwszych kwartałów roku, w 2022 r. pozyskano ponad 7 mld PLN, a w 2023 r. w analogicznym okresie – tylko 1,8 mld, więc możemy mówić o nadal przytłumionej aktywności na polskim rynku akcji.

Źródło:

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

¹ Źródło:

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



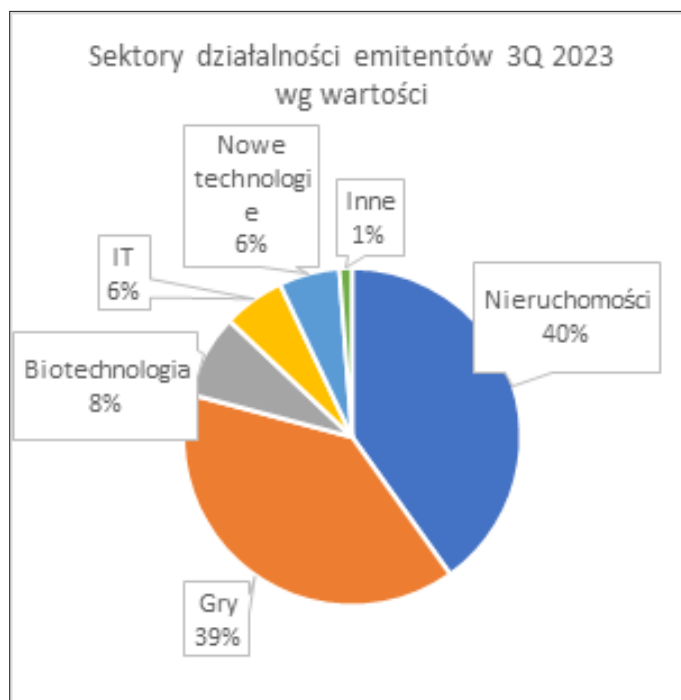
Emisje głównie w sektorach nieruchomości i gier komputerowych

W okresie od lipca do września 2023 r. inwestorzy ulokowali najwięcej kapitału w sektorach nieruchomości (spółka ATAL S.A., 252 mln zł) i gier (gł. PCF Group S.A., 241 mln zł). Stanowi to 79% łącznej wartości emisji na GPW w omawianym okresie.

Sektor biotechnologii (gł. Molecule S.A, 50 mln zł) odpowiadał za 8% wartości emisji, a sektory nowych technologii (XTPL S.A., 37 mln zł) i IT (gł. Vercom S.A., 37 mln zł) zebrały po 6% każdy.

Źródło:

j/w, opracowanie własne



Wzrost wpływów netto do funduszy (głównie obligacyjnych)

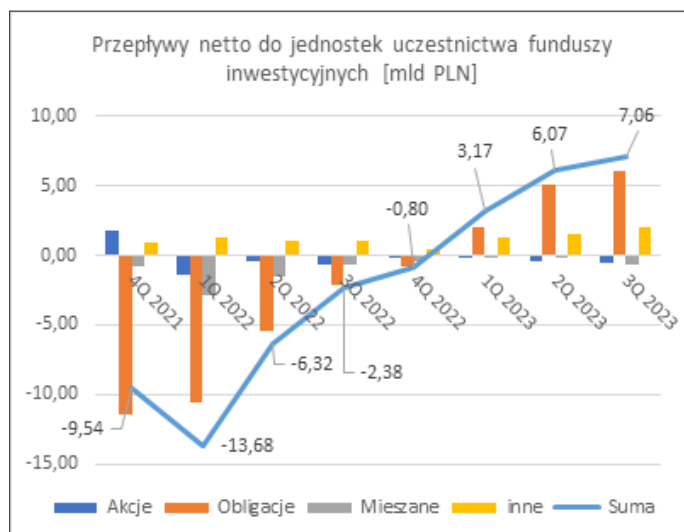
W III kwartale br. polskie fundusze inwestycyjne zwiększyły swoje aktywa o 7 mld zł do poziomu 304 mld PLN. Dominowały wpływy netto do funduszy obligacyjnych (6,1 mld zł) i innych, tj. np. private equity, nieruchomościowych, sekuryzacyjnych (2,1 mld zł).

Fundusze akcyjne i mieszane nadal mierzyły się z odpływem kapitału (-530 i -620 mln zł, odpowiednio).

