

# MAGAZYN IDM



Izba  
Domów  
Maklerskich

nr 3/2024, wrzesień 2024 r.



Listning Act -  
rewolucja dla rynku  
giełdowego?

FIDAR

Nowe podejście do  
best execution

I. posiedzenie  
Rady  
Programowej  
XXV Konferencji  
Rynku  
Kapitałowego

Wywiad z  
profesorem  
**KRZYSZTOFEM  
JAJUGĄ**  
Prezesem CFA  
Society Poland

# SPIS TREŚCI

**Słowo na start Waldemara Markiewicza – Prezes, Izba Domów Maklerskich** .....str. 3

## GOŚĆ WYDANIA

**Wywiad z profesorem Krzysztofem Jajugą – Prezesem CFA Poland** .....str. 5  
Rozmawia: mec. Katarzyna Kacprzak

## XXV KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO

**I. posiedzenie Rady Programowej Konferencji** .....str. 8

## ARTYKUŁY

**Nowe podejście do best execution** .....str. 10  
mec. Ewa Mazurkiewicz

**Listning Act – rewolucja dla rynku giełdowego?** .....str. 12  
mec. Katarzyna Majer-Gębska

**Kredyty powiązane z czynnikami zrównoważonego rozwoju jako mechanizm wspierania transformacji i budowania wspólnego wizerunku firm w oczach inwestorów** .....str. 15  
Joanna Ałasa

**FIDAR – zbędne obciążenie techniczno-regulacyjne, czy rewolucja na rynku kapitałowym na miarę PSD2** .....str. 16  
mec. Michał Karwasiński

**Czy Europa nadąga za USA? Innowacje, regulacje i przyszłość rynków kapitałowych – analiza zasadniczych różnic** .....str. 18  
mec. Jarosław Kubiak

**Przegląd Rynku Kapitałowego** .....str. 21  
Michał Karol Ejdyś

## Z ŻYCIA IZBY

**Wydarzenia IDM – Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego** .....str. 23

**O Izbie Domów Maklerskich** .....str. 24



**Waldemar Makiewicz**  
Prezes Zarządu  
Izba Domów Maklerskich

Szanowni Państwo, jak mówi stare chińskie powiedzenie: „Obyś żył w ciekawych czasach”. I żyjemy, a każdy dzień dostarcza nam nowych wyzwań, od wyzwań klimatycznych, które mogą zdecydować o przyszłości planety, wyzwań związanych z dynamicznym rozwojem AI, po wyzwania związane z zaostrzającymi się konfliktami na świecie. A jakie wyzwania stoją przed rynkiem kapitałowym? W nowym wydaniu MAGAZYNU IDM, nowej odsłonie cyklicznej publikacji Izby Domów Maklerskich ukazującej się dotychczas pod tytułem Biuletyn IDM, dzielimy się z Państwem uwagami na tematy istotne dla rynku kapitałowego i branży maklerskiej.

Zaczynamy od bardzo ważnego tematu Unii Rynków Kapitałowych (CMU) – otwieramy dyskusję na roli krajowych rynków w ramach CMU i zapraszamy do debaty! Na co postawić – pełna integracja czy lokalne centra finansowe?

**Unia Rynków Kapitałowych? Tak, ale odgórnej wizji ożywienia CMU powinny towarzyszyć oddolne rozwiązania zorientowane na rozwój krajowych rynków kapitałowych, odpowiadające potrzebom lokalnych gospodarek.**

1 stycznia 2025 r. Polska obejmuje prezydencję w Radzie Unii Europejskiej i przez sześć miesięcy będzie przewodniczyć jej pracom. Po to, aby dobrze wykorzystać ten czas, już dziś powinniśmy rozmawiać o tym, jak wzmocnić polski rynek kapitałowy dla dobra gospodarki i społeczeństwa. A tematem nr 1 jest Unia Rynków Kapitałowych. Projekt, który budzi ogromne nadzieje unijnych polityków, ale równie duże kontrowersje wśród praktyków branży.

Na posiedzeniu w czerwcu 2024 r. Rada Europejska dokonała przeglądu postępów i omówiła dodatkowe kroki w celu dalszej integracji Unii Rynków Kapitałowych. Celem ożywienia Unii Rynków Kapitałowych ma być zwiększenie potencjału finansowania gospodarki europejskiej, aby zwiększyć jej innowacyjność i konkurencyjność, zapewnić gospodarczą autonomię strategiczną, a rozwój

rynków kapitałowych ma być jej dopełnieniem przy ograniczeniach po stronie sektora bankowego i budżetów publicznych. Szczególnym wyzwaniem jest sfinansowanie zielonej transformacji, która wg Komisji Europejskiej wymaga corocznych inwestycji w wysokości EUR 600 mld. Kluczowa jest więc mobilizacja oszczędności społeczeństw europejskich, żeby sprostać temu wyzwaniu.

Obecna słabość rynków kapitałowych w Europie, względem zwłaszcza rynku amerykańskiego, stanowi barierę realizacji przyjętych celów. Pomimo statusu jednej z największych potęg gospodarczych na świecie, udział UE w globalnym rynku kapitałowym, mierząc wielkością jego kapitalizacji wynosi jedynie 11,1%, podczas gdy udział rynku amerykańskiego – 42,5%. Co więcej, wg raportu EFAMA z czerwca br. rośnie eksport oszczędności europejskich do Stanów Zjednoczonych. W 2023 r. 44,6% portfela kapitałowego funduszy UCITS ulokowano w aktywach amerykańskich w porównaniu do 19,2% w 2012 r. Dlatego unijni decydenci planują, poprzez pełną integrację usług finansowych w ramach jednolitego rynku, zatrzymać prywatne oszczędności Europejczyków w UE i przyciągnąć dodatkowe środki z zagranicy.

Wśród ostatnich pomysłów, które mają dać impuls do rozwoju CMU, jest, m.in. stworzenie Unii Oszczędności i Inwestycji, promocja i edukacja nt. wartości CMU czy centralizacja nadzoru nad rynkiem. Każda z tych inicjatyw ma wartość dla budowania lepiej zintegrowanego rynku. Jednak kluczowe pozostaje, aby w ramach ponadnarodowego projektu unijnego, zapewnić rozwój lokalnych rynków, ponieważ to one zabezpieczają finansowanie lokalnych inwestycji, szczególnie w sektorze MiŚP i są kluczowe dla tworzenia wysokiej jakości krajowych miejsc pracy. Odgórnej wizji ożywienia CMU powinny towarzyszyć więc oddolne rozwiązania zorientowane na rozwój krajowych rynków kapitałowych, odpowiadające potrzebom lokalnych gospodarek.

Polska gospodarka potrzebuje silnego krajowego rynku kapitałowego dla zwiększenia jej innowacyjności i produktywności, a także dla sfinansowania wyzwań transformacji energetycznej i cyfrowej. Dlatego wspieranie rozwoju krajowych rynków kapitałowych musi być jednym z filarów Unii Rynków Kapitałowych wyznaczającym politykę spójności UE. Odgórne tworzenie Unii Rynków Kapitałowych sprzyja najbardziej konkurencyjnym rynkom i prowadzi do koncentracji kosztem mniejszych lokalnych rynków, które na równi potrzebują wsparcia dla rozwoju w interesie krajowych przedsiębiorstw i gospodarek.

**Wspieranie rozwoju krajowych rynków kapitałowych musi być jednym z filarów Unii Rynków Kapitałowych, wyznaczając „politykę spójności CMU”.**

Wolny rynek ze swej natury najsilniej sprzyja najbardziej konkurencyjnym podmiotom i prowadzi do koncentracji, a interes społeczny wymaga wyrównywania szans dla podmiotów mniejszych i słabszych. Analogicznie polityka ta powinna mieć zastosowanie do podmiotów rynku kapitałowego funkcjonujących na poziomie krajowym.

**Koncentracja usług finansowych w skali europejskiej sprzyja dużym graczom kosztem małych.**

Na budowie CMU najbardziej skorzystają największe i najsilniejsze rynki (w tym podmioty świadczące usługi finansowe i infrastrukturalne). Tendencja do koncentracji aktywności na rynku kapitałowym jest silniejsza niż na rynkach produktów ze względu na prawidłowość, zgodnie z zasadą, że „płynność przyciąga płynność”. Z jednej strony sprzyjać to powinno poprawie konkurencyjności unijnych instytucji finansowych wobec podmiotów zewnętrznych (głównie z UK i USA), z drugiej odciąga kapitał i osłabia konkurencyjność mniejszych rynków, utrudniając wypełnianie ich funkcji w gospodarce.

**Polska gospodarka potrzebuje silnego krajowego rynku kapitałowego dla zwiększenia jej innowacyjności i produktywności**

Najważniejszym wyzwaniem polskiej polityki gospodarczej jest wzrost innowacyjności i produktywności polskiej gospodarki dla tworzenia wysokiej jakości i dobrze płatnych miejsc pracy, dla zwiększenia zamożności społeczeństwa. A do tego potrzeba silnego krajowego rynku kapitałowego.

**Otwartym pozostaje pytanie jak w dłuższym horyzoncie zapewnić silny rozwój krajowego rynku w ramach Unii Rynków Kapitałowych?**

**Zapraszamy do dyskusji na łamach MAGAZYNU IDM.**



profesor

## Krzysztof Jajuga

Prezes Zarządu CFA Society Poland  
Kierownik Katedry Inwestycji Finansowych i Zarządzania  
Ryzykiem, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

### **Panie Profesorze, wiosną CFA obchodził 20-lecie działalności w Polsce. To zacny jubileusz, serdeczne gratulacje! Jak Pan ocenia potrzebę działania takiej organizacji jak CFA w Polsce?**

Bardzo dziękuję za gratulacje z okazji 20-lecia CFA Society Poland. Na naszej gali z tej okazji w maju br. było kilkaset osób, również z rządu, organizacji krajowych i zagranicy. Dodatkowo, w tym dniu w Warszawie był światowy finał CFA Research Challenge, którego organizację powierzył nam CFA Institute. Jest to prestiżowy konkurs studentów z około tysiąca uniwersytetów z całego świata. Konkurs ten polega na napisaniu i przedstawieniu raportu analitycznego o spółce.

Dla mnie potrzeba działania naszego Stowarzyszenia nie budzi wątpliwości. Nie było tej wątpliwości również w 2004 roku, gdy we Wrocławiu na uczelni ekonomicznej (obecnie Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu) powstała grupa inicjująca, do której dołączyły osoby z Warszawy i innych miast, po to aby w kwietniu 2004 utworzyć naszą organizację. Misja CFA Institute, którą nasza organizacja realizuje, to promowanie w branży inwestycyjnej najwyższych standardów w zakresie etyki, edukacji i profesjonalizmu dla fundamentalnych korzyści społeczeństwa.

Nasze Stowarzyszenie integruje wysokiej klasy specjalistów: analityków finansowych, zarządzających portfelami inwestycyjnymi, doradców inwestycyjnych, doradców finansowych, menedżerów finansowych, których celem jest podnoszenie jakości działalności inwestycyjnej. Ponadto jako organizacja jesteśmy zapraszani do wielu inicjatyw na rynku finansowym oraz do konsultacji w zakresie regulacji. Jesteśmy rozpoznawani w kraju i za granicą. CFA Institute przyznało nam status „Professional Association”, jako jedynemu stowarzyszeniu z Europy Środkowo-Wschodniej.

### **W ramach CFA Society Poland powołał niedawno Komitet ds. ESG. Co, Pana zdaniem, jest obecnie priorytetem we wdrażaniu ESG na rynku kapitałowym?**

Nasi wolontariusze działający w komitecie ESG przygotowali pierwszy w Polsce kompleksowy raport o zrównoważonych produktach w polskich TFI.

