

Modelowe Portfele Inwestycyjne – ryzyka prawne i operacyjne.

mec. Katarzyna Majer-Gębska, Managing Counsel, Dział Prawa Rynku
Kapitałowego/Capital Markets Law Department – Sadkowski i Wspólnicy Sp.k.



Modelowe Portfele Inwestycyjne – inicjatywa KNF jako nowy impuls dla inwestowania.

mec. Jarosław Kubiak, Radca prawny, Dyrektor Zarządzający,
Izba Domów Maklerskich



Modelowe Portfele Inwestycyjne – komentarz praktyka.

Sobiesław Kozłowski, Dyrektor Departamentu Doradztwa Inwestycyjnego,
Ipopema Private Investments



ETF-ów nie brakuje.

Prawdziwym wyzwaniem jest dziś wybór tego właściwego.

Rozmowa z Radosławem Olszewskim, Prezesem Zarządu DM BOŚ S.A.



Wspieramy różnorodność.

Wywiad z Iwoną Ustach, Wiceprezes Zarządu, Noble Securities S.A.



- str. 3 **WSTĘPNIAK:**
Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich
- str. 5 **TEMAT WYDANIA:**
Modelowe Portfele Inwestycyjne – ryzyka prawne i operacyjne.
mec. Katarzyna Majer-Gębska, Managing Counsel, Dział Prawa Rynku Kapitałowego / Capital Markets Law Department – Sadkowski i Wspólnicy Sp.k.
- str. 8 **TEMAT WYDANIA:**
Modelowe Portfele Inwestycyjne – inicjatywa KNF jako nowy impuls dla inwestowania.
mec. Jarosław Kubiak, radca prawny, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich
- str. 12 **TEMAT WYDANIA:**
Modelowe Portfele Inwestycyjne – komentarz praktyka.
Sobiesław Kozłowski, Dyrektor Departamentu Doradztwa Inwestycyjnego, Ipopema Private Investments
- str. 14 **OKIEM EKSPERTA:**
AI Act w domu maklerskim: od eksperymentu do obowiązku.
mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners
- str. 17 **OKIEM EKSPERTA:**
Klimat jako czynnik ryzyka finansowego.
dr Jolanta Turek, ESG Director, CVI Dom Maklerski sp. z o.o.
- str. 20 **OKIEM EKSPERTA:**
Zarządzanie produktowe – krajobraz po 8 latach obowiązywania przepisów.
mec. Kacper Czyżewski, radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.
- str. 23 **OKIEM PRAKTYKA BIZNESU:**
ETF-ów nie brakuje. Prawdziwym wyzwaniem jest dziś wybór tego właściwego.
Rozmowa z Radosławem Olszewskim, Prezesem Zarządu DM BOŚ S.A.
- str. 25 **OKIEM PRAKTYKA BIZNESU:**
Nowy pakiet AML UE z perspektywy rynku kapitałowego.
Piotr Falarz, Counsel w zespole White Collar Crime, Investigations and Compliance, DLA Piper
- str. 27 **SZKOLENIE IDM:**
Standard obsługi klienta detalicznego – wymogi prawne, komunikacja i nadzór.
Mikołaj Górny, Prawnik, Dział Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy Sp. k.
- str. 29 **WSPIERAMY RÓŻNORODNOŚĆ:**
Kobiety rynku kapitałowego
Wywiad z Iwoną Ustach, Wiceprezes Zarządu, Noble Securities S.A.
- str. 30 **EDUKACJA FINANSOWA:**
Trampki na giełdzie – misja zmiany finansowej przyszłości Polski.
- str. 32 **Akcja HumanBE – Dwie godziny dla rodziny!**
Wywiad z Zofią Dzik, niezależną członkiem rad nadzorczych, strateg, Fundatorka i CEO Instytutu Humanites – Człowiek i Technologia
- str. 35 **RELACJA:**
Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!
- str. 39 **PO GODZINACH:**
Skąd pomysł na jogę?
Wywiad z Agnieszką Rostkowską, Zastępcą Dyrektora Biura Maklerskiego Citi Handlowy, Dyrektorem Compliance

Redakcja: Wioletta Buczek

WSTĘPNIAK:


Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich

Szanowni Państwo, Koleżanki i Koledzy,

22 maja 2026 roku odbyło się Zwyczajne Walne Zgromadzenie Izby Domów Maklerskich. Podsumowano działalność Izby w 2025 roku oraz zdefiniowano wyzwania, które stoją przed branżą. IDM jest jednym z kluczowych ośrodków publicznej dyskusji na temat kondycji i wyzwań dla rynku kapitałowego. W trakcie ZWZ środowisko maklerskie powołało mnie na kolejną kadencję na stanowisko Prezesa Zarządu. To wyraz wielkiego Państwa zaufania. Bardzo wszystkim Państwu dziękuję i deklaruję gotowość do dalszej pracy na rzecz rozwoju środowiska z poszanowaniem interesów członków i ich priorytetów! Mam nadzieję, że znajdziemy wspólnie rozwiązania dla wyzwań, które czekają branżę w najbliższych latach.

PODSUMOWANIE DZIAŁALNOŚCI IZBY W 2025 ROKU

Rok 2025 był dla Zarządu, Rady i Biura IDM okresem wyjątkowej pracy. W 2025 roku największy ciężar prac przypadł na sprawy regulacyjne. IDM opracowała szereg opinii i stanowisk, a także brała udział w konsultacjach ponad 25 zmian regulacji prawnych. W 2025 roku Izba przedstawiała stanowiska i opinie w katalogu projektów krajowych i unijnych, obejmujących między innymi ustawę o kryptoaktywach, ustawę o Osobistych Kontach Inwestycyjnych, AML, Retail Investment Strategy, FIDA, pakiet Omnibus, EMIR 3, przejście na T+1 oraz propozycje Market Integration & Supervision Package. Równolegle prowadziliśmy działania regulacyjne w ramach inicjatywy Sprawdzamy. Z 14 zgłoszonych wniosków 5 zostało przyjętych do wdrożenia, 9 oczekuje na rozpatrzenie.

Za szczególnie istotne sukcesy naszych wspólnych działań uważam wypromowanie w ramach projektu Osobistych Kont Inwestycyjnych (OKI), rozwiązanie parasolowego jako jednej umowy z jedną instytucją, w ramach której klient ma jedno OKI, ale może korzystać z trzech elementów tego samego konta, czyli subrachunku maklerskiego do akcji i obligacji, subrachunku fundusowego do jednostek funduszy oraz subrachunku technicznego do czasowego przetrzymywania środków, a przenoszenie pieniędzy między tymi elementami jest traktowane jako operacja w ramach jednego OKI, bez utraty preferencji podatkowej i bez konieczności transferu do innej instytucji. Ponadto, za ważne uważam ograniczenie nadmiernych obowiązków sprawozdawczych firm inwestycyjnych. Dzięki naszym wysiłkom zmieniono między innymi raport PRN-01, obowiązek przekazywania pełnych sprawozdań

półrocznych oraz część obowiązków dotyczących wybranych zdarzeń i awarii a także uwzględniono postulaty IDM w krajowych przepisach wdrażających DORA. Udało się zawęzić projektowane instrumenty nadzorcze wobec dostawców ICT do kluczowych dostawców, a prawo dostępu do systemów i danych zostało ograniczone testem niezbędności – podsumowuje Waldemar Markiewicz, Prezes IDM.