Od początku roku aktywa funduszy urosły już o ponad 16 mld zł. Gros aktywów trafił do funduszy obligacyjnych (13 mld zł). Z funduszy akcyjnych inwestorzy wycofali natomiast już miliard złotych.

Źródło:

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



Przygotował: Michał Karol Ejdys – CFA, FRM, DI

Dane i analiza: Piotr Serafiński

Michał Karol Ejdys

CFA, FRM, DI

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

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



Piotr Serafiński

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

Konferencja: „Rejestr akcjonariuszy” za nami – ważne wnioski i postulaty dla ustawodawcy i regulatora!

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

Kolejny ważny projekt konferencji branżowej za nami!

W dniu 26 września 2023 r. w Warszawie IDM zorganizowała branżową konferencję legislacyjną – Konferencja: „Rejestr akcjonariuszy – podsumowanie doświadczeń i wyzwań po dwóch i pół roku obowiązywania regulacji”. Wydarzenie odbyło się przy współpracy z Kancelarią JDP DRAPAŁA & PARTNERS Sp. j., która odpowiadała za merytoryczną część spotkania. W konferencji wzięło udział prawie stu uczestników.

Do współpracy podczas konferencji zaprosiliśmy przedstawicieli Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Ministerstwa Sprawiedliwości oraz Rzecznika Finansowego. Wystąpienia otwierające przedstawili pani Agnieszka Olkowicz z Wydziału Prawa Gospodarczego w Departamencie Prawa Gospodarczego Ministerstwa Sprawiedliwości, pani Marta Kłosińska – Zastępca Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych UKNF oraz mec. Katarzyna Kamińska z Biura Rzecznika Finansowego. Ponadto uczestnicy konferencji wysłuchali panelu o najczęściej występujących w praktyce niejasnościach, problemach i kwestiach spornych przy prowadzeniu rejestru akcjonariuszy. Do dyskusji zaprosiliśmy praktyków: panią Małgorzatę Kalinkowską Dyrektora Biura Obrotu i Rozrachunku, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego, mec. Pawła Gładysza – radcę prawnego, Zastępcę

Dyrektora Biura Maklerskiego Pekao oraz mec. Kamila Słomianego – radcę prawnego w Ipopema Securities S.A.

Konferencja stanowiła okazję do omówienia i wymiany doświadczeń podmiotów prowadzących rejestry akcjonariuszy kilku tysięcy spółek akcyjnych, obejmujących kilkanaście tysięcy akcjonariuszy spółek niepublicznych. Na rejestry akcjonariuszy spojrzeliśmy z perspektywy podmiotów je prowadzących, jak i pozostałych uczestników rynku, w tym podmiotów dokonujących i doradzających przy transakcjach M&A mających za przedmiot akcje ujęte w rejestrach. Ekspertki postarali się odpowiedzieć na zgłaszane wątpliwości wynikające ze stosowania obowiązujących regulacji prawnych w konkretnych, problematycznych przypadkach.

Postulaty i wnioski uczestników konferencji zostaną przekazane do ustawodawcy oraz regulatora. Celem jest wprowadzenie zmian w regulacjach ustawowych w interesie transparentności rynku i bezpieczeństwa obrotu. Ponadto, w następstwie dyskusji konferencyjnych, pod patronatem i w ramach Izby powstała grupa robocza poświęcona tematyce rejestru akcjonariuszy. Grupa opracowuje obecnie dla członków IDM dokument Q&A, który będzie zawierał przykłady dobrych praktyk i rozwiązań dotyczących wątpliwości, które powstały w zakresie rejestru akcjonariuszy na gruncie obowiązujących przepisów oraz praktyki biur maklerskich.





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

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



IZBA DOMÓW MAKLESKICH

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

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

DZIAŁANIA NA RZECZ ŚRODOWISKA RYNKU KAPITAŁOWEGO

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

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

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

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

DLACZEGO WARTO BYĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH

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

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

CHCESZ ZOSTAĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH?

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

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

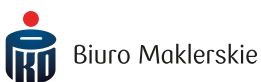
KONTAKT

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

Redaktor wydania: Katarzyna Kacprzak



CZŁONKOWIE IZBY DOMÓW MAKLESKICH





▲ 0101
Economy
▶▶▶

25,089.17

plus 002

22,696.42

74.16

96.28

Growth