W ramach Stowarzyszenia staramy się, żeby tematy takie jak ESG były traktowane nie w sposób dogmatyczny, lecz kompleksowy. Ważna jest obiektywna analiza. Bardzo wspieramy odpowiedzialne (zrównoważone) finanse, w tym Certificate in ESG Investing, ale zdajemy sobie sprawę, że początkowe fazy nowych trendów obarczone są różnego rodzaju ryzykiem, nie zawsze widocznym na pierwszy rzut oka. Niemniej jednak idea korzyści ESG na rynku kapitałowym nie budzi wątpliwości.

### **Organizacje takie jak CFA Society Poland czy IDM, mają za zadanie m.in. szkolić kadry zajmujące się szeroko pojętą obsługą klientów na rynku kapitałowym oraz edukować społeczeństwo szerząc wiedzę o rynku. Jak CFA realizuje oba te cele?**

Dla mnie edukacja finansowa (i w ogóle ekonomiczna), w szczególności jej poziom, to jeden z kluczowych wyznaczników poziomu polskiego rynku finansowego. Jeśli chodzi o edukację w zakresie obsługi klienta, to promujemy certyfikat CFA, który zawiera standardy etyczne oraz profesjonalne dotyczące doradcy indywidualnego inwestora.

Prowadzimy też działania w zakresie szerokiej edukacji finansowej społeczeństwa. Wymienię tu projekt Edu-Akcja, prowadzony wspólnie z Fundacją GPW i Warszawskim Instytutem Bankowości. W ramach tego projektu z prowadzone są lekcje w szkołach średnich, dotyczące oszczędzania i inwestowania. Jest to projekt na skalę ogólnopolską. Miałem okazję prowadzić takie lekcje, w każdej z nich uczestniczyło jednocześnie 3-4 tys. osób. Wolontariusze z naszego stowarzyszenia prowadzą takie lekcje w wielu szkołach w całym kraju. Inna inicjatywa to projekt „Zadbane finanse”, prowadzony przez nas we współpracy z Izbą Gospodarczą Towarzystw Emerytalnych. Jest to e-learningowy kurs finansów osobistych przeznaczony dla bardzo szerokiego kręgu odbiorców.

### **Czy oprócz wymienionych już działań można jeszcze wyróżnić coś, co jest ważne dla CFA Society Poland?**

Jest ich więcej. Wskażę jeszcze kwestie związane z advocacy, czyli próbą pozytywnego wpływania na standardy rynkowe (bycia rzecznikami w tym zakresie), w tym też regulacje.

Doskonałym przykładem było uwzględnienie tytułu CFA w przepisach polskiego prawa, zarówno w kwestii zarządzania aktywami, jak i do potwierdzenia kompetencji do zasiadania w radach nadzorczych spółek z udziałem Skarbu Państwa. Kilka lat temu opublikowaliśmy raport o tzw. goldplatingu (nadmiernym regulowaniu) w Polsce, za co stowarzyszenie zostało nagrodzone przez CFA Institute. Obecnie to badanie zostało rozszerzone na osiem krajów europejskich.

Bardzo bliska naszemu sercu jest też kwestia różnorodności w organach spółek. Bierzymy aktywny udział w grupie roboczej przy Ministerstwie Aktywów Państwowych w zakresie wdrażania dyrektywy Women on Boards oraz wypracowania najlepszych praktyk dla wspierania różnorodności (co zresztą powiązane jest z obszarem S w ramach ESG).

Oprócz wymienionych inicjatyw, advocacy jest realizowane w obszarze kontaktów z uczelniami. Jesteśmy rzecznikami profesjonalnych standardów w zakresie inwestycji. Organizujemy spotkania na uczelniach, a przede wszystkim konkursy, takie jak lokalna edycja CFA Research Challenge, Ethics Challenge oraz ESG Challenge.

### **Coraz mniej młodych ludzi interesuje się giełdą i tradycyjnymi sposobami inwestowania. Czy ma Pan receptę na dotarcie z wiedzą o rynku kapitałowym i jego produktach do młodego pokolenia?**

To jest bardzo ważne, ale też trudne pytanie. Naturalne jest to, że kolejne pokolenia patrzą inaczej na rynek finansowy (w tym rynek kapitałowy), zwłaszcza, że pojawiają się nowe aktywa finansowe i nowe metody inwestowania. Z jednej strony rynek musi odpowiadać na potrzeby młodych ludzi, nie zawsze zainteresowanych klasycznymi inwestycjami na giełdzie papierów wartościowych. Z drugiej strony, obserwujemy krótkoterminowe podejście do inwestowania. Jeśli do tego dodamy brak rozumienia mechanizmów inwestycyjnych, bezkrytyczną wiarę w informacje pochodzące z mediów społecznościowych i w to co mówią „źli influencerzy”, to widzimy, że jest wiele do zrobienia.

Uważam, że najlepszą receptą jest edukacja, w której sposób przekazu jest dostosowany do młodego inwestora. Według mnie edukacja finansowa powinna się zacząć już w przedszkolu, o szkole podstawowej nawet nie wspominając. Niestety w Polsce nie mamy dobrych rozwiązań w tym zakresie, dopiero od niedawna wprowadzono przedmiot „Biznes i Zarządzanie” w szkołach średnich, który zawiera w pewnym zakresie elementy edukacji finansowej.

Dlatego potrzebne są wspomniane już wcześniej pozarządowe inicjatywy w zakresie edukacji finansowej, a także skuteczna realizacja dopiero co uchwalonej Krajowej Strategii Edukacji Finansowej, określającej politykę na rzecz rozwoju kompetencji finansowych. Trochę symbolicznie stało się to teraz, w 2024 roku, który został ogłoszony Rokiem Edukacji Ekonomicznej, w setną rocznicę reform Grabskiego, wprowadzających jako walutę polskiego złotego oraz emitenta – Bank Polski.

### **CFA oraz IDM pracują nad koncepcją wspólnego certyfikatu zawodowego dla doradców w inwestycjach. Jaka jest, według Pana, rola certyfikacji w budowaniu zaufania klientów do rynku kapitałowego?**

Jako Stowarzyszenie cieszymy się i dobrze oceniamy naszą współpracę z Izbą Domów Maklerskich. Praca nad wspomnianym certyfikatem jest przykładem tej dobrej współpracy. Moje zdanie na temat certyfikowania zawodów jest ogólnie pozytywne, pod warunkiem profesjonalnych rozwiązań. Jest wiele certyfikatów o różnym poziomie, czasem proponowanych przez nieznane podmioty, które traktują to jako działalność czysto biznesową, niekoniecznie sprzyjającą podniesieniu poziomu. Są też certyfikaty klasy światowej, wypracowane przez wiele lat i cieszące się renomą. Tutaj muszę wspomnieć o tytule zawodowym CFA, który jest standardem światowym, określanym jako „Gold Standard” lub „Global Passport”. Na takich dobrych wzorach chcemy oprzeć certyfikat dla doradców finansowych w inwestycjach. Wiemy, że profesjonalista posiadający uznany certyfikat, cieszy się większym zaufaniem inwestora.

### **Jakie widzi Pan wyzwania dla rynku kapitałowego w perspektywie najbliższego roku i kilku najbliższych lat?**

To na co wskazuję, nie jest specjalnie odkrywcze, mówimy o tym na przykład na marcowej Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie. Jedną z kluczowych roli rynku kapitałowego jest transformacja oszczędności obywateli w kapitał, który sfinansuje innowacyjne projekty, podnoszące poziom rozwoju kraju. Siłą rzeczy, takie innowacyjne projekty są bardziej ryzykowne, a zatem nie będą finansowane za pomocą kredytów bankowych. Potrzebne są rozwiązania systemowe. Ponadto, potrzebne jest rozumienie rynku kapitałowego przez przeciętnego obywatela. Rynek kapitałowy jest przecież jedną z sił napędowych gospodarki, a nie „kasynem”, jak to czasem jest szkodliwie przedstawiane.

Ta kwestia jest w moim przekonaniu najważniejsza, jeśli chodzi o wyzwanie specyficzne dla naszego rynku. Oprócz tego dochodzą wyzwania o charakterze globalnym, dotyczące też innych krajów, na przykład: rosnąca rola technologii w obrocie na rynku, digitalizacja rynków, rozumne stosowanie rozwiązań sztucznej inteligencji, demokratyzacja obrotu, kwestie związane ze sfinansowaniem transformacji energetycznej, malejąca przejrzystość rozwiązań proponowanych dla indywidualnych klientów, cyberbezpieczeństwo, integracja rynków różnych krajów, dopasowanie regulacji do potrzeb rynku. Oczywiście wszystkie te wyzwania to z jednej strony szanse, z drugiej zagrożenia. Wszystko to wymaga współdziałania uczestników rynku i propozycji wynikających z rzetelnej analizy i badań. Według mnie, fundamentalnym celem działania rynku kapitałowego powinny być korzyści ekonomiczne całego kraju.

Rozmawiała: mec. Katarzyna Kacprzak

# I. posiedzenie Rady Programowej XXV Konferencji Rynku Kapitałowego

 Izba Domów Maklerskich

## 25 KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO

9-12 marca 2025

Bukowina Tatrzańska

Ruszają przygotowania do 25-tej JUBILEUSZOWEJ KONFERENCJI RYNKU KAPITAŁOWEGO (KRK'25)! Startują prace nad koncepcją zakresu merytorycznego: I. posiedzenie Rady Programowej Konferencji za nami.

W dniu 9 września 2024 r. o godz. 10:00 w Centrum Bankowo-Finansowym przy w Warszawie odbyło się I. posiedzenie Rady Programowej Konferencji KRK'25 w Bukowinie Tatrzańskiej.

I. posiedzenie Rady Programowej Konferencji zgromadziło ponad 60 uczestników, członków rady programowej, przedstawicieli czołowych instytucji i firm rynku kapitałowego. Przedstawiciele Izby w trakcie posiedzenia reprezentował Waldemar Markiewicz, Prezes Izby oraz przewodniczący Rady Programowej, Piotr Prażmo, który wprowadził audytorium w tematykę najbliższej konferencji.



Jacek Bartmiński  
Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów



Adam Szejnfeld  
Senator RP, Wiceprzewodniczący Komisji  
Gospodarki Narodowej i Innowacyjności



W posiedzeniu wzięli udział także przedstawiciele rządu, nadzorca i regulatora. Uczestniczący w posiedzeniu przedstawiciel Ministerstwa Aktywów Państwowych, Podsekretarz Stanu Jacek Bartmiński zadeklarował współpracę ze środowiskiem w celu wypracowania koncepcji merytorycznej konferencji i przygotowanie polskiej prezydencji w UE. Senator RP, Adam Szejnfeld, wskazał wagę rynku kapitałowego w polityce gospodarczej Polski w kontekście najbliższych wyzwań ekonomicznych kraju.



Tomasz Bardziłowski  
Prezes Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych

Wszystkim członkom Rady dziękujemy za udział i zaangażowanie!