Silnym filarem działalności Izby pozostaje edukacja. W 2025 roku zorganizowaliśmy 12 szkoleń, w których uczestniczyło 439 osób, a z systemu e-learningowego skorzystało blisko 300 osób. Wsparcie członków realizowano przez grupy robocze, śniadania biznesowe i stały dialog z instytucjami rynku. W 2025 roku działało 9 grup i komitetów roboczych obejmujących tematykę taką jak: dostępność, AML, OKI, T+1, IKE i IKZE, wydzielenie działalności maklerskiej oraz DORA. Kontynuowano cykliczne spotkania z UKNF oraz rozmowy z Ministerstwem Finansów, GPW w Warszawie, KDPW, Biurem Rzecznika Finansowego i partnerami zagranicznymi w ramach EFSA. Istotnym rezultatem była również wspólna praca nad zagadnieniami dostępności usług maklerskich, prowadzona z innymi izbami rynku finansowego.

Flagowa konferencja IDM, jeden z jej ważnych projektów promujących branżę i jej tematykę a także integrujących uczestników rynku kapitałowego, 25. Konferencja Rynku Kapitałowego zgromadziła w ostatnim roku rekordowe 320 uczestników, w ramach 27 paneli i prezentacji wystąpiło 92 prelegentów. Izba zorganizowała także inne wydarzenia konferencyjne, w tym Konferencję Compliance, w której uczestniczyło 112 osób. Nowa inicjatywa IDM, Forum Firm Inwestycyjnych przyciągnęło 147 osób i spotkała się z bardzo pozytywnym odzewem. Izba zaprosiła swoich członków na 5 śniadań biznesowych, w których udział wzięło ok. 100 osób.

Warte podkreślenia są także działania Izby w ramach członkostwa w European Forum of Securities Associations (EFSA). Spotkania członków EFSA są poświęcone omówieniu bieżących problemów regulacyjnych i praktycznych firm inwestycyjnych w poszczególnych krajach oraz wymianie doświadczeń dotyczących zarówno funkcjonowania instytucji rynku jak i zasad współpracy z krajowymi organami nadzoru, a także rozmowom na temat zmian wprowadzanych na poziomie unijnym.

WYZWANIA NA KOLEJNE LATA

Priorytetem pozostają działania w tych obszarach regulacyjnych, biznesowych i edukacyjnych, które mają największe znaczenie dla członków Izby. Należą do nich, m.in. dalsza deregulacja, wdrożenie OKI, uproszczenie procesu onboardingu klientów, opracowanie z KNF koncepcji modelowego portfela inwestycyjnego, zmiany regulacji dot. funkcjonowania biura maklerskiego w banku i dostępu do podstawowych danych maklerskich klienta oraz zmiana stanowiska KNF w zarządzaniu produktowym w zakresie wyłącznej inicjatywy klienta i komunikacji zindywidualizowanej

Ważnym kierunkiem działań będzie również wprowadzenie polskich przepisów dla ETF UCITS i KFI, aby rynek nie musiał opierać się na strukturach zagranicznych, prace nad gotowością operacyjną T+1, stworzenie Q&A dot. zmian w przepisach AML oraz zapewnienie wsparcia w przygotowaniach członków do nowego raportowania ESG wynikającego z zasad obowiązujących od 2026.

30 lat

Izba
Domów
Maklerskich

**ZAREZERWUJ TERMIN
12 października br.**

MAKLERSKA HOSSA PARTY

12 października 2026 r. obierzcie kurs
na Giełdę Papierów Wartościowych.

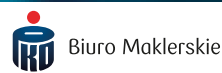
Zapraszamy na Wieczór Wysokich
Notowań bez limitu zabawy!

Gwarantujemy zdywersyfikowany portfel
atrakcji od spotkań z dinozaurami rynku
po koncert rockowy.

Rekomendowany strój:
białe koszule... bo pasują
do **czzerwonych szelek**

Rejestracja: <https://idm.com.pl/maklerska-hossa-party>

ZAPRASZAJĄ CZŁONKOWIE IZBY DOMÓW MAKLESKICH



committed professionals

Modelowe Portfele Inwestycyjne – ryzyka prawne i operacyjne.

mec. Katarzyna Majer-Gębska, Managing Counsel, Dział Prawa Rynku Kapitałowego/Capital Markets Law Department – Sadkowski i Wspólnicy Sp.k.



Idea portfeli modelowych należy dziś do najczęściej komentowanych koncepcji na polskim rynku kapitałowym. Gotowe portfele inwestycyjne, projektowane z myślą o określonych grupach inwestorów i obejmujące różne instrumenty finansowe, mogą stać się realną alternatywą zarówno dla funduszy inwestycyjnych, jak i dla usługi indywidualnego zarządzania portfelem klienta. Warto jednak zwrócić szczególną uwagę na ryzyka, które mogą się z tym wiązać – zarówno regulacyjne, jak i *stricte* biznesowe.

Polski rynek finansowy potrzebuje dopływu kapitału. Budowa innowacyjnej gospodarki, odpornej na wyzwania przyszłości i zdolnej do trwałego, zrównoważonego rozwoju, wymaga mobilizacji kapitału wysokiego ryzyka, który ze swej natury przepływa przez rynek instrumentów finansowych. Z drugiej strony, w warunkach starzejącego się społeczeństwa oraz przy obecnym kształcie systemu emerytalnego, nie mniej istotnym wyzwaniem staje się zapewnienie obywatelom dostępu do produktów inwestycyjnych odpowiednich dla długoterminowego oszczędzania i inwestowania.

Branża usług inwestycyjnych, stojąc wobec tych wyzwań, potrzebuje rozwiązań, które z jednej strony będą sprzyjały uproszczeniu i uelastycznieniu szeroko rozumianych regulacji, a z drugiej – zapewnią utrzymanie niezbędnego poziomu zaufania wśród detalicznych uczestników rynku.

Jednym z instrumentów mogących pogodzić te interesy są portfele modelowe, które firmy inwestycyjne będą mogły oferować klientom – w zależności od ich składu – w ramach usługi wykonywania zleceń, na przykład w odniesieniu do akcji lub obligacji, bądź usługi przyjmowania i przekazywania zleceń, na przykład w odniesieniu do jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Klient nabywać będzie w całości ściśle zdefiniowaną grupę instrumentów finansowych (modelowy portfel) oraz może go w całości zbyć, przy czym w trakcie inwestycji ani on, ani firma inwestycyjna nie może swobodnie ingerować w skład zdefiniowanego portfela.

Zaproponowana przez nadzorcę konstrukcja może mieć szczególnie duży potencjał w zakresie odpowiedzi na istniejące wyzwania i jest relatywnie ciepło przyjmowana wśród uczestników rynku. Nietrudno bowiem znaleźć jej istotne zalety, szczególnie wobec faktu, że rewolucja odbywa się w swojej istocie bez zmiany obowiązujących przepisów.

Po pierwsze, portfele modelowe pozwalają klientowi na dywersyfikację inwestycji. Lokowanie środków w odpowiednio szeroki portfel instrumentów finansowych umożliwia mierzalne ograniczenie ryzyka inwestycyjnego, w tym w szczególności w zakresie ryzyka rynkowego. Nie umieszczając „wszystkich jaj w jednym koszyku”, inwestor zmniejsza poziom ryzyka specyficznego i w większym stopniu uniezależnia wynik inwestycji od zachowania pojedynczego instrumentu, na przykład akcji konkretnej spółki. Jednocześnie konstrukcja portfela modelowego pozwala wygodnie dostosować inwestycję do wieku inwestora oraz jego skłonności do ryzyka, w szczególności poprzez odpowiednie określenie proporcji między instrumentami udziałowymi i dłużnymi.

Po drugie, portfele modelowe mogą obniżyć koszty ponoszone przez klienta, jednocześnie dostarczając mu konkretną wartość. Przygotowanie portfela modelowego wiąże się z kosztem, który musi zostać poniesiony na etapie jego tworzenia. Następnie jednak konstrukcja zaproponowana przez KNF pozwala na efektywną dystrybucję takiego rozwiązania w modelu *execution only*. Brak czynnego zarządzania portfelem i jego bieżącego monitorowania pozwala ograniczyć konieczność angażowania znaczących zasobów technicznych i organizacyjnych firmy inwestycyjnej, których koszt w dłuższej perspektywie musiałby zostać przeniesiony na klienta.