# 25 KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO

9-12 marca 2025

Bukowina Tatrzańska

**Konferencja Rynku Kapitałowego (KRK'25) –  
– jedno z najważniejszych wydarzeń na rynku  
kapitałowym w Polsce**

**1 stycznia 2025 Polska obejmuje prezydencję w UE –  
– strategiczna debata o roli krajowych rynków  
kapitałowych w Unii Rynków Kapitałowych**

Od 1 stycznia 2025 r., przez 6 miesięcy, Polska będzie przewodniczyć pracom Rady Unii Europejskiej. Na posiedzeniu w czerwcu 2024 r. Rada Europejska dokonała przeglądu postępów i omówiła dodatkowe kroki w celu dalszej integracji unijnych rynków kapitałowych. Priorytetem ożywienia Unii Rynków Kapitałowych (CMU) ma być zwiększenie potencjału finansowania gospodarki europejskiej w odpowiedzi na krytyczne wyzwania dzisiejszych czasów. Odgórnej wizji ożywienia CMU powinny towarzyszyć oddolne rozwiązania zorientowane na rozwój krajowych rynków kapitałowych, odpowiadające potrzebom lokalnych gospodarek. Polska gospodarka potrzebuje silnego krajowego rynku kapitałowego dla zwiększenia jej innowacyjności i produktywności, a także dla sfinansowania wyzwań transformacji energetycznej i cyfrowej. Dlatego wspieranie rozwoju krajowych rynków kapitałowych musi być jednym z filarów Unii Rynków Kapitałowych wyznaczającym politykę spójności UE. Odgórne tworzenie Unii Rynków Kapitałowych sprzyja najbardziej konkurencyjnym rynkom i prowadzi do koncentracji obrotów kosztem mniejszych lokalnych rynków, które na równi potrzebują wsparcia dla rozwoju w interesie krajowych przedsiębiorstw, gospodarek i jakości miejsc pracy.



## Główne obszary tematyczne KRK'25

- Unia Rynków Kapitałowych a rola krajowych rynków kapitałowych. Integracja czy lokalne centra finansowe?
- Makroekonomiczne prognozy dla Polski i świata i ich wpływ na rynki kapitałowe
- Finansowanie transformacji energetycznej i zrównoważonego rozwoju
- Trendy i polityka w zakresie rozwoju finansów cyfrowych
- Perspektywa inwestorów: profil, potrzeby, apetyt na ryzyko
- Rola private equity i private debt w finansowaniu gospodarki
- Najnowsze zmiany w regulacjach bankowych, ubezpieczeniowych i rynku kapitałowego i ich wpływ na dostępność kapitału dla firm na giełdzie
- Jak zwiększyć liczbę i kwotę IPO's (equity financing)?



**Kolejne posiedzenie Rady już w październiku!  
Zapraszamy do współpracy!**

# Nowe podejście do best execution



**mec. Ewa Mazurkiewicz**

Partner SPCG

kieruje praktyką regulacyjną rynku kapitałowego

**Z dniem 29 marca br. weszły w życie przepisy zmieniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II), tj. przepisy dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniającej dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych. Zmiany objęły m.in. wymogi z zakresu najlepszego wykonania, popularnie zwane na rynku best execution.**

Zmiany, jakie zostały wprowadzone do MiFID II w lutym br. są efektem ustaleń przeglądu praktyki rynków europejskich dokonanego przez Komisję Europejską. I tak, wśród zmian tych znalazła się rezygnacja z obowiązków informacyjnych, które nie dostarczały inwestorom ani rynkom danych tak cennych, jak pierwotnie zakładano, tj.:

- informowania klienta, po zawarciu na jego rzecz transakcji, o miejscu wykonania zlecenia oraz
- publikowania raz na rok wykazu pięciu najlepszych systemów wykonywania zleceń pod względem wolumenu obrotu, wykorzystywanych przez firmę inwestycyjną w poprzednim roku do wykonywania zleceń klientów, w rozbiciu na poszczególne kategorie.

Ponieważ efektem przeglądu było ustalenie nieprawidłowości w działaniu firm inwestycyjnych w obszarze best execution, takich jak nieprawidłowe dokumentowanie wyboru miejsc wykonania zleceń klientów, niewłaściwe wykazywanie najlepszego wykonania zlecenia czy też brak udostępniania klientom wystarczających informacji o polityce wykonywania zleceń, zmiany MiFID II zostały dodatkowo nakierowane na wyeliminowanie tych przypadków. W ramach realizacji powyższego, do przedmiotowej dyrektywy dodane zostało upoważnienie dla Komisji Europejskiej do przyjęcia regulacyjnych standardów technicznych (RTS) określających kryteria, , jakie mają być brane pod uwagę przy opracowywaniu i ocenie skuteczności polityki wykonywania zleceń, z uwzględnieniem kategorii klienta z jednoczesnym podkreśleniem, że kryteria te obejmują co najmniej:

- czynniki decydujące o wyborze miejsca wykonania z tych ujętych w polityce wykonywania zleceń;

- częstotliwość dokonywania oceny i aktualizacji polityki wykonywania zleceń;
- sposób identyfikowania klas instrumentów finansowych, dla których w polityce wykonywania zleceń prezentowane powinny być informacje dotyczące systemów wykonywania zleceń, oraz czynników mających wpływ na wybór systemu wykonywania zleceń.

Jednocześnie, zgodnie z obowiązującą unijną procedurą legislacyjną, zapewniony został udział rynku w procesie przyjmowania regulacyjnych standardów technicznych (RTS). Opracowanie bowiem projektu wskazanych przepisów powierzono zostało ESMA, czyli unijnemu organowi nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Prace regulacyjne ESMA natomiast prowadzone są w trybie otwartych konsultacji, a więc umożliwiają podmiotom zainteresowanym brzmieniem projektowanych przepisów wypowiedzenie się co do opublikowanego projektu.

**ESMA opublikowała na swojej stronie internetowej projekt RTS w dniu 16 lipca 2024 r.** ogłaszając konsultacje publiczne i możliwość przedstawiania odpowiedzi na zadane przez ESMA pytania oraz stanowisk co do przedstawionej propozycji w terminie do 16 października br. Zgodnie z informacją opublikowaną w samym dokumencie, przyjęty przez ESMA harmonogram zakłada zamknięcie konsultacji i przekazanie Komisji Europejskiej projektu RTS do 29 grudnia br.

Projekt RTS przedstawiony przez ESMA zakłada podział instrumentów finansowych na klasy według jednolitego sposobu opartego o standard ISO 10962 służący do klasyfikacji instrumentów finansowych (CFI), dodatkowo, dla instrumentów udziałowych, każdorazowo oddzielną klasę stanowiłoby państwo rynku, gdzie instrument został dopuszczony do obrotu po raz pierwszy (primary listing). Na zasadzie wyjątku, o ile nie doprowadziłoby to do naruszenia obowiązku uzyskania dla klienta najlepszego możliwego wyniku, firma inwestycyjna mogłaby łączyć poszczególne klasy instrumentów finansowych w jedną, jeżeli byłoby to uzasadnione liczbą realizowanych przez nią w danym zakresie zleceń.

ESMA zaproponowała również rozwiązanie alternatywne – podział instrumentów finansowych na klasy wprost w przepisach w oparciu o następujące założenia:

- dla instrumentów udziałowych, każdorazowo oddzielną klasą byłoby państwo rynku, gdzie instrument został dopuszczony do obrotu po raz pierwszy (primary listing);
- pozostałe instrumenty finansowe byłyby pogrupowane w 15 – 20 klas;
- istniałaby możliwość łączenia w jedną klasę kilku różnych klas instrumentów finansowych (jak w modelu podstawowym, o którym mowa wyżej).

W związku z tym, że celem zmiany MiFID II, było wyeliminowanie nieprawidłowości występujących dotychczas w praktyce firm inwestycyjnych, w tym związanych z dokumentowaniem wyboru miejsc wykonania zleceń klientów, w projekcie RTS zaproponowano uszczegółowienie zakresu informacji prezentowanych w polityce wykonywania zleceń oraz doprecyzowanie sposobu dokonywania wyboru miejsc wykonania (co w praktyce powinno się przełożyć na jego dokumentowanie). Co do zasady, w dalszym ciągu firma inwestycyjna będzie mogła wskazać jedno miejsce wykonania, o ile taki sposób wykonywania zleceń w zakresie poszczególnych klas instrumentów finansowych będzie zapewniał najlepsze wykonanie zlecenia dla poszczególnych kategorii klientów danej firmy inwestycyjnej. Założenie jednak co do zmiany wymogów, zgodnie z intencją ESMA, jest takie, aby:

- wybór miejsca wykonania dla poszczególnych klas instrumentów finansowych i poszczególnych kategorii klientów uwzględniał odpowiednie dla każdej z tych kategorii klientów czynniki obejmujące w szczególności częstotliwość i wartość wykonywanych zleceń;
- decyzja w kwestii wyboru miejsca lub miejsc wykonania (jego podstawa i uzasadnienie) była szczegółowo opisana w polityce wykonywania zleceń;
- w przypadku wskazania w polityce wykonywania zleceń kilku miejsc wykonywania zleceń jako możliwych do wyboru, konieczność opisanie szczegółowych kryteriów stosowanych do dokonywania tego wyboru dla wykonywania poszczególnych zleceń.

ESMA proponuje również rozbudowanie regulacji dotyczących drugiego z wyjątków, tj. tzw. instrukcji klienta. Zgodnie bowiem z projektem RTS, nie wystarczy już bowiem zamieścić w polityce wykonywania zleceń informacji, że szczegółowe dyspozycje/instrukcje ze strony klienta wyłączają możliwość stosowania przez firmę inwestycyjną postanowień tego dokumentu oraz w efekcie mogą uniemożliwić uzyskanie najlepszego możliwego wyniku dla klienta w związku z wykonaniem zlecenia.

W projekcie RTS ESMA proponuje wprowadzenie wymogu:

- przedstawienia przez firmę inwestycyjną w polityce wykonywania zleceń sposobu postępowania z instrukcjami klienta;
- opisanie przez firmę inwestycyjną wpływu instrukcji klienta na kryteria wyboru miejsca wykonania i możliwość osiągnięcia przez firmę inwestycyjną najlepszego wyniku dla klienta, przekazaniu instrukcji;
- opisanie w polityce wykonywania zleceń sposobu różnicowania zleceń z instrukcjami i bez instrukcji;
- zamieszczenia w polityce wykonywania dodatkowych wyjaśnień i ostrzeżeń dla klienta, w tym związanych z opłatami (art. 64 ust. 3 i art. 66 ust. 5 rozporządzenia Komisji (UE) 2017/565).

Zgodnie z propozycją ESMA, odstępstwo od listy miejsc wykonania przewidzianej w polityce wykonywania zleceń ma być możliwe, nie tylko w przypadku szczegółowej dyspozycji otrzymanej od klienta, ale również wtedy, gdy wystąpią wyjątkowe okoliczności, w tym takie, jak szybki spadek płynności lub nadzwyczajne wahania cen w zakresie instrumentów finansowych będących przedmiotem zlecenia, pod warunkiem jednak, że przyjęty sposób wykonania zlecenia będzie pozostawał w zgodzie z najlepszym interesem klienta.

ESMA kładzie w projekcie RTS duży nacisk na monitorowanie jakości wykonania zleceń i ocenę efektywności polityki wykonania zleceń, gdyż przegląd dotychczasowej praktyki rynkowej wykazał w tym zakresie szereg nieprawidłowości. Stąd w projekcie RTS znalazły się propozycje obejmujące w szczególności obowiązek:

- wdrożenia procedury monitorowania jakości wykonania zleceń, która: powinna być dokonywana z częstotliwością nie mniejszą niż raz na 3 miesiące, powinna obejmować wewnętrzne procesy wykonywania zleceń oraz wyniki uzyskiwane w poszczególnych miejscach wykonania, powinna polegać na analizie wszystkich transakcji lub wybranych prób (reprezentatywnych dla danego okresu) dla danej klasy instrumentów finansowych, powinna uwzględniać ustalone progi i dopuszczalne poziomy odchylenia wyników wykonania od danych referencyjnych dla poszczególnych instrumentów finansowych (z zastrzeżeniem, że dodatkowe wymogi proponowane są dla zdefiniowania danych referencyjnych), może przewidywać korzystanie przez firmę inwestycyjną z usług podmiotu trzeciego w zakresie monitorowania jakości wykonania zleceń np. usług miejsca wykonania lub niezależnego dostawcy danych;

- dokonywania oceny efektywności polityki wykonania zleceń na podstawie danych z monitorowania jakości wykonania zleceń nie rzadziej niż w raz do roku oraz w każdym przypadku, gdy wynik monitoringu jest negatywny (jakość wykonania monitorowanych transakcji przekracza predefiniowany próg) lub gdy wystąpiła istotna zmiana okoliczności mających związek z polityką wykonywania zleceń lub kryteriami, które zgodnie z tą polityką są brane pod uwagę, przy wykonywaniu zleceń.

Zgodnie z projektem RTS, w przypadku gdyby w efekcie oceny efektywności polityki wykonania zleceń firma inwestycyjna stwierdziła istnienie nieprawidłowości, powinna być zobowiązana do wdrożenia niezbędnych korekt w rozsądnym dla danego przypadku czasie (uwzględniając wagę nieprawidłowości), jednak nie dłuższym niż 3 miesiące od zakończenia oceny. Dodatkowo, analogicznie, jak w przypadku monitorowania jakości wykonania zleceń, ESMA również w odniesieniu do dokonywania oceny efektywności polityki wykonania zleceń proponuje, aby istniała możliwość korzystania przez firmę inwestycyjną z usług podmiotu trzeciego.

Podsumowując, choć porozumienie co do zmiany dotychczasowej praktyki firm inwestycyjnych w obszarze best execution, a więc również zaostreżenia pewnych wymogów w tym zakresie, zostało już osiągnięte a jego efektem jest zmiana MiFID II, to jednak szczegółowy charakter tego zaostreżenia nie został jeszcze przesądzony. W tym zakresie rozstrzygające znaczenie będzie miało brzmienie RTS. Projekt RTS opublikowany przez ESMA na obecnym etapie stanowi jedynie propozycję, dlatego też warto poddać go szczegółowej analizie i zabrać głos w konsultacjach zanim jego brzmienie zostanie ostatecznie ustalone i przyjęte przez ESMA.

## Listning Act – rewolucja dla rynku giełdowego?



**mec. Katarzyna Majer-Gębska**

Managing Counsel

Kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

**Dnia 24 kwietnia 2024 r. Parlament Europejski przyjął długo oczekiwany pakiet regulacji zwany Listing Act. Nowe przepisy wprowadzą istotne zmiany mające na celu zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w UE, zarówno dla spółek planujących debiut giełdowy, jak i tych już notowanych.**

Pakiet Listing Act obejmuje:

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) zmieniające rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla przedsiębiorstw oraz ułatwienia dostępu do kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom;
- Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie akcji uprzywilejowanych co do głosu w spółkach, które ubiegają się o dopuszczenie swoich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu.

- Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) zmieniającą dyrektywę 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla przedsiębiorstw i ułatwienia dostępu do kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom oraz uchylającą dyrektywę 2001/34/WE.- Zmiany Dyrektywy MIFID II.

### Zmiany w Rozporządzeniu prospektowym

Listing Act wprowadza istotne modyfikacje przepisów dotyczących publikowania prospektu emisyjnego, mające na celu uproszczenie i zwiększenie elastyczności procesu pozyskiwania kapitału na rynkach regulowanych. Kluczową zmianą jest wprowadzenie nowego zwolnienia z obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego UE w przypadku ofert publicznych papierów wartościowych zamiennych na papiery już notowane na rynku regulowanym. Nowe przepisy zwiększają próg tego zwolnienia z 20% do 30% istniejących papierów wartościowych, obliczanych w okresie 12 miesięcy.

Przepisy przewidują również zwolnienie z obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego UE, gdy pierwotne papiery wartościowe były notowane przez co najmniej 18 miesięcy na rynku regulowanym lub rynku rozwoju MŚP, niezależnie od wielkości oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu. W takim przypadku obowiązek ten zostaje zastąpiony koniecznością przekazania informacji określonych w załączniku do Rozporządzenia.

Kolejną istotną zmianą jest podniesienie progu dla uproszczonego prospektu krajowego z 8 do 12 milionów euro, przy czym państwa członkowskie mają możliwość obniżenia tego progu do 5 milionów euro.

Listing Act wprowadza także nowy typ prospektu, który zastąpi dotychczasowy uproszczony prospekt emisyjny dla emisji wtórnych. Nowy prospekt kontynuacyjny UE (EU Follow-on Prospectus) będzie mógł mieć maksymalnie 50 stron i będzie obowiązywał dla ofert i dopuszczeń do obrotu na rynku regulowanym, a także dla emitentów, których papiery wartościowe są już notowane przez co najmniej 18 miesięcy. Z kolei dla MŚP oraz emitentów, których oferty nie przekraczają 50 milionów euro w ciągu 12 miesięcy, dotychczasowy prospekt EU Growth zostanie zastąpiony nowym, bardziej standaryzowanym dokumentem o maksymalnej objętości 75 stron.

Istotną zmianą jest również wprowadzenie limitu 300 stron formatu A4 dla prospektów emisyjnych akcji. Ma to na celu ograniczenie nadmiernej rozwlekłości, powtarzalnych zapisów oraz nadmiaru informacji. Ograniczenie liczby stron może przyczynić się do poprawy jakości ujawnianych informacji, eliminując zbędne treści. Jednak może także stanowić wyzwanie w przypadku bardziej skomplikowanych transakcji lub podmiotów prowadzących złożoną działalność. Kluczowe będzie zatem znalezienie równowagi między dostarczeniem wystarczającej ilości informacji a zapewnieniem czytelności prospektu bez pominięcia lub błędów. ESMA opracuje wytyczne dotyczące stosowania prostego języka w prospektach, aby informacje w nich zawarte były zwięzłe, jasne i przyjazne.

Listing Act wprowadza także szeroko zakrojoną standaryzację prospektów. Akt delegowany określi standardową kolejność, szablon oraz układ dokumentów. Nowe zasady nie będą obowiązywać tzw. Uniwersalnych Dokumentów Rejestracyjnych (URD).

W prospektach pojawią się także elementy związane z ESG. Podsumowanie prospektu musi zawierać oświadczenie, że spółka zidentyfikowała kwestie środowiskowe jako istotny czynnik ryzyka oraz informację, czy działalność emitenta kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo zgodnie z artykułem 8 Taksonomii.

Ponadto, prospekt powinien zawierać informacje dotyczące zrównoważonego rozwoju zgodnie z wymogami dyrektywy 2013/34/UE.

W prospektach pojawią się także elementy związane z ESG. Podsumowanie prospektu musi zawierać oświadczenie, że spółka zidentyfikowała kwestie środowiskowe jako istotny czynnik ryzyka oraz informację, czy działalność emitenta kwalifikuje się jako zrównoważona środowiskowo zgodnie z artykułem 8 Taksonomii. Ponadto, prospekt powinien zawierać informacje dotyczące zrównoważonego rozwoju zgodnie z wymogami dyrektywy 2013/34/UE.

## Zmiany w Rozporządzeniu MAR

Zgodnie z obowiązującym brzmieniem Rozporządzenia MAR, aby emitent mógł podjąć decyzję o opóźnieniu ujawnienia informacji poufnych, konieczne jest spełnienie kilku warunków. Obecnie emitent może, na własną odpowiedzialność, opóźnić przekazanie informacji poufnych do publicznej wiadomości, jeżeli jednocześnie spełnione są następujące warunki:

- a) niezwłoczne ujawnienie informacji mogłoby naruszyć uzasadnione interesy emitenta lub uczestnika rynku handlu uprawnieniami do emisji;
- b) opóźnienie podania do wiadomości informacji prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd opinii publicznej;
- c) emitent lub uczestnik rynku uprawnieniami do emisji jest w stanie zapewnić poufność takich informacji.

Po wejściu w życie Listing Act, wymóg o którym mowa w pkt. b) zostanie zastąpiony nowym warunkiem zgodnie z którym informacja ma nie być sprzeczna z ostatnim publicznym ogłoszeniem lub innym rodzajem komunikacji emitenta w tej samej sprawie.

Nowy warunek koresponduje z brzmieniem obecnych wytycznych ESMA w sprawie opóźnionego ujawniania informacji poufnych, zgodnie z którymi opóźnienie może wprowadzać opinię publiczną w błąd gdy:

- istotnie różni się od poprzedniego komunikatu emitenta w tej samej sprawie,
- odnosi się do faktu, że cele finansowe prawdopodobnie nie zostaną osiągnięte, jeżeli zostały wcześniej ogłoszone, oraz
- jest sprzeczne z oczekiwaniami rynku, gdy takie oczekiwania są oparte na sygnałach wysyłanych przez emitenta.

Wytyczne ESMA nadal będą określać okoliczności, w których emitent może mieć uzasadniony interes w opóźnieniu ujawnienia informacji, jednak nie będą już wskazywać przypadków,

w których takie opóźnienie mogłoby wprowadzić w błąd opinię publiczną. Zmiany te prawdopodobnie nie wpłyną znacząco na praktykę rynkową wśród emitentów. Istnieje jednak możliwość, że po zaktualizowaniu wytycznych ESMA zmieni się katalog okoliczności, w których emitent może uznać, że wcześniejsze ujawnienie informacji naruszyłoby jego uzasadnione interesy.

Ponadto, zniesiony zostanie obowiązek publikowania informacji o każdym etapie negocjacji, transakcji czy emisji akcji. Do publicznej wiadomości ma być przekazywany jedynie ostateczny wynik procesu, co jednak nie zwalnia emitenta z obowiązków dotyczących zarządzania informacjami poufnymi na wcześniejszych etapach.

Zmianie ulegnie także próg, którego przekroczenie wiąże się z obowiązkiem raportowania transakcji przez osoby zarządzające spółką – z 5 na 20 tysięcy euro. Państwa członkowskie mogą podwyższyć ten próg do 50 tysięcy euro lub obniżyć do 10 tysięcy euro, w zależności od warunków rynkowych.

Nowe przepisy upraszczają także ramy prawne związane z tzw. "bezpieczną przystanią" (safe harbour) dla programów odkupu akcji. Transakcje związane z odkupem akcji muszą być zgłaszane tylko właściwemu organowi najbardziej odpowiedniego rynku pod względem płynności, co eliminuje wcześniejszy wymóg raportowania ich do każdego systemu obrotu. Dodatkowo, transakcje te będą ujawniane publicznie w formie zagregowanej, z podaniem łącznego wolumenu i średniej ważonej ceny za dzień oraz systemu obrotu.

### **Dyrektywa w sprawie akcji uprzywilejowanych co do głosu**

W ramach Listing Act wprowadzono nową dyrektywę dotyczącą struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (MTF). Celem tej dyrektywy jest stymulowanie pozyskiwania kapitału na MTF przy jednoczesnym zapewnieniu założycielom możliwości utrzymania kontroli nad swoimi spółkami.

Zgodnie z Dyrektywą, struktura akcji o wielokrotnych prawach głosu (MVS), stanowi mechanizm zwiększający kontrolę, pozwalając akcjonariuszom większościowym na zachowanie decyzyjności w spółce, przy jednoczesnym pozyskiwaniu kapitału od inwestorów. MVS nie obejmuje struktur, w których różnice w prawach głosu wynikają wyłącznie z różnic w wartości akcji. Z zakresu dyrektywy wyłączone są także akcje nieme czy akcje z prawem weta.