Po trzecie, portfele modelowe stwarzają szczególną okazję do budowy trwałej relacji z klientem oraz do jego edukacji. Wyjaśnienie klientowi konstrukcji portfela, które może odbywać się w ramach czynności, o których mowa w art. 82a ust. 1 pkt 1 UOIF, jest dobrą okazją do przedstawienia firmy inwestycyjnej jako godnego zaufania partnera w długoterminowym procesie inwestycyjnym. Jednocześnie pozwala klientowi lepiej zrozumieć, w jaki sposób profesjonalnie dobiera się instrumenty finansowe w zależności od zdefiniowanych celów inwestycyjnych.

Obok niewątpliwych zalet portfeli modelowych można wskazać również szereg ryzyk związanych z ich oferowaniem. Ryzyka te – zarówno regulacyjne, jak i reputacyjne oraz biznesowe – mogą wręcz stać się istotną barierą dla upowszechnienia tego rozwiązania na rynku.

Podstawowym ryzykiem związanym z oferowaniem portfeli modelowych jest niewątpliwie ryzyko nieuprawnionego świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, o której mowa w art. 69 ust. 1 pkt 5 UOIF, lub usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych, o której mowa w art. 69 ust. 1 pkt 4 UOIF. Sama idea oferowania klientom portfela modelowego przesunęła relację pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem z poziomu czystego udostępniania infrastruktury do samodzielnego inwestowania w kierunku relacji coraz silniej opartej na szczególnym zaufaniu.

Aby skutecznie promować portfel modelowy, firma inwestycyjna musi w praktyce przekonać klienta, że jest to rozwiązanie dla niego odpowiednie. Już sama istota portfela modelowego jako narzędzia upraszczającego proces inwestowania powoduje wejście w swoistą szarą strefę pomiędzy poszczególnymi usługami maklerskimi. Spośród dziesiątek tysięcy instrumentów finansowych dostępnych na rynku, przez które klient korzystający z usługi wykonywania zleceń albo przyjmowania i przekazywania zleceń dotychczas przedzierał się samodzielnie, firma inwestycyjna wybiera dla niego skończony zestaw instrumentów, dodatkowo opatrzonego opisem takim jak „zrównoważony” czy „konserwatywny”. W takich warunkach ryzyko przedstawienia konkretnego portfela jako odpowiedniego dla klienta oraz sformułowania – choćby dorozumianej – rekomendacji inwestycyjnej istotnie rośnie.

Z drugiej strony, sama konstrukcja portfela może rodzić sytuacje wymuszające działania obarczone znacznym ryzykiem regulacyjnym. Zdarzenia takie jak wykluczenie z obrotu instrumentu wchodzącego w skład portfela, konieczność jego rebalansingu czy wystąpienie skrajnych warunków rynkowych mogą tworzyć silną pokusę aktywnej interwencji ze strony firmy inwestycyjnej. Skuteczna sprzedaż portfeli oraz dbałość o interes klientów mogą wówczas wejść w konflikt z bezwzględными ograniczeniami dotyczącymi świadczenia usługi zarządzania portfelem lub doradztwa inwestycyjnego w ramach danej relacji z klientem.

W praktyce firmom zainteresowanym wejściem w nowy reżim portfeli modelowych należy rekomendować zachowanie szczególnej ostrożności oraz wdrożenie określonych zasad, które pozwolą ograniczyć poszczególne kategorie ryzyk.

Po pierwsze, portfele modelowe powinny być tworzone przez uprawnione podmioty, a w ich ramach – przez osoby posiadające odpowiednią wiedzę, kompetencje oraz dające rękąmię należytego wykonywania swoich obowiązków. Jak wskazuje Komisja Nadzoru

Finansowego w opublikowanych Q&A (pytanie 3): „Ze względu na założenia i sposób funkcjonowania portfeli modelowych powinny one być tworzone przez podmiot gwarantujący rzetelny, kompetentny i profesjonalny dobór instrumentów finansowych wchodzących w ich skład. Podmiotami takimi są w szczególności te posiadające uprawnienia do świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami, a także TFI”.

Użycie sformułowania „w szczególności” może wskazywać na otwarty katalog podmiotów uprawnionych do tworzenia portfeli modelowych. W praktyce jednak bezpiecznym standardem powinno być powierzenie tego zadania podmiotom posiadającym uprawnienia do świadczenia wskazanych usług, nawet jeżeli w omawianym modelu usługi te nie są formalnie świadczone.

Portfele przewidujące rebalansing powinny być przy tym tworzone, o ile to możliwe, w oparciu o instrumenty standardowe, pozwalające na ich podmianę lub odpowiednie dostosowanie składu portfela – tj. instrumenty posiadające możliwe do ścisłego zdefiniowania zamienniki (zob. Pytanie 10 Q&A KNF). Instrumenty szczególnie skomplikowane, innowacyjne lub nieposiadające odpowiednich zamienników mogą w praktyce uniemożliwić firmie dokonanie stosownego rebalansingu, co z kolei może prowadzić do negatywnych skutków dla klienta.

Warunki funkcjonowania portfela muszą zostać zdefiniowane w sposób bardzo precyzyjny. Ze względu na charakter świadczonej usługi maklerskiej firma inwestycyjna nie może posiadać dowolności w zakresie kształtowania portfela po jego nabyciu przez klienta. Innymi słowy, konstrukcja portfela powinna opierać się na twardym algorytmie określającym, jakie czynności są podejmowane w określonych interwałach czasowych lub w razie wystąpienia z góry zdefiniowanych zdarzeń, na przykład wzrostu udziału danego instrumentu albo kategorii instrumentów w portfelu ponad określony poziom.

Aby zachować rzetelność przekazu reklamowego firmy inwestycyjnej (art. 83c ust. 2 UOIF), opis portfela musi zawierać niezbędne informacje dotyczące związanego z nim ryzyka. Jak wskazuje KNF w Q&A (Pytanie 16): „Ze względu na konstrukcję portfela modelowego, w szczególności brak możliwości zbywania poszczególnych jego elementów, ocena i wążenie ryzyka odbywa się na poziomie całego portfela, a nie poszczególnych jego elementów”. Opisany powyżej obszar, tj. ewentualny rebalansing albo jego brak, powinien zostać uwzględniony w pomiarze tego ryzyka, w tym poprzez przeprowadzenie swoistych testów warunków skrajnych dla portfela.

Od strony dystrybucji pracownicy firmy inwestycyjnej powinni zostać odpowiednio przeszkoleni w zakresie oferowania portfeli modelowych, w szczególności poprzez szczegółowe i pogłębione wyjaśnienie, jakie informacje mogą, a jakie nie mogą być przekazywane klientom. Z uwagi na charakter portfeli osoby odpowiedzialne



TEMAT WYDANIA: Modelowe Portfele Inwestycyjne – ryzyka prawne i operacyjne.

za bieżący kontakt z klientami muszą szczególnie dobrze rozumieć zarówno charakter świadczonych usług, jak i samą konstrukcję „produktu”, w tym związane z nim ryzyka.