Zasada „jedna akcja, jeden głos” obecna na rynku publicznym odgrywa kluczową rolę w zapewnieniu, że prawa głosu akcjonariuszy są proporcjonalne do ich ekonomicznej ekspozycji w spółce,

co stanowi fundament sprawiedliwego i przejrzystego zarządzania korporacyjnego. Akcjonariusze, jako wierzyciele rezydualni spółki, mają bezpośredni interes w maksymalizacji jej wartości, a tym samym w podejmowaniu decyzji promujących długoterminowy rozwój i stabilność. W czasach, gdy oczekuje się od akcjonariuszy aktywnej roli w zarządzaniu zrównoważoną transformacją przedsiębiorstw, zasada ta nabiera dodatkowego znaczenia. Dlatego, jak wskazuje unijny ustawodawca, wprowadzenie MVS wymaga priorytetowego traktowania i ochrony interesów inwestorów, którzy nie posiadają tych praw głosu, aby uniknąć potencjalnych nadużyć i zachować równowagę sił w spółce.

W związku z powyższymi założeniami, nowe regulacje wprowadzają szereg zabezpieczeń mających na celu zapobieganie nadmiernemu wykorzystywaniu praw kontrolnych przez akcjonariuszy większościowych posiadających MVS. Państwa członkowskie będą zobowiązane do zapewnienia, że spółki o strukturze MVS, których akcje są notowane lub mają być notowane na rynku MTF, wdrożą odpowiednie mechanizmy ochrony interesów akcjonariuszy nieposiadających MVS. W szczególności, decyzje dotyczące zmiany struktury MVS wpływające na prawa głosu z akcji powinny być podejmowane przez walne zgromadzenie większością kwalifikowaną, oraz powinny podlegać odrębnemu głosowaniu w ramach każdego rodzaju akcji, których prawa są objęte zmianą.

Dodatkowo, wpływ MVS na proces decyzyjny walnego zgromadzenia powinien być ograniczony poprzez wprowadzenie przepisów ustanawiających maksymalny stosunek liczby głosów wynikających z MVS do liczby głosów przypadających na inne akcje lub poprzez wymóg podejmowania decyzji kwalifikowaną większością głosów, z zastrzeżeniem odrębnego głosowania dla każdego rodzaju akcji, których prawa mogą zostać naruszone.

### **Rewolucyjne zmiany**

Listing Act wprowadza znaczące zmiany na europejskich rynkach kapitałowych. Nowe przepisy mają na celu nie tylko uproszczenie formalności, ale przede wszystkim stworzenie bardziej przejrzystego i zrównoważonego środowiska inwestycyjnego, które sprzyja innowacjom i długoterminowemu rozwojowi. Dzięki tym zmianom Unia Europejska chce być globalnym liderem w kształtowaniu przyszłości rynków kapitałowych – takich, które są atrakcyjne dla spółek, a jednocześnie bezpieczne i korzystne dla wszystkich uczestników. Jak te regulacje wpłyną na funkcjonowanie rynku, przekonamy się wkrótce, ale jedno jest pewne – to rewolucyjne zmiany, które dotkną wielu kluczowych obszarów rynku giełdowego.

# Kredyty powiązane z czynnikami zrównoważonego rozwoju jako mechanizm wspierania transformacji i budowania wizerunku firm w oczach inwestorów



**Joanna Ałasa**

CFA, ACCA. Doradca Inwestycyjny  
Członek Zarządu SIF Poland

W ostatnich latach na rynku finansowym coraz większą popularność zyskują narzędzia wspierające zrównoważony rozwój, a jednym z nich są kredyty powiązane z czynnikami zrównoważonego rozwoju (Sustainability Linked Loans, SLLs). Spółki notowane na giełdzie coraz częściej sięgają po ten instrument, aby finansować swoje działania proekologiczne i społeczne, a także budować pozytywny wizerunek w oczach inwestorów oraz opinii publicznej. W praktyce, SLLs umożliwiają firmom pozyskanie kapitału na preferencyjnych warunkach, pod warunkiem osiągnięcia określonych celów zrównoważonego rozwoju, takich jak redukcja emisji CO<sub>2</sub>, zwiększenie efektywności energetycznej czy poprawa warunków pracy.

Na polskim rynku również obserwujemy rosnące zainteresowanie SLLs. Przykładem może być Cyfrowy Polsat, który w 2021 roku zawarł umowę kredytową o wartości 1 miliarda złotych, powiązaną z realizacją celów zrównoważonego rozwoju. Uzyskane środki zostały wykorzystane do refinansowania projektów proekologicznych, w tym do poprawy efektywności energetycznej infrastruktury oraz redukcji śladu węglowego związanego z produkowanymi przez spółkę urządzeniami elektronicznymi. Innym przykładem jest Wirtualna Polska, która również skorzystała z SLLs, aby finansować inicjatywy mające na celu zmniejszenie śladu węglowego firmy oraz finansowanie akwizycji i wydatków inwestycyjnych.

Zastosowanie SLLs pozwala spółkom na aktywne zaangażowanie w zrównoważony rozwój, jednocześnie wzmacniając ich pozycję na rynku. W dobie rosnącej świadomości ekologicznej i społecznej, firmy, które podejmują realne działania na rzecz zrównoważonego rozwoju, mogą liczyć na większe zaufanie ze strony interesariuszy oraz na przewagę konkurencyjną. Dla spółek notowanych na giełdzie, transparentność i odpowiedzialność stają się kluczowymi elementami budowania reputacji.

Jednakże, wraz z rosnącą popularnością SLLs, pojawia się również ryzyko greenwashingu, czyli działań, które mają na celu jedynie stworzenie wrażenia zaangażowania w zrównoważony rozwój, bez podejmowania działań o rzeczywistym wpływie na środowisko czy społeczeństwo. Spółki mogą wykorzystywać SLLs do poprawy swojego wizerunku, nie podejmując przy tym realnych działań na rzecz zrównoważonego rozwoju. To ryzyko może negatywnie wpłynąć na zaufanie inwestorów i konsumentów, prowadząc do spadku wartości akcji oraz reputacji firmy.

Po to, aby minimalizować ryzyko greenwashingu, spółki muszą przestrzegać określonych wytycznych, w tym szczególnie tych ustanowionych przez Loan Market Association (LMA). Wytyczne LMA dla Sustainability Linked Loans kładą nacisk na konieczność precyzyjnego określenia wskaźników efektywności zrównoważonego rozwoju (KPIs), które muszą być konkretne, mierzalne i związane bezpośrednio z działalnością operacyjną spółki. Cele ustanowione w ramach tych KPI powinny być z kolei odpowiednio ambitne, odnosić się do globalnych, sektorowych ścieżek i wytycznych, takich jak Cele Zrównoważonego Rozwoju (SDGs) ONZ, wychodzić poza te wynikające ze standardowych działań operacyjnych (tzw. „business as usual”), jak i muszą odzwierciedlać istotne wyzwania stojące przed spółką w zakresie zrównoważonego rozwoju.

Dzięki stosowaniu wytycznych LMA, spółki takie jak Cyfrowy Polsat i Wirtualna Polska mogą skutecznie wykorzystać kredyty powiązane z czynnikami zrównoważonego rozwoju do wspierania realnych zmian, jednocześnie budując pozytywny przekaz dot. swojej strategii biznesowej. Długoterminowe zaangażowanie w zrównoważony rozwój nie tylko przyczynia się do poprawy sytuacji środowiskowej i społecznej, ale również wzmacnia pozycję rynkową spółki, czyniąc ją bardziej atrakcyjną dla inwestorów oraz klientów.

# FIDAR – zbędne obciążenie regulacyjne, czy rewolucja techniczna na rynku kapitałowym na miarę PSD2?



**mec. Michał Karwasiński**

radca prawny

Karwasiński, Szpringer i Wspólnicy S.j.

**Co to za skrót „FIDAR” i dlaczego już dziś przedstawiciele firm inwestycyjnych powinni się z nim zapoznać?**

„FIDAR” to nieformalny skrót legislacyjny odnoszący się do projektowanego Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ram dostępu do danych finansowych. Obecnie akt ten znajduje się w ramach zwykłej procedury legislacyjnej na etapie pierwszego czytania w Parlamencie Europejskim. Etap ten pozwala na przyjęcie, że zasadnicze projektowane elementy tej regulacji nie ulegną już diametralnym zmianom, a jedynie podlegać będą drugorzędnym doprecyzowaniom. Tym samym warto przyjrzeć się już dziś obowiązkom i obciążeniom, które regulacja ta nakładać będzie na firmy inwestycyjne – a także rozważyć na poziomie strategii biznesowych szanse, jakie może nieść ze sobą wdrożenie FIDAR na polskim rynku kapitałowym. Jednocześnie z uwagi na relatywną obszerność projektowanej regulacji, na potrzeby niniejszego artykułu pomija się szereg elementów projektowanego systemu wymiany danych, jak też dokonuje pewnych uproszczeń, aby w możliwie zwartej formie ukazać pozycję firm inwestycyjnych w projektowanym ekosystemie wymiany danych związanych z usługami finansowymi.

**Jakie podstawowe założenia ma realizować FIDAR z perspektywy firm inwestycyjnych?**

FIDAR określane bywa nieformalnie mianem otwartej bankowości na rynku finansowym, gdyż stanowi niejako kolejny, dopełniający krok w zakresie stworzenia ekosystemu, w którym nie tylko banki, ale w zasadzie wszystkie instytucje finansowe (w tym właśnie firmy inwestycyjne) będą zobowiązane do udostępniania podmiotom trzecim danych finansowych swoich klientów. Oczywiście udostępnianie takich danych wiązać się będzie z szeregiem ograniczeń, a FIDAR wskazuje zarówno sytuacje, w których dane będą mogły być udostępniane, jak i szereg wymogów o charakterze technologicznym związanych z ich udostępnianiem.

PZ perspektywy firm inwestycyjnych warto wysokopoziomowo wskazać, że z jednej strony firmy inwestycyjne zobowiązane będą do udostępniania podmiotom trzecim niektórych danych i informacji dotyczących swoich klientów, a z drugiej strony będą mogły pozyskiwać tego typu dane od innych instytucji finansowych (w tym firm inwestycyjnych) i wykorzystywać je w prowadzonej działalności.

**Jak będzie wyglądał schemat udostępniania i pozyskiwania danych przez firmy inwestycyjne?**

Centralnym podmiotem procesu udostępniania danych jest posiadacz danych („data holder”), który będzie zobowiązany – na żądanie klienta – do przekazania w czasie rzeczywistym żądanych danych, nieodpłatnie i bez nieuzasadnionej zwłoki. Przekazywane dane będą musiały zostać opracowane do przekazania w formie pozwalającej na ich łatwe odczytanie i obróbkę tych danych. Jednocześnie zarówno żądanie przekazania danych, jak i ich przekazanie przez posiadacza danych (jakim może być firma inwestycyjna) – będzie się odbywało wzorem otwartej bankowości przez dedykowany interfejs online lub przez interfejs przygotowany dla klienta w formie aplikacji na urządzenia mobilne.

Jednocześnie sam klient, co do zasady, nie będzie końcowym odbiorcą tych danych. W praktyce w imieniu klienta dane będzie pozyskiwał użytkownik danych („data user”) – który będzie mógł pozyskać i przetwarzać dane klienta wyłącznie w związku z określoną usługą. Zakres pozyskania danych przez ich użytkownika oraz konkretna usługa, na potrzeby której użytkownik będzie mógł pozyskiwać dane, będą precyzyjnie określone w ramach zgody klienta na pozyskanie przez użytkownika danych od ich posiadacza.

W odniesieniu do wskazanych powyżej ról w schemacie udostępniania danych, warto wskazać, że firmy inwestycyjne będą mogły występować zarówno w roli zobowiązanych do udostępniania danych posiadaczy, jak i „zaciągających” w imieniu swoich klientów od innych podmiotów użytkowników danych.



Powyższe stanowi kluczową okoliczność pozwalającą już wstępnie postawić częściową tezę, że FIDAR będzie stanowił dla firm inwestycyjnych zarówno obciążenie regulacyjne i technologiczne, ale też i ogromną szansę na rozwój procesów pozyskiwania i onboardowania klientów, a także świadczenia usług maklerskich.

### **Jakie (w zarysie) wymogi funkcjonalne i technologiczne będą musiały być spełnione w celu udostępnienia i pozyskiwania danych przez firmy inwestycyjne?**

Firmy inwestycyjne, będące posiadaczami danych, będą zobowiązane do udostępnienia klientowi dedykowanego „panelu zgód” (permission dashboard), który powinien być zintegrowany z interface dostępnym dla klienta w celu korzystania z usług maklerskich. W ramach funkcjonalności takiego panelu zgód klient będzie mógł mieć w każdej chwili dostęp do zestawienia zgód, jakie udzielił firmie inwestycyjnej do przekazania innym podmiotom dotyczących go danych i informacji – w tym w szczególności zakresu informacji oraz celu ich udostępnienia. Ponadto panel taki ma zapewniać klientowi w każdej chwili możliwość cofnięcia udzielonych zezwoleń (withdraw a permission), a także przywrócenie cofniętych wcześniej zgód. Jednocześnie funkcjonalność systemu powinna obejmować możliwość wzajemnego informowania użytkownika danych oraz posiadacza danych o udzielonych i wycofanych przez klienta zgodach na udostępnianie danych. Wycofanie przez klienta zgody na dostęp do danych przez użytkownika danych będzie wiązało się z obowiązkiem ich usunięcia i zaprzestania przetwarzania przez użytkownika. Ponadto, szczegółowe rozwiązania o charakterze UX (user experience) będą przedmiotem szczegółowych wytycznych, mających na celu zapewnienie, aby funkcjonalność panelu zgód zapewniała, że proces wycofania zgody na przekazanie danych jest równie łatwy do realizacji przez klienta jak proces jej udzielenia, a także dotyczące informacji wyświetlanych w ramach panelu pod kątem zgodności z wymogami konsumenckimi.

### **Jakie szanse dla firm inwestycyjnych może przynieść „rewolucja” w zakresie udostępniania danych na podstawie FIDAR?**

Jedną z istotnych bolączek procesów pozyskiwania i onboardingu klientów firm inwestycyjnych, jak również procesów sprzedaży instrumentów finansowych są procedury związane z oceną odpowiedności i adekwatności, jak również z zarządzaniem produktowym. Praktycy projektujący i obsługujący te procesy wskazują,

że w szczególności proces pozyskiwania danych niezbędnych do wypełnienia powyższych obowiązków stanowi istotne obciążenie dla potencjalnych klientów w procesie nawiązywania relacji umownej z firmą inwestycyjną – a także następnie w ramach procesów sprzedażowych obejmujących instrumenty finansowe. Powyższe obciążenia w szczególności sposób uwidaczniają się w przypadku świadczenia usługi zarządzania aktywami oraz doradztwa inwestycyjne – w szczególności na wybitnie sensytywny charakter informacji niezbędnych do pozyskania od klienta, dotyczących m.in. jego sytuacji finansowej. Jeśli do powyższego zestawienia dołożymy jeszcze informacje pozyskiwane w związku z procesami AML/KYC – rysuje się obraz regulacyjny mogący faktycznie odstręczać część klientów od żmudnego procesu opracowania i przekazania tak szerokiego zakresu informacji dotyczących m.in. danych związanych z finansową sferą działalności potencjalnego klienta. W tym zakresie system projektowany w ramach FIDAR może stanowić dla firm inwestycyjnych szansę na znaczne uproszczenie procesów onboardingu oraz sprzedaży, poprzez zachęcanie klientów oraz potencjalnych klientów do wyrażenia zgody w panelach posiadaczy danych oraz upoważnienia dla firmy inwestycyjnej do zażądania w imieniu klienta przekazania danych np. z innej firmy inwestycyjnej, z której usług klient dotychczas korzystał, albo banku, w którym klient posiada środki pieniężne ale i niektóre produkty inwestycyjne. Informacje te mogą obejmować w szczególności dane wykorzystywane przez inną firmę inwestycyjną do oceny odpowiedności oraz zarządzania produktowego – co w praktyce pozwolić może zastąpienie ankietowania klienta lub potencjalnego klienta przez udzielenie zgody na ich pobranie przez firmę inwestycyjną. Dodatkowo pełna automatyzacja oraz obowiązek ciągłego (w okresie wskazanym w udzielonej przez klienta) dostarczania danych – w tym informacji o ich zmianach – pozwala na korzystanie przez firmę inwestycyjną, będącą użytkownikiem, z najbardziej aktualnych danych poprzez pozyskiwanie w czasie rzeczywistym informacji o wprowadzonych w pobieranych informacjach zmianach. Już tylko na marginesie można zasygnalizować możliwości wykorzystania automatycznie pobieranych i aktualizowanych danych procesie świadczenia usługi doradztwa inwestycyjne w formule robodoradztwa. W tym zakresie pełna automatyzacja i oparcie generowania rekomendacji inwestycyjnych w oparciu o zasilane takimi danymi algorytmy może pozwolić na świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego dla masowego klienta detalicznego przy akceptowalnym, niskim poziomie kosztów jednostkowych.

Możliwość świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego dla klienta masowego może mieć szczególne znaczenie w związku z pracami legislacyjnymi obejmującymi Retail Investment Strategy, z uwagi na wymóg świadczenia tej usługi w określonych przypadkach.

### Podsumowanie

FIDAR z pewnością stanowił będzie istotne obciążenie regulacyjno – technologiczne dla firm inwestycyjnych. Szczególnie, że kanały przekazywania danych (zarówno ich udostępniania jak i zaciągania od innych podmiotów) będą musiały spełniać wymagania związane z cyberbezpieczeństwem oraz zasadami bezpieczeństwa teleinformatycznego.

Dostosowanie do FIDAR wymagać będzie od firm inwestycyjnych nakładów finansowych, rzeczowych oraz osobowych, a także współdziałania obszarów compliance, ochrony danych osobowych, regulacyjnych i technologicznych. Jednocześnie otwarcie i dostęp do licznych danych klienta posiadanych przez inne instytucje finansowe może stanowić podstawę dla swoistej rewolucji w zakresie tzw. UX klientów przy świadczeniu usług maklerskich, a także rozwinąć na większą skalę świadczenie przez firmy inwestycyjne usług doradztwa inwestycyjnego w formule zrobotyzowanej.

# Czy Europa nadąga za USA? Innowacje, regulacje i przyszłość rynków kapitałowych – analiza zasadniczych różnic



## mec. Jarosław Kubiak

Dyrektor Zarządzający  
Izba Domów Maklerskich

Rynki finansowe na świecie ewoluują w różnym tempie, kształtowane przez lokalne regulacje, innowacje i politykę gospodarczą. USA wyróżnia się dynamicznym rozwojem i elastycznym systemem regulacyjnym. W przeciwieństwie do nich, Unia Europejska, Wielka Brytania i Polska borykają się z bardziej złożonymi przepisami, które mogą hamować innowacyjność. Popatrzmy, jak kształtują się systemy regulacyjne rynków kapitałowych w czterech gospodarkach: USA, UE, Wielkiej Brytanii i Polsce. Pozwoli to zidentyfikować różnice i podobieństwa w podejściu do regulacji, a także ocenić ich wpływ na rozwój firm i atrakcyjność inwestycyjną tych rynków.

### 1. Regulacje i ich wpływ na rozwój rynków kapitałowych

**USA** są znane z elastycznego podejścia do regulacji, co wspiera innowacyjność. JOBS (Jumpstart Our Business Startups) Act z 2012 roku umożliwił firmom na wcześniejsze wejście na giełdę, skracając czas przygotowania do IPO o 6-12 miesięcy i obniżając koszty o 25%. Dzięki temu liczba debiutów giełdowych wzrosła o 30% w latach 2012-2018. Regulation A+ umożliwił firmom pozyskanie do 75 milionów dolarów rocznie, co doprowadziło do zwiększenia kapitału o 3 miliardy dolarów w ciągu pięciu lat.

Amerykańskie giełdy, takie jak NYSE i NASDAQ, pozostają najbardziej płynne na świecie, z kapitalizacją wynoszącą 45 bilionów dolarów i średnim dziennym obrotem na poziomie 200 miliardów dolarów.

W UE, mimo kapitalizacji rynku akcji na poziomie 12 bilionów dolarów w 2023 roku, bardziej rygorystyczne regulacje, takie jak MiFID II i CRD V, podniosły koszty operacyjne firm o 35-40%. Koszty wdrożenia MiFID II dla sektora finansowego wyniosły 6 miliardów euro. Dla dużych banków, takich jak Deutsche Bank, Commerzbank czy BNP Paribas, oznacza to dodatkowe wydatki rzędu 10-15 milionów euro rocznie na infrastrukturę raportowania, systemy IT oraz zatrudnienie specjalistów ds. compliance. Efektem powyższych wymogów może być spadek liczby nowych emisji akcji w części krajów UE o 15% w latach 2018-2023.

**Wielka Brytania**, po Brexicie, zyskała na elastyczności regulacyjnej dzięki wdrożeniu Financial Services and Markets Act (FSMA), co pozwoliło na zmniejszenie kosztów compliance o 15-20%.

Koszty wdrożenia FSMA wyniosły 200 milionów funtów, znacznie mniej niż w UE. Liczba IPO na London Stock Exchange (LSE) wzrosła o 18% w 2023 roku, a średni dzienny obrót wyniósł 50 miliardów dolarów. Uproszczenie regulacji przyciągnęło kapitał zagraniczny, a napływ inwestycji do Wielkiej Brytanii wzrósł o 25% w latach 2021–2023.

W Polsce, choć kraj dostosowuje regulacje do wymogów UE, występuje problem nadmiarowości regulacyjnej (goldplating). Dodatkowe krajowe przepisy podnoszą koszty compliance o 5–10%. Na przykład, wdrożenie przepisów AML (Anti-Money Laundering) zwiększa koszty operacyjne firm inwestycyjnych średnio o 15%, co stanowi dodatkowe wydatki rzędu 2–4 milionów złotych rocznie na instytucję. Ponadto, ograniczony dostęp do kapitału instytucjonalnego sprawia, że Polska pozostaje w tyle za bardziej rozwiniętymi rynkami.

## 2. Koszty wdrożenia przepisów FSMA, MiFID II i Dodd-Frank

Koszty wdrożenia różnych regulacji pokazują znaczące różnice w podejściu do regulacji na poszczególnych rynkach. W Wielkiej Brytanii koszty wdrożenia FSMA wyniosły 200 milionów funtów, co stanowi tylko 3,3% kosztów wdrożenia MiFID II w UE, które wyniosły 6 miliardów euro (około 5,5 miliarda funtów). W USA wdrożenie Dodd-Frank Act kosztowało sektor finansowy 20 miliardów dolarów, przy czym JPMorgan Chase wydał 2 miliardy dolarów na dostosowanie się do wymogów, a Bank of America 1,5 miliarda dolarów. Koszty compliance dla banków inwestycyjnych w USA wzrosły o 30–40%, co dla dużych graczy oznacza dodatkowe wydatki rzędu 50–100 milionów dolarów rocznie.