Równie istotny jest opis portfela dostępny dla klientów oraz dystrybuowany przez zespół firmy inwestycyjnej. Portfel modelowy jako konstrukcja wymykająca się standardowym reżimom prawnym dotyczącym dokumentacji produktowej, wymaga szczególnej ostrożności w zakresie zapewnienia klientom pełnej, rzetelnej i zrozumiałej informacji, pozwalającej im na podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej. Konieczne jest upowszechnienie wśród przedstawicieli branży wysokich standardów informacyjnych, pozwalających klientom nie tylko na otrzymanie i analizę niezbędnych danych, ale także na wygodne porównanie poszczególnych portfeli. Można postawić tezę, że to właśnie standard informacyjny dotyczący portfeli i jego upowszechnienie ma szansę przesądzić, czy rynek odbierze portfele modelowe jako realne uproszczenie, czy jako produkt niejasny i trudny do oceny. Pierwszym krokiem jest tu niewątpliwie lista wymieniona w Pytaniu 13 Q&A Komisji – jednak zarówno skuteczna

promocja portfeli jak i ochrona klienta wymagać może twórczego rozwinięcia zaproponowanej listy, czego najlepszym nauczycielem będzie praktyka.

Podsumowując, portfele modelowe mogą stać się istotnym narzędziem rozwoju polskiego rynku kapitałowego, łącząc potrzebę upowszechnienia długoterminowego inwestowania z oczekiwaniem prostszych, bardziej dostępnych i tańszych rozwiązań dla klientów detalicznych. Ich potencjał będzie jednak możliwy do wykorzystania wyłącznie pod warunkiem zachowania wysokich standardów regulacyjnych, organizacyjnych i informacyjnych. Kluczowe znaczenie będzie miało precyzyjne rozgraniczenie portfeli modelowych od usług doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem, właściwe określenie zasad ich funkcjonowania, rzetelny opis ryzyk oraz odpowiednie przygotowanie pracowników odpowiedzialnych za kontakt z klientami. W przeciwnym razie rozwiązanie, które ma służyć uproszczeniu inwestowania i budowie zaufania do rynku, może samo stać się źródłem istotnych ryzyk prawnych, reputacyjnych i biznesowych.



Modelowe Portfele Inwestycyjne – inicjatywa KNF jako nowy impuls dla inwestowania.

mec. Jarosław Kubiak, radca prawny, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich



Inicjatywa KNF dotycząca modelowych portfeli inwestycyjnych jest próbą poszerzenia dostępności zdywersyfikowanych rozwiązań inwestycyjnych dla inwestorów detalicznych oraz wzmocnienia roli rynku kapitałowego w lokowaniu długoterminowych oszczędności. To kierunek korzystny dla rynku, ponieważ odpowiada na realną lukę między samodzielnym zakupem pojedynczych instrumentów a usługami doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem. Optymistyczny wydźwięk tej inicjatywy nie wyłącza potrzeby rzetelnego wyjaśnienia kilku kwestii: kwalifikacji usług maklerskich, zasad przywracania udziałów, zamienników, wpłat i wypłat, kosztów, oceny ryzyka oraz zakresu informacji przekazywanych klientowi.

Produkt pośredni między samodzielnym inwestowaniem a usługą indywidualną

Modelowy portfel inwestycyjny odpowiada na problem, który od lat ogranicza rozwój detalicznego inwestowania. Część klientów kupuje pojedyncze instrumenty bez szerszej konstrukcji portfela, a część nie korzysta z usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem ze względu na koszty, formalności albo próg wejścia. Portfel modelowy może wypełnić tę przestrzeń, ponieważ daje klientowi gotową konstrukcję, ale nie musi być usługą indywidualnego zarządzania pieniędzmi klienta.

W tym sensie inicjatywa KNF może pobudzić dostępność inwestowania portfelowego. Wprowadza rozwiązanie, które pozwala klientowi nabyć przemyślany pakiet instrumentów, z określonym

celem, horyzontem inwestycyjnym, czyli planowanym czasem utrzymywania inwestycji, poziomem ryzyka i zasadami obsługi w czasie.

Istotne jest również to, że według założeń KNF odpowiednio zaprojektowane portfele modelowe mogą zostać wprowadzone na polski rynek bez konieczności zmiany przepisów. To zwiększa szansę na szybsze uruchomienie produktu, gdy rynek i organ nadzoru uzgodnią standard pozwalający klientowi rozumieć, co faktycznie nabywa. Do rozstrzygnięcia pozostaje poziom szczegółowości tego standardu. Im bardziej porównywalny będzie opis portfela, tym łatwiej klient odróżni produkt rzetelnie zbudowany od samej listy instrumentów nazwanej portfelem.

Portfel jako pakiet, a nie lista instrumentów

Najważniejszą cechą portfela modelowego jest jego pakietowy charakter. Klient nabywa gotowy zestaw instrumentów finansowych w określonych udziałach. Instrument finansowy oznacza np. akcję, obligację, ETF, czyli fundusz notowany na giełdzie albo jednostkę uczestnictwa funduszu inwestycyjnego. Portfel nie powinien być rozumiany jako katalog, z którego klient wybiera dowolne składniki, lecz jako jedna konstrukcja inwestycyjna.

Z tej cechy wynika sposób obsługi produktu. Klient powinien móc wejść w inwestycję przez nabycie całego portfela, zwiększyć zaangażowanie w portfel, zmniejszyć je proporcjonalnie albo sprzedać cały portfel. Nie powinno się natomiast zakładać swobodnej sprzedaży pojedynczych składników w ramach tego samego produktu, ponieważ taka sprzedaż zmienia sens portfela i może przesunąć jego profil ryzyka.

Profil ryzyka oznacza opis możliwych wahań wartości portfela i prawdopodobieństwa straty. W portfelu modelowym ocena ryzyka powinna odbywać się na poziomie całego portfela, a nie mechanicznie na poziomie każdego składnika oddzielnie. To pozwala łączyć instrumenty o różnym poziomie ryzyka, jeżeli jako całość portfel mieści się w założeniach produktu i w grupie docelowej, czyli kategorii klientów, dla których rozwiązanie jest przeznaczone.

Do ustalenia pozostaje minimalna liczba składników. Z punktu widzenia sensu ekonomicznego portfel powinien obejmować co najmniej dwa instrumenty tworzące pakiet, bo tylko wtedy można mówić o konstrukcji portfelowej i dywersyfikacji. Warto jednak przesądzić to wprost, aby uniknąć oferowania pojedynczego instrumentu pod nazwą portfela modelowego.

Zakres instrumentów i kwalifikacja usługi maklerskiej

KNF wskazuje, że katalog instrumentów finansowych, które mogą wejść w skład portfela modelowego, nie powinien być z góry ograniczony.

W portfelu mogą znaleźć się jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, akcje, ETF-y, obligacje oraz inne instrumenty dopuszczalne w danej ofercie. Odpowiedzialność za dobór składników spoczywa na podmiocie tworzącym portfel.

Ten otwarty zakres jest korzystny, ponieważ pozwala tworzyć portfele o różnych celach i poziomach ryzyka. Jednocześnie wymaga rozstrzygnięcia kwalifikacji usługi maklerskiej, szczególnie wtedy, gdy w jednym portfelu znajdują się instrumenty nabywane zwykle w różnych trybach. Jednostki uczestnictwa FIO, czyli funduszy inwestycyjnych otwartych, są zwykle związane z przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń. Akcje, obligacje albo ETF-y są z kolei typowo nabywane w ramach wykonywania zleceń. **Kluczowe pytanie brzmi, czy portfel mieszany jako całość należy kwalifikować do jednej usługi maklerskiej wskazanej w art. 69 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, czy też właściwą usługę należy przypisywać oddzielnie do każdego składnika. Rozstrzygnięcie tej kwestii ma znaczenie dla dokumentacji, badania klienta, sposobu przyjęcia zlecenia, odpowiedzialności firmy i zasad wykonywania transakcji.**

W tym obszarze potrzebne jest jednoznaczne stanowisko, czy dopuszczalne jest portfelowe łączenie instrumentów dostępnych w różnych usługach maklerskich, bez tworzenia niepewności co do obowiązków firmy inwestycyjnej wobec klienta.