## 3. Nadmiarowość regulacyjna (goldplating) w UE i Polsce

W UE nadmiarowość regulacyjna (goldplating) prowadzi do znaczących kosztów. W Niemczech szczegółowe wymogi dotyczące raportowania transakcji na rynku derywatów zwiększają koszty compliance średnio o 15–20%, co oznacza dodatkowe wydatki rzędu 5–10 milionów euro rocznie dla dużych banków. We Francji bardziej rygorystyczne procedury identyfikacji beneficjentów rzeczywistych oraz wymóg regularnych audytów wewnętrznych zwiększają koszty operacyjne instytucji finansowych o 12–15%, co dla dużych graczy, takich jak BNP Paribas, oznacza dodatkowe wydatki na poziomie 8–12 milionów euro rocznie.

W Polsce dodatkowe wymogi krajowe, takie jak częstsze raportowania wykraczające poza standardy UE podnoszą koszty compliance średnio o 5–10%. Dla dużych instytucji finansowych, takich jak PZU TFI czy PKO TFI, oznacza to wydatki rzędu 1–2 milionów złotych rocznie na spełnienie krajowych wymogów.

## 4. Szybkość rozwoju regulacji i ich implementacja

USA szybko adaptują się do zmian rynkowych dzięki elastycznym regulacjom. Wprowadzenie JOBS Act zajęło zaledwie 12 miesięcy, a Regulation A+ przyciągnął ponad 4 500 firm w ciągu pierwszych pięciu lat, które łącznie zebrały 3 miliardy dolarów kapitału. Z kolei w UE czas transpozycji dyrektyw, takich jak MiFID II, wynosił średnio 3–5 lat, co ograniczało zdolność szybkiej adaptacji do zmieniających się warunków rynkowych i opóźniało napływ kapitału. Wielka Brytania, po Brexicie, skróciła czas wdrażania nowych przepisów do 12–24 miesięcy, co poprawiło jej konkurencyjność na arenie międzynarodowej i zwiększyło napływ kapitału o 20% w latach 2021–2023.

## 5. Restrykcyjność regulacji a rozwój firm inwestycyjnych

W USA elastyczne przepisy regulacyjne sprzyjają rozwojowi firm inwestycyjnych. BlackRock, największy zarządzający aktywami na świecie, zwiększył wartość zarządzanych aktywów do 9,4 biliona dolarów w 2023 roku z 3,8 biliona dolarów w 2013 roku, co stanowi wzrost o 147% w ciągu dekady. Podobnie, Vanguard zwiększył swoje zarządzane aktywa do 6,7 biliona dolarów w 2023 roku z 2,2 biliona dolarów w 2013 roku, notując wzrost o 205%. W Wielkiej Brytanii Schroders zwiększył wartość zarządzanych aktywów do 600 miliardów funtów w 2023 roku z 470 miliardów funtów w 2016 roku, co oznacza wzrost o 28%. Barclays również odnotował wzrost zysków w swoim segmencie zarządzania aktywami o 15% w ciągu trzech lat po Brexicie, korzystając na uproszczeniu regulacji i możliwości szybszego dostosowania się do zmieniających się warunków rynkowych. W UE natomiast bardziej restrykcyjne przepisy zwiększają koszty operacyjne, zmniejszając konkurencyjność. Amundi zarządza aktywami o wartości 1,9 biliona euro, ale boryka się z wysokimi kosztami compliance, które mogą wynosić od 8 do 15 milionów euro rocznie. W Polsce firmy takie jak PZU TFI i PKO TFI z zarządzanymi aktywami na poziomie odpowiednio 25 miliardów złotych i 40 miliardów złotych są ograniczone mniejszym rynkiem i bardziej restrykcyjnymi regulacjami, zaś wzrost ich aktywów za ostatnie 5 lat wyniósł ok. 15%.

## 6. Rozwój funduszy inwestycyjnych

Fundusze inwestycyjne w USA, takie jak Fidelity (4,3 biliona dolarów) i State Street Global Advisors (4 biliony dolarów), rozwijają się dynamicznie dzięki elastycznym regulacjom i dostępności kapitału. SPDR S&P 500 ETF Trust, jeden z największych funduszy ETF na świecie, zarządza aktywami o wartości 420 miliardów dolarów. W UE, fundusze takie jak AXA Investment Managers zarządzają aktywami o wartości 800 miliardów euro, ale ich rozwój hamowany jest przez koszty compliance sięgające 10-15 milionów euro rocznie. W Polsce fundusze takie jak Allianz TFI (5 miliardów złotych) i Generali Investments TFI (17 miliardów złotych) napotykają na liczne bariery związane z regulacjami krajowymi i ograniczonym rynkiem kapitałowym.

## 7. Porównanie rynków akcji, obligacji i instrumentów pochodnych

- **Rynki akcji:** USA dominują z kapitalizacją wynoszącą 45 bilionów dolarów na NYSE i NASDAQ oraz średnim dziennym obrotem na poziomie 200 miliardów dolarów. W UE kapitalizacja rynku akcji to 12 bilionów dolarów, ale koszty compliance zmniejszają jej konkurencyjność. Wielka Brytania, z kapitalizacją rynku na poziomie 4 bilionów dolarów i średnim dziennym obrotem 50 miliardów dolarów, przyciąga globalny kapitał. Polska z kapitalizacją 0,3 biliona dolarów i obrotem 0,5 miliarda dolarów pozostaje w tyle.
- **Rynki obligacji:** USA mają największy rynek obligacji na świecie, z wartością obligacji korporacyjnych wynoszącą 11 bilionów dolarów i obligacji skarbowych ponad 22 biliony dolarów. W UE rynek obligacji korporacyjnych to 5 bilionów dolarów, ale wyższe koszty emisji ograniczają jego rozwój. Wielka Brytania po deregulacji odnotowała wzrost wartości nowo emitowanych obligacji do 300 miliardów dolarów. Polska, z rynkiem obligacji o wartości 20 miliardów dolarów, ma ograniczoną płynność.

Rynki instrumentów pochodnych: USA dominują z obrotami na poziomie 11 bilionów dolarów na CBOE i 1,8 biliona dolarów na CME. W UE obroty kontraktami futures na Eurex wynoszą 1,2 biliona dolarów, a Wielka Brytania z obrotami 11 bilionów dolarów na LME zyskała na deregulacji. Polska, z obrotem kontraktami futures na indeks WIG20 na poziomie 5 miliardów złotych w 2023 roku, ma rynek instrumentów pochodnych, który się rozwija, ale wciąż pozostaje niewielki w porównaniu do bardziej rozwiniętych rynków w USA, Wielkiej Brytanii czy innych krajach europejskich.

**Patrząc na twarde dane,** widzimy, że USA i Wielka Brytania dominują na rynkach kapitałowych dzięki elastycznym i proaktywnym regulacjom, które przyciągają kapitał i wspierają rozwój firm. Tymczasem UE i Polska muszą stawić czoła wyzwaniom związanym z bardziej rygorystycznymi i skomplikowanymi przepisami, które mogą ograniczać ich konkurencyjność na globalnej scenie. Po to, aby zwiększyć swoją atrakcyjność, UE powinna dążyć do uproszczenia i harmonizacji przepisów, redukcji nadmiarowości regulacyjnej oraz zwiększenia dostępu do kapitału. Polska, jako rozwijający się rynek, powinna skupić się na przyciąganiu większej liczby inwestorów zagranicznych przez poprawę płynności rynku i ułatwienia regulacyjne, co mogłoby przyspieszyć rozwój gospodarczy i wzmocnić jej pozycję na europejskiej scenie finansowej.

# Przegląd Rynku Kapitałowego – II kwartał 2024



**Michał K. Ejdyś**

CFA, FRM, FI

## **Polska giełda zyskuje, inwestorzy wracają do funduszy akcyjnych, lecz zainteresowanie emisjami spada**

W II kwartale 2024 r. polska giełda znów wyprzedzała indeks globalny pod kątem zwrotów (WIG: +7,1% vs MSCI World: +2,1%).

Wpływy netto do funduszy inwestycyjnych zwolniły nieco kwartał do kwartału (9,8 vs 12,7 mld zł). Fundusze akcyjne po raz pierwszy od 2021 zanotowały dodatni kwartał pod względem wpływów (+76,8 mln zł).

Jedynie 16 emitentów zorganizowało w II kwartale 2024 r. SPO na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, uzyskując od inwestorów 72 mln zł. To 54% mniej niż w ubiegłym kwartale. Drugi kwartał z rzędu żadna spółka nie zdecydowała się na IPO na rynku głównym (New Connect).

Średni dzienny wolumen obrotów na GPW rośnie nieprzerwanie już od roku, w tym kwartale osiągając 1,3 mld zł, co jest kwotą 7% wyższą niż w ubiegłym kwartale i 37% wyższą niż w analogicznym kwartale roku ubiegłego.

## **WIG rośnie trzykrotnie szybciej niż MSCI World**



W II kwartale 2024 r. szeroki indeks WIG rósł kolejny kwartał z kolei, przynosząc 7,1% zwrotu, tj. ponad trzykrotnie więcej niż w tym czasie wypracował światowy indeks MSCI World (+2,1%).

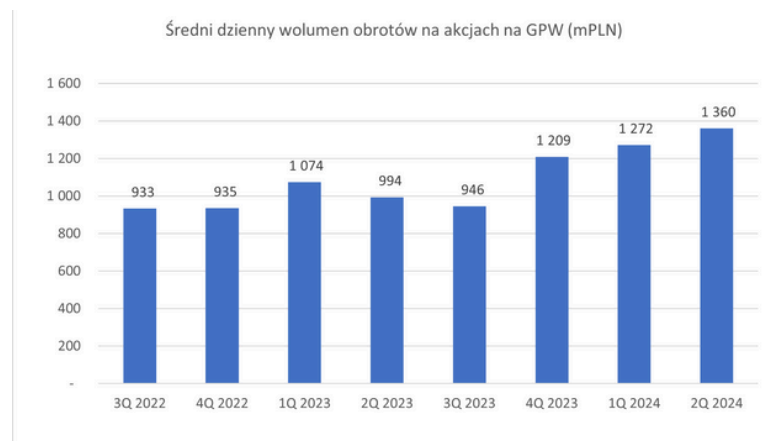
Porównując zwroty w ciągu 12 miesięcy poprzedzających koniec II kwartału 2024, WIG odnotował wzrost o 31,7%, niemal dwukrotnie więcej niż w tym samym czasie przyniósł MSCI World (+17,9%).

Za dobry wynik indeksu WIG muszą być odpowiedzialne spółki spoza listy największych 140, ponieważ i WIG20 (+5,1%) i sWIG80 (+4,2%), jak również mWIG40 (+1,9%) przyniosły w badanym kwartale zwroty niższe.

Podobna sytuacja miała miejsce w ujęciu rocznym: między połową 2023 r. a połową 2024 r. wzrost WIG20 wyniósł 24,3%, a sWIG80 – 16,5%.