Portfel cyklu życia

Szczególnie interesującym wariantem jest portfel cyklu życia. Jest to portfel, którego alokacja, czyli podział środków między różne klasy aktywów, zmienia się wraz z upływem czasu albo zbliżaniem się do określonego celu inwestycyjnego. Taki model może mieć znaczenie przy długoterminowym oszczędzaniu, ponieważ pozwala stopniowo ograniczać udział bardziej zmiennych składników, np. akcji, na rzecz składników o zwykle mniejszych wahaniami, np. obligacji.

KNF dopuszcza możliwość, aby portfel modelowy był portfelem cyklu życia. Wymaga to jednak jasnego opisanie, jak przebiega zmiana alokacji. Inna jest sytuacja, w której zmieniają się wyłącznie udziały instrumentów już obecnych w portfelu, a inna sytuacja, w której do portfela dodawane są nowe instrumenty.

Jeżeli portfel cyklu życia ma obejmować dodawanie nowych instrumentów, klient powinien wiedzieć, czy instrumenty te muszą być wskazane już w dokumentacji przekazywanej przy nabyciu portfela, czy wystarczy opis metody ich doboru. To zagadnienie łączy się z szerszą dyskusją o zamiennikach i granicy między obsługą portfela modelowego a zarządzaniem portfelem.

Do wyjaśnienia pozostaje również, czy portfel cyklu życia może obejmować nie tylko jednostki uczestnictwa funduszy, lecz także akcje, ETF-y, obligacje i inne instrumenty dopuszczalne w portfelach modelowych. Z punktu widzenia rynku szerszy katalog zwiększa elastyczność konstrukcji, ale wymaga bardziej precyzyjnego opisu zasad zmian.

Przywracanie modelowych udziałów

KNF wskazuje, że usługa przywracania udziałów oraz systematycznego zmniejszania poziomu ryzyka nie musi być obowiązkowym elementem portfela. Jeżeli jednak firma inwestycyjna ją oferuje, metoda powinna być stała, opisana z góry i stosowana według jednolitych zasad. Klient powinien wiedzieć, kiedy mechanizm działa, jakie odchylenia od modelowej alokacji są dopuszczalne czy korygowane są w pierwszej kolejności największe odchylenia oraz jak traktowane są instrumenty, których nie można nabywać w częściach ułamkowych.

Do rozstrzygnięcia pozostaje zakres obowiązków firmy, która nie oferuje przywracania udziałów. Należy jasno przesądzić, czy w takim modelu firma ma obowiązek monitorować zmianę profilu ryzyka portfela wynikającą z ruchów cen składników, czy też jej obowiązki kończą się na informacjach przekazanych przy nabyciu portfela.

Zamienniki składników portfela

Zamiennik to instrument, który może zastąpić składnik portfela, jeżeli utrzymanie dotychczasowego składnika nie jest możliwe albo przestaje odpowiadać założeniom portfela. Źródłowe odpowiedzi KNF akcentują potrzebę wskazania klientowi konkretnych instrumentów będących zamiennikami oraz metody ich doboru. Sam opis cech zamiennika może zostać uznany za niewystarczający, ponieważ zbyt szeroka swoboda wyboru mogłaby upodobnić usługę do zarządzania portfelem.

Jednakże przy portfelach wieloletnich zamknięta lista zamienników może po czasie tracić aktualność. Instrument wskazany dziś jako zamiennik może za kilka lat mieć inny poziom ryzyka, mniejszą płynność, inną grupę docelową albo wyższe koszty. To uzasadnia rozważenie modelu, w którym klient zna początkową listę zamienników, metodę ich doboru oraz zasady okresowej aktualizacji tej listy.

Katalog zdarzeń uzasadniających użycie zamiennika powinien być szeroki i zrozumiały. Oprócz upadłości emitenta powinien obejmować likwidację albo połączenie funduszu, wycofanie lub zawieszenie instrumentu w obrocie, istotny spadek płynności, zmianę polityki inwestycyjnej, zmianę wskaźnika ryzyka, zmianę grupy docelowej, zapadalność, wykup, umorzenie, zdarzenia korporacyjne oraz ograniczenia regulacyjne lub operacyjne.

Najważniejsza kwestia do rozstrzygnięcia dotyczy równowagi między wymogiem konkretnej listy zamienników a potrzebą zachowania aktualności tej listy w długim horyzoncie. Możliwym kierunkiem zmiany jest połączenie listy instrumentów z mierzalnymi kryteriami ich okresowej aktualizacji.

Wpłaty, wypłaty i aktywa nieułamkowe

Pakietowy charakter portfela ma bezpośredni wpływ na wpłaty i wypłaty. Jeżeli klient wpłaca dodatkowe środki, firma powinna nabywać składniki w proporcjach odpowiadających portfelowi. Jeżeli klient zmniejsza zaangażowanie, sprzedaż również powinna

obejmować składniki proporcjonalnie. Takie rozwiązanie utrzymuje portfel jako jedną konstrukcję i ogranicza przypadkowe przesuwanie profilu ryzyka.

Najwięcej pytań pojawia się przy aktywach nieułamkowych, czyli instrumentach, których nie można kupić albo sprzedać w częściach ułamkowych. Jeżeli wpłata jest zbyt niska, aby odtworzyć modelowe proporcje portfela, trzeba ustalić, czy zlecenie powinno zostać odrzucone, wykonane w możliwym zakresie, czy przesunięte do czasu, gdy kwota pozwoli zachować strukturę portfela.

Podobny problem dotyczy wypłat. Częściowe wyjście z portfela może technicznie naruszyć modelowe udziały, jeżeli sprzedaż nie da się przeprowadzić dokładnie według proporcji. Z tego powodu dokumentacja powinna określać minimalne kwoty wpłat i wypłat, dopuszczalne odchylenia od modelowej alokacji oraz sposób postępowania z resztą gotówki.

Informacje dla klienta i dokumenty produktowe

Opis portfela powinien być skonstruowany wokół jednej myśli – klient nabywa portfel jako produkt, a nie przypadkowy zbiór instrumentów. Przed nabyciem powinien otrzymać nazwę portfela, informację o jego charakterze, skład i udziały instrumentów, rodzaj rachunku, zasady wpłat oraz zwiększania i zmniejszania inwestycji, łączny poziom ryzyka, horyzont inwestycyjny, strukturę opłat, zasady przywracania udziałów oraz okoliczności zamiany składników.

KID, czyli dokument zawierający kluczowe informacje o produkcie inwestycyjnym, nie musi być przygotowywany dla portfela modelowego jako całości, ponieważ portfel nie jest odrębnym detalicznym produktem zbiorowego inwestowania. Jeżeli jednak składniki portfela same wymagają dokumentu KID, klient powinien otrzymać dokumenty dotyczące tych składników.

Pojawia się także ważne pytanie – czy katalog informacji dla klienta ma być obowiązkowym minimum, czy rekomendowanym zakresem wynikającym z obowiązku działania w najlepiej pojętym interesie klienta oraz przekazywania informacji jasnych i niewprowadzających w błąd. To rozróżnienie ma znaczenie dla sposobu projektowania regulaminów, dokumentacji produktowej i odpowiedzialności firmy inwestycyjnej.

Do rozstrzygnięcia pozostaje również kwestia porównywania kosztów portfela z kosztami samodzielnego nabycia tych samych składników. Kierunek rynkowy powinien wspierać pełną informację o kosztach portfela, natomiast obowiązek porównania z alternatywnym trybem nabycia wymaga jednoznacznej podstawy i jasnych zasad prezentacji.

Koszty i opłaty

Koszty są jednym z warunków powodzenia modelowych portfeli. Klient powinien widzieć koszt portfela jako całości, w tym opłaty za usługę, koszty instrumentów oraz typowe koszty transakcyjne wynikające z przywracania udziałów, zamiany składników albo reinwestowania środków. Dla klienta znaczenie ma nie tylko sama tabela opłat, lecz także to, jak mechanika portfela wpływa na koszty w czasie.

Istnieje też potrzeba wyjaśnienia, czy firma inwestycyjna może pobierać jednorazową opłatę za przygotowanie, zaprojektowanie i zestawienie portfela. Taka opłata za strukturyzację portfela powinna być dopuszczalna, jeżeli jest jasno pokazana klientowi w informacji o kosztach i opłatach oraz w dokumentacji portfela. Samo pobranie opłaty nie powinno automatycznie przesądzać, że firma świadczy doradztwo inwestycyjne albo zarządzanie portfelem.

Do wyjaśnienia pozostaje, czy oczekiwaniem KNF jest, aby portfel modelowy był tańszy niż samodzielne nabycie jego składników. Bardziej neutralnym standardem byłoby pełne i zrozumiałe ujawnienie kosztu całkowitego portfela, bez założenia, że produkt zawsze musi być kosztowo niższy od alternatywy samodzielnej.

Ocena adekwatności, odpowiedności i grupa docelowa

Jeżeli sprzedaż portfeli modelowych odbywa się w ramach wykonywania zleceń, właściwa będzie ocena adekwatności. Trzeba jednak przesądzić, czy w przypadku negatywnego wyniku tej oceny klient może mimo ostrzeżenia zlecić nabycie portfela. Ważne jest także, czy badanie powinno odnosić się do portfela jako całości, czy do każdego instrumentu osobno.

Podobne pytanie dotyczy grupy docelowej. Jeżeli grupa docelowa jest oceniana na poziomie całego portfela, należy ustalić granice wykorzystania pojedynczych instrumentów, które samodzielnie mogłyby nie odpowiadać profilowi klienta. Sama konstrukcja portfela może uzasadniać takie użycie, ale tylko wtedy, gdy całość pozostaje zgodna z potrzebami i możliwościami grupy docelowej.

Do rozstrzygnięcia pozostaje, w jakim zakresie negatywna grupa docelowa pojedynczego składnika wyłącza jego użycie w portfelu zgodnym z grupą docelową jako całością. To jedna z kluczowych kwestii dla swobody konstruowania portfeli z instrumentów o różnym poziomie ryzyka.

Tworzenie i dystrybucja portfeli

Portfele modelowe powinny być tworzone przez podmioty



posiadające kompetencje do profesjonalnego doboru instrumentów. KNF wskazuje tu w szczególności firmy inwestycyjne uprawnione do doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami oraz TFI, czyli towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Czynności związane z opracowaniem portfela mogą być wykonywane przez inny podmiot niż firma, która oferuje portfel, jeżeli podmiot ten spełnia wymagania kompetencyjne.

W zakresie dystrybucji portfeli opartych na jednostkach uczestnictwa funduszy można stosować zasady zbliżone do dystrybucji jednostek uczestnictwa. W takim wariacie klient nabywa kilka funduszy w określonych udziałach jako portfel modelowy. Dla niezależnych dystrybutorów zakres tworzenia i dystrybucji takich portfeli powinien być powiązany z zakresem instrumentów, do których dystrybucji i ewentualnego doradztwa są uprawnieni.

Powstaje też pytanie o bank działający na podstawie art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Chodzi o to, czy taki bank może zlecić przygotowanie portfeli modelowych swojemu biurowi maklerskiemu oraz czy nie narusza to zasad wyodrębnienia działalności maklerskiej.

Do wyjaśnienia pozostaje granica między samodzielnym tworzeniem portfeli przez dystrybutora a dystrybucją portfeli przygotowanych przez podmiot wyspecjalizowany. Dla rynku istotne będzie, aby klient znał rolę każdego podmiotu: kto tworzy portfel, kto go oferuje, kto wykonuje zlecenia i kto odpowiada za aktualność założeń produktu.

Wykonywanie zleceń i warunki nabycia instrumentów

Portfel modelowy nie eliminuje klasycznych wymogów dotyczących wykonywania zleceń. Jeżeli firma inwestycyjna nabywa instrumenty do portfela, powinna działać zgodnie z zasadami należytego wykonania zleceń, w tym dbałości o interes klienta. W portfelach, które będą nabywane przez wielu klientów, może pojawić się łączenie zleceń. Jest ono dopuszczalne, o ile zacho-

wane są warunki ochrony interesu klientów i prawidłowej alokacji wyników transakcji.

Wymaga wyjaśnienia, czy instrumenty wchodzące do portfela mogą być nabywane po każdej cenie, a jeżeli nabycie ma nastąpić w określonej dacie, czy warunki wykonania zlecenia powinny być wskazane w zleceniu nabycia. Dotyczy to zwłaszcza zlecenia PKC, czyli zlecenia po każdej cenie. Dla klienta istotne jest, czy cena transakcji jest ograniczona, czy przyjmuje ryzyko wykonania po cenie dostępnej w chwili realizacji.

Do rozstrzygnięcia pozostaje, jak połączyć masową obsługę portfeli modelowych z jakością wykonania zleceń, zwłaszcza przy instrumentach o niższej płynności. Ten obszar nie powinien blokować produktu, ale wymaga jasnych procedur.

Pożytki, wykupy, umorzenia i reinwestowanie

Portfel modelowy może generować przepływy pieniężne. Pożytki oznaczają świadczenia wynikające z posiadania instrumentu, np. odsetki od obligacji lub dywidendy z akcji. Dodatkowe środki mogą też pochodzić z wykupu, umorzenia albo zapadalności instrumentu, czyli sytuacji, w której instrument kończy swój cykl i emitent wypłaca środki inwestorowi.

W portfelach długoterminowych i portfelach cyklu życia reinwestowanie takich środków ma znaczenie dla utrzymania modelowej alokacji. Bez reinwestowania część portfela może stopniowo przechodzić w gotówkę, co zmienia zachowanie produktu względem pierwotnych założeń. Reinwestowanie powinno następować według wcześniej opisanej metodyki i z zachowaniem modelowych udziałów.

Do wyjaśnienia pozostaje zakres automatycznego reinwestowania. Klient powinien wiedzieć, czy środki z odsetek, dywidend, wykupów, umorzeń albo zapadalności będą zostawać na rachunku jako gotówka, czy będą ponownie inwestowane w ramach portfela.



Modelowe Portfele Inwestycyjne – komentarz praktyka.

Sobiesław Kozłowski, Dyrektor Departamentu Doradztwa Inwestycyjnego, Ipopema Private Investments



Generalnie każdy z nas zna zasadę synergii, czy efekty mnożnikowe, czyli sytuację, gdy wystąpienie kilku pozytywnych czynników nawzajem wzmacnia się i generuje większą wartość niż każdy czynnik z osobna. W fizyce występuje efekt interferencji, czyli nakładania się fal i finalnego wzmocnienia fali. Jednakże występuje również efekt odwrotny, gdy jeden pozytywny czynnik jest znoszony przez drugi negatywny czynnik o tej samej czy zbliżonej sile.

W moim odczuciu na polskim rynku kapitałowym mamy właśnie szansę na silny efekt synergii o skali zbliżonej do wejścia Polski do Unii Europejskiej (1 maja 2004 r.), co przełożyło się na wielką hossę lat 2004-2007 r. Co ciekawe, pomimo czynników ryzyka, jest kilka czynników o pozytywnej, wymowie które nawzajem wzmacniają się i przeważają ryzyka. Ale po kolei...