Źródło: stooq.pl, opracowanie własne

## **Wolumen GPW dalej rośnie**

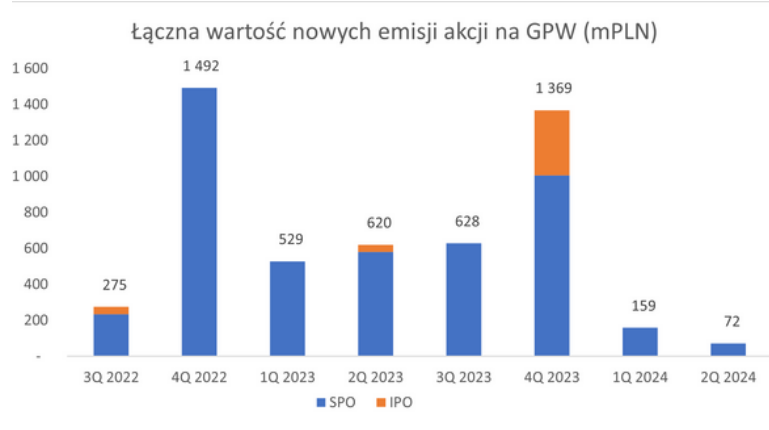


W II kwartale 2024 r. średni dzienny wolumen obrotów na GPW rośnie kolejny kwartał z rzędu, tym razem 7% kwartał do kwartału (1 360 vs 1 272 mln zł). To najwyższy wynik od I kw. 2022 (1 538 mln zł) i drugi najwyższy od I kw. 2021 r. (1 436 mln zł).

W II kwartale 2024 r., w ujęciu rok do roku, średni dzienny wolumen obrotów wzrósł o 36,9% względem analogicznego kwartału w 2023 r.

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

## Emisji coraz mniej



W II kwartale 2024 nie miał miejsca żaden debiut giełdowy. Jedynie 16 emitentów zdecydowało się na zaoferowanie nowo wyemitowanych akcji inwestorom. Otrzymali w zamian 72 mln zł, 54% mniej niż w poprzednim kwartale i 88% mniej niż w analogicznym kwartale rok temu.

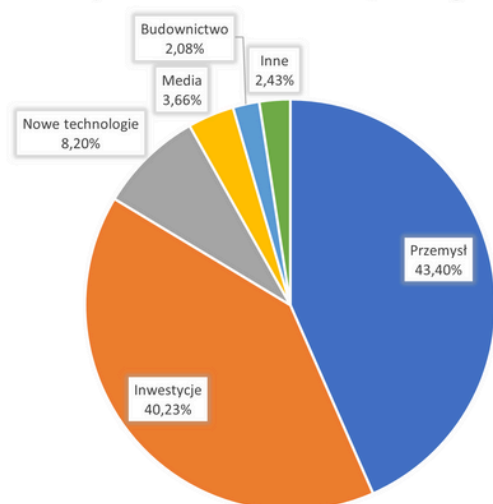
Spółka IT Woodpecker.co S.A. oraz spółka wydawnicza Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości S.A. przeszły na GPW z NewConnect bez emitowania dodatkowych akcji.

Źródło:

[https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne\\_emisje/2024\\_SPO\\_GR.pdf](https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/kolejne_emisje/2024_SPO_GR.pdf)  
f; <https://www.gpw.pl/debiuty>, opracowanie własne

## Liderzy SPO: Grupa Kęty i JR Holding

Sektory działalności emitentów 2Q 2024 wg wartości



W II kwartale 2024 r. dominowały SPO spółek przemysłowych (43,4%, gł. Grupa Kęty S.A. – 29,6 mln zł). Za kolejne 40% środków zebranych z rynku odpowiada wehikuł inwestycyjny JR Holding ASI (29 mln zł).

W przypadku pozostałych 16% wartość wspomnienia są SPO Genomtec S.A. (sektor nowych technologii, ok. 6 mln zł), oraz kolejna emisja spółki Wirtualna Polska Holding S.A. (2,6 mln zł).

Źródło: j/w, opracowanie własne

## Przełom w funduszach akcyjnych



W II kwartale 2024 r. możemy mówić o swego rodzaju korekcie do trendu w zakresie wpływów netto do funduszy inwestycyjnych.

Po rekordowym I kwartale (+12,7 mld zł) aktywa funduszy inwestycyjnych nadal rosną, jednak nieco wolniej (+9,8 mld zł, -23% k/k).

Najbardziej wyhamowały wpływy netto do funduszy obligacyjnych (7,3 vs 10,8 mld zł w ub. kwartale).

Fundusze akcyjne pierwszy raz od IV kw. 2021 (+1,8 mld zł) po 9 kwartałach spadków z rzędu, w końcu zanotowały więcej inwestycji niż umorzeń (+76,8 mln zł.). Wpływy do nich są jednak wciąż marginalne – stanowią mniej niż 1% całości.

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

# KONFERENCJA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

21 listopada 2024

Warszawa

## Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego (KRRK'24)

21 Listopada 2024 r., budynek Varso 2 (Warszawa, ul. Chmielna 73, District Hall, 1 p.)

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego to coroczne jednodniowe forum dyskusji w gronie czołowych ekspertów, przedstawicieli regulatora, nadzorcy, kancelarii prawnych i uczestników rynku kapitałowego.

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

W 2023 r. wzięło w niej udział ponad 150 uczestników. Gościliśmy wielu znamienitych gości, w tym m.in. Przewodniczącego oraz Zastępcę Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego oraz innych przedstawicieli Komisji, przedstawicieli Ministerstwa Finansów, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także prawników z czołowych warszawskich kancelarii prawnych oraz przedstawicieli firm inwestycyjnych.

### Tematyka najbliższej konferencji obejmuje min.

- Rozwiązania prawne w zakresie nowych technologii, AI Act
- DORA
- Rozwiązania wprowadzone ustawą „Warzywniak”, w szczególności usługi dystrybucji,
- ESG, w tym wyzwania dla rynku kapitałowego w kontekście polityki klimatycznej ONZ.

### Udział w konferencji już potwierdzili:

- Jacek Jastrzębski – Przewodniczący KNF
- Jurand Drop – Sekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów
- Sebastian Skuza – Zastępca Przewodniczącego KNF
- Agata Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych UKNF
- prof. Krzysztof Jajuga – Prezes Zarządu CFA Society Poland
- Kamil Wyszowski – Dyrektor Wykonawczy UN Global Compact Network Poland

Patronat nad wydarzeniem objęli m.in: Ministerstwo Finansów, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Związek Banków Polskich, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, CFA Society Poland, kancelaria Rymarz, Zdort, Maruta, Wachta, Gasiński, Her i Wspólnicy Sp. K

Szczegółowe informacje na temat konferencji dostępne są na <https://idm.com.pl/konferencje/>

Koordynator projektu: Katarzyna Kacprzak, [katarzyna.kacprzak@idm.com.pl](mailto:katarzyna.kacprzak@idm.com.pl)

**Nie może Państwa zabraknąć!**

# O Izbie Domów Maklerskich

Izba Domów Maklerskich jest największą niezależną samorządową organizacją firm inwestycyjnych. Reprezentujemy **20 członków**: 7 największych banków (biura maklerskie) i 13 firm inwestycyjnych, którzy łącznie odpowiadają za 99% wolumenu obrotu lokalnego (akcjami, obligacjami, kontraktami terminowymi) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wśród lokalnych członków Giełdy.

Misją Izby jest wspieranie rozwoju rynku kapitałowego służącego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa dla wzrostu gospodarczego i zwiększania zamożności społeczeństwa. Izba występuje w roli Rzecznika Rynku Kapitałowego – prezentuje publicznie rekomendacje i opinie mające wpływ na konkurencyjność i efektywność rynku kapitałowego.

Jesteśmy głosem branży maklerskiej – pracujemy na rzecz rozwiązań prawnych służących umacnianiu konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego, prowadzimy działalność szkoleniową dla zwiększenia poziomu profesjonalnego pracowników firm inwestycyjnych, organizujemy konferencje promujące rozwój rynku kapitałowego. Współpracujemy z rządem i organizacjami rynku kapitałowego na rzecz wsparcia rozwoju konkurencyjnego otoczenia regulacyjnego i warunków biznesowych.

Izba jest członkiem European Forum of Securities Associations.

Izba Domów Maklerskich funkcjonuje w oparciu o:

- Ustawę o obrocie instrumentami finansowymi.
- Ustawę o izbach gospodarczych z 30 maja 1989 r.
- Statut Izby Domów Maklerskich.

## **Izba Domów Maklerskich jako rzecznik interesów uczestników rynku kapitałowego**

Misją Izby Domów Maklerskich jest wspieranie rozwoju konkurencyjnego rynku kapitałowego sprzyjającego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa na cele inwestycyjne dla wzrostu gospodarczego oraz budowania zamożności obywateli. Izba występuje w roli Rzecznika Rynku Kapitałowego – prezentuje publicznie rekomendacje i opinie mające wpływ na atrakcyjność i efektywność rynku kapitałowego, a także wyraża sprzeciw wobec praktyk czy rozwiązań uznanych za szkodliwe dla rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki.

Izba aktywnie współpracuje z organizacjami samorządowymi środowisk rynku finansowego w kraju i za granicą w celu wypracowywania wspólnych stanowisk i ekspertyz w tematach istotnych dla rynku kapitałowego.

## **Izba Domów Maklerskich jako instytucja samoregulacji i współregulacji dla środowiska**

Fundamentem rozwoju rynku kapitałowego jest bezpieczeństwo jego uczestników. Zaufanie do systemu i jego efektywności, a także skuteczność nadzoru stanowi element wiarygodności rynku. W ramach swojej misji Budowania zaufania do rynku kapitałowego, Izba stoi na straży przestrzegania standardów i zasad działalności w branży. Kierując się interesem wszystkich jego uczestników, Izba podejmuje działania na rzecz utrzymania najwyższych standardów profesjonalizmu w branży. Izba jako organizacja pracodawców, którzy ponoszą odpowiedzialność za działania pracowników firm inwestycyjnych, maklerów i doradców, jest naturalnym adresatem takiej kompetencji. Wspólnie z naszymi członkami, przedstawicielami ustawodawcy i instytucji nadzorczych bierzmy udział w procesie tworzenia regulacji, standardów, dobrych praktyk i zaleceń jak również podnoszenia kwalifikacji pracowników firm inwestycyjnych. Wdrażane rozwiązania – w ramach mechanizmu samoregulacyjnego – wspierają interes branży z poszanowaniem interesów klientów.

## **Współpraca z administracją rządową i instytucjami rynku kapitałowego w obszarze regulacji prawnych i standardów wspierających rozwój rynku kapitałowego**

Jako największa niezależna organizacja branżowa, Izba posiada silne umocowanie do reprezentowania środowiska maklerskiego w debacie z przedstawicielami ustawodawcy, nadzorczy i administracji rządowej. Przy tworzeniu regulacji prawnych oraz wyznaczaniu standardów dla uczestników rodzimego rynku kapitałowego istotne jest, aby uwzględniać specyfikę lokalnego rynku. Dyrektywy unijne dają możliwość dostosowania poziomu regulacji do parametrów i wielkości obszaru regulowanego stosując powszechnie zasadę proporcjonalności pozwalając niejednokrotnie na adaptowanie poziomu regulacji w konkretnych przypadkach. Środowisko Izby wpiera regulatora oraz instytucje nadzorcze w stosowaniu wyżej wzmiankowanej zasady, co może mieć potencjalnie negatywny wpływ na funkcjonowanie i konkurencyjność polskiego rynku. W ocenie Izby konieczna jest systematyczna współpraca środowiska z ustawodawcą i regulatorami rynku w celu dostosowania regulacji do realiów krajowego rynku.



# MAGAZYN IDM



nr 3/2024, wrzesień 2024 r.



**Wydawca:** Izba Domów Maklerskich  
**Redaktor wydania:** mec. Katarzyna Kacprzak  
**Redakcja i korekta:** Wioletta Buczek  
**Skład i opracowanie graficzne:** Maksymilian Ryżek