Polskie społeczeństwo się starzeje, a polska gospodarka po bardzo dynamicznym wzroście w ostatnich dekadach, wchodzi w okres, gdy dynamika PKB nie będzie wspierana przez premię demograficzną. Premia demograficzna to sytuacja, gdy więcej osób młodych wchodzi na rynek pracy niż liczba osób w wieku emerytalnym opuszcza rynek pracy. Ten demograficzny katalizator

jest jednym z najmocniejszych czynników wspierających wzrost PKB w średnim i długim terminie i on właśnie przestaje pozytywnie wpływać na dynamikę PKB Polski. Ponadto oprócz utraty premii demograficznej postępuje drugi czynnik, czyli opuszczenie przez część osób rynku pracy i coraz niższy współczynnik zastąpienia – malejący poziom emerytury w relacji do ostatniego wynagrodzenia. Dlatego model wzrostu polskiej gospodarki powinien zmieniać się, zmieniać się ze wzrostu ekstensywnego, gdy dokładamy więcej młodych pracowników, na model intensywny, gdy rośniemy przez wyższą efektywność, czyli lepsze wykorzystanie aktualnych zasobów. Zmiana modelu funkcjonowania gospodarki, o ile prosta jest w teoretycznych rozważaniach, jest trudniejsza w praktyce i wymaga zaangażowania wielu zasobów, w tym kapitału, i kooperacji.

W życiu pewne są podatki i śmierć. W przypadku podatków wyjątkiem jest IKE (Indywidualne Konto Emerytalne) – brak podatku Belki przy spełnieniu warunków wypłaty) oraz IKZE (Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego – emerytalne + odliczenie od PIT teraz, potem 10% ryczałtu przy wypłacie). O ile IKE i IKZE angażują świadome osoby, to raczej nie osiągnęły statusu powszechnego i skali, która byłaby jednym z istotnych kół zamachowych gospodarki czy istotnie zwiększającą dochody osobiste – coś na wzór systemu amerykańskiego z istotnym komponentem dochodów inwestycyjnych. Propozycją mogącą zmienić obraz rynku jest Osobiste Konto Inwestycyjne (OKI), którego implementacja planowana jest na początek 2027 r. – aktualnie jesteśmy po pierwszym czytaniu ustawy. Czyli zbliżamy się do wprowadzenia regulacji zwiększającej szansę na powszechne zaangażowanie kapitału. Oczywiście oprócz zachęty podatkowej istotne jest know-how, czyli wiedza, w co rozsądnie zainwestować oraz jak zdobyć praktyczną wiedzę o inwestowaniu. **W tym kontekście swoistym game changerem mogą być Modelowe Portfele Inwestycyjne (MPI), czyli schematy alokacji kapitału**, które w aktualnym reżimie prawnym widzi Komisja Nadzoru Finansowego. Atutem MPI jest potraktowanie modelowych portfeli inwestycyjnych jako usługi sprzedaży ze stałą strukturą portfela, co ułatwia podjęcie decyzji przez dotychczasowych deponentów w procesie stawania się inwestorem. Aktualnie trwają intensywne prace KNF i Izby Domów Maklerskich, czego przykładem jest lutowa konferencja przedstawicieli Departamentu Instytucji Finansowych KNF, majowe pytania i odpowiedzi UKNF (DIF-DIFZNR.466.6.2026) dotyczące Modelowych Portfeli Inwestycyjnych czy Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego i panel poświęcony Modelowym Portfelom Inwestycyjnym. Jak często bywa w takich dyskusjach widoczne są szanse i zagrożenia. Do szans należy większa dyscyplina inwestycyjna, dywersyfikacja, prosta alokacja, potencjalnie lepsze zarządzanie ryzykiem i niższa rotacja portfela, co może implikować mniej transakcji i niższe koszty. Ryzykiem jest generyczne podejście, które może nie pasować do wieku, dochodów, ryzyka i celów inwestora, nadmierne poczucie bezpieczeństwa, tj. nawet bardzo bezpieczny portfel obligacyjny może spaść z wokandy. Ryzykiem może być stała struktura portfela,

TEMAT WYDANIA: Modelowe portfele inwestycyjne – komentarz praktyka.

choć pośrednio modyfikowana przez zmianę portfeli funduszy wchodzących w skład MPI. Ostatecznie istotnym ryzykiem jest komunikacja MPI w bessie i ryzyko behawioralne, które może skutkować modyfikacją portfela po silnych spadkach.

Podsumowując MPI są szansą na systemowe pokazanie ram alokacji, natomiast bardziej doświadczeni inwestorzy mogą być bardziej wymagający, i dla nich bardziej odpowiednią usługą może być doradztwo inwestycyjne, bądź też MPI, które mogą być bardziej podstawowym portfelem (core), natomiast uzupełnieniem może być usługa DI (satellite). Patrząc timingowo na rynek, wciąż umiarkowane wyceny spółek na GPW, po ponad 3-latach

wzrostów, szansa na awans Polski do grupy rynków rozwiniętych wg klasyfikacji MSCI czy potencjał na rotację kapitału z niskooprocentowanych lokat na rynek instrumentów dłużnych czy akcyjnych czy przesłanki do ożywienia rynku pierwotnego na GPW (hossa na rynku wtórnym trwa od 3 lat i skutkowałą wzrostem WIG o blisko 200%) to ciekawe otoczenie. Ponadto pozyskiwanie kapitału przez spółki z sektora zbrojnego czy kosmicznego pokazuje funkcję wspierającą dla gospodarki w efektywnym alokowaniu kapitału. Zmian jest dużo czego przykładem jest trwające wdrożenie GPW WATS, więc druga połowa 2026 r. zapowiada się bardzo intensywnie dla uczestników polskiego rynku kapitałowego z szansą na większy tort w kolejnych latach.



AI Act w domu maklerskim: od eksperymentu do obowiązku.

mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners



Jeszcze dwa–trzy lata temu „AI w domu maklerskim” kojarzyła się głównie z marketingiem (chatbot, „inteligentny” FAQ, automatyczne podsumowania rynku). Dziś AI – a częściej: modele i narzędzia, które mieszczą się pod tym parasolem – wchodzi w obszary twardo regulowane: onboarding, analiza ryzyka, wykrywanie nadużyć, wsparcie doradztwa, automatyzacja raportowania. To właśnie w tym momencie zaczyna się prawdziwe znaczenie AI Act¹ jako kolejnego reżimu compliance, który trzeba „wpiąć” w już istniejącą architekturę (MiFID/MiFIR, MAR, GDPR, DORA itd.).

Kalendarz: co już obowiązuje, co wejdzie i kiedy

AI Act jest rozporządzeniem, więc co do zasady nie „czeka” na implementację, tylko jest bezpośrednio stosowany we wszystkich państwach członkowskich. Jednocześnie ustawodawca unijny rozłożył stosowanie w czasie. Kluczowe daty wynikają wprost z art. 113: rozporządzenie weszło w życie 20. dnia po publikacji, a zasadniczo stosuje się je od 2 sierpnia 2026 r., przy czym rozdziały I–II (w tym fundamenty reżimu i katalog praktyk zakazanych) zaczęły obowiązywać od 2 lutego 2025 r., a wybrane

elementy „infrastruktury” (m.in. część rozdziału III, rozdziały V, VII, XII i art. 78) od 2 sierpnia 2025 r.

Obowiązki związane z GPAl² mają być wsparte kodeksami praktyk na poziomie UE, a w razie braku odpowiedniego kodeksu Komisja może ustanowić wspólne przepisy wykonania obowiązków przewidzianych m.in. w art. 53 i 55.

Dla praktyki rynku finansowego równie ważne są przepisy przejściowe. Co do zasady, systemy AI wysokiego ryzyka oddane do użytku przed 2 sierpnia 2026 r. podlegają nowemu reżimowi dopiero wtedy, gdy po tej dacie zostaną istotnie zmienione. Z kolei dostawcy modeli AI ogólnego przeznaczenia (GPAl) wprowadzonych do obrotu przed 2 sierpnia 2025 r. mają czas na dostosowanie do 2 sierpnia 2027 r. To ma znaczenie dla domów maklerskich, które wdrożyły już rozwiązania oparte o duże modele językowe – z perspektywy kontraktowej i due diligence warto wiedzieć, czy dostawca „jest na ścieżce” do spełnienia obowiązków.

Kogo dotyczy AI Act w finansach: rola „podmiotu stosującego” i pułapka bycia dostawcą

AI Act obejmuje szeroką grupę podmiotów: dostawców systemów AI i modeli GPAl, podmioty stosujące systemy AI w Unii, ale też sytuacje „eksterytorialne”, gdy dostawca lub podmiot stosujący ma siedzibę poza UE, a wyniki systemu są wykorzystywane w Unii. Dla domu maklerskiego kupującego narzędzie od globalnego vendora to kluczowe.

Najczęściej dom maklerski będzie kwalifikowany jako podmiot stosujący (deployer) – czyli ten, kto używa systemu AI w ramach swoich procesów. Ale AI Act bardzo wyraźnie buduje też odpowiedzialność w łańcuchu wartości, a w pewnych sytuacjach dom maklerski może „awansować” na dostawcę systemu wysokiego ryzyka – nawet jeśli sam go nie zaprojektował. Dzieje się tak m.in. wtedy, gdy:

- podmiot umieszcza swoją nazwę/znak towarowy na systemie AI wysokiego ryzyka,
- dokonuje istotnej zmiany w systemie już wprowadzonym do obrotu,
- zmienia przeznaczenie systemu (także GPAl) w sposób, który czyni go systemem AI wysokiego ryzyka.

To w praktyce oznacza, że „branding” i „tuning” rozwiązania – częste w projektach IT – może mieć konsekwencje regulacyjne. AI Act przewiduje też, że dostawca systemu wysokiego ryzyka oraz podmiot trzeci dostarczający narzędzia/usługi/komponenty mają umownie

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1689 z dnia 13 czerwca 2024 r. w sprawie ustanowienia zharmonizowanych przepisów dotyczących sztucznej inteligencji oraz zmiany rozporządzeń (WE) nr 300/2008, (UE) nr 167/2013, (UE) nr 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 i (UE) 2019/2144 oraz dyrektyw 2014/90/UE, (UE) 2016/797 i (UE) 2020/1828 (akt w sprawie sztucznej inteligencji) Tekst mający znaczenie dla EOG (Dz. U. UE. L. z 2024 r. poz. 1689).

² General Purpose AI

OKIEM EKSPERTA: AI Act w domu maklerskim: od eksperymentu do obowiązku.

uregulować informacje i wsparcie niezbędne do spełnienia obowiązków regulacyjnych.

Warto też pamiętać, że AI Act dotyczy nie tylko „dostawcy” i „podmiotu stosującego”, ale również importera i dystrybutora. To nie są role abstrakcyjne. Jeżeli dom maklerski sprowadza system AI wysokiego ryzyka na rynek UE lub udostępnia go dalej (np. jako element platformy udostępnianej klientom), może wejść w reżim obowiązków typowych dla dystrybutorów: weryfikacji oznakowania CE, deklaracji zgodności i instrukcji obsługi, a także reakcji na informacje o niezgodności.

Gdzie AI Act dotyka najszybciej

Z perspektywy domów maklerskich są trzy obszary, w których przepisy zaczną być odczuwalne najszybciej:

Przejrzystość: chatboty, generowanie treści, „syntetyczny” kontakt z klientem

Jeżeli dom maklerski wdraża systemy, które wchodzi w interakcję z klientem lub generują treści, AI Act idzie w kierunku prostego, ale wymagającego w praktyce standardu: klient ma wiedzieć, że rozmawia z systemem, a nie z człowiekiem; odbiorca ma wiedzieć, że treść została wygenerowana lub zmanipulowana. Motywy rozporządzenia wprost wskazują ryzyko „podszyca się” oraz wprowadzania w błąd i potrzebę obowiązków przejrzystości.

W samym art. 50 widać dwie ważne rzeczy dla praktyki komunikacji: (i) informacje mają być przekazane jasno i wyraźnie najpóźniej przy pierwszej interakcji, oraz (ii) rozporządzenie nakłada obowiązek ujawniania w określonych przypadkach faktu wygenerowania lub zmanipulowania treści, w tym tekstu publikowanego w celu informowania społeczeństwa o sprawach leżących w interesie publicznym. Dla domu maklerskiego to może oznaczać konieczność przeglądu – nawet „miękkich” – formatów: automatycznych komentarzy rynkowych, notek produktowych, odpowiedzi w kanałach elektronicznych.

Systemy wysokiego ryzyka: kiedy „AI” dotyka praw klienta

W finansach największe napięcie regulacyjne pojawia się wtedy, gdy system AI nie tylko „wspiera analityka”, ale realnie wpływa na sytuację prawną lub faktyczną klienta: odmowa usługi, ograniczenie dostępu, decyzje scoringowe, selekcja klientów, automatyczne profile ryzyka. Sam AI Act podkreśla, że podmioty stosujące system wysokiego ryzyka odgrywają kluczową rolę, bo to one najlepiej znają kontekst użycia i mogą wychwycić ryzyka, których nie przewidziano na etapie tworzenia systemu.

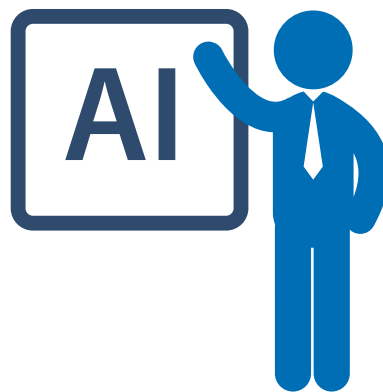
Jeżeli dom maklerski korzysta z systemu zakwalifikowanego jako wysokiego ryzyka trzeba zapewnić używanie systemu zgodnie

z instrukcją, realny nadzór człowieka przez osoby z kompetencjami i uprawnieniami oraz dbałość o adekwatność danych wejściowych (tam, gdzie podmiot ma nad nimi kontrolę). Do tego dochodzi monitoring działania systemu, obowiązek informowania dostawcy/organów i zawieszania użycia, gdy pojawia się ryzyko, a także logowanie – rejestry zdarzeń mają być przechowywane co najmniej 6 miesięcy.

Warto zauważyć, że AI Act w kilku miejscach „podaje rękę” sektorowi finansowemu: jeżeli instytucja finansowa już podlega wymogom dot. systemu zarządzania wewnętrznego na podstawie prawa UE usług finansowych, część obowiązków monitorowania i dokumentowania rejestrów zdarzeń może być uznana za spełnioną przez realizację tych sektorowych reżimów.

FRIA i „wyjaśnialność”: nowe oczekiwania wokół decyzji dotyczących osób fizycznych

AI Act przewiduje w określonych przypadkach obowiązek przeprowadzenia oceny skutków dla praw podstawowych (FRIA) przed pierwszym użyciem systemu wysokiego ryzyka – w szczególności dla określonych systemów z załącznika III pkt 5 lit. b) i c). Dodatkowo rozporządzenie przyznaje osobie, której dotyczy decyzja oparta na wynikach systemu wysokiego ryzyka (załącznik III), prawo do uzyskania „jasnego i merytorycznego wyjaśnienia” roli systemu i głównych elementów decyzji.



Modele AI ogólnego przeznaczenia (GPAI): „cudze” LLM-y, własne ryzyko

W wielu firmach AI przychodzi dziś w przebraniu „narzędzia biurowego”: wtyczka do poczty, silnik do wyszukiwania w dokumentach, asystent dla infolinii albo generator streszczeń. Często stoi za tym model ogólnego przeznaczenia – i tu AI Act przenosi część ciężaru na dostawców takich modeli (w tym obowiązki dokumentacyjne i podejście do kwestii praw autorskich). Motywy rozporządzenia wskazują m.in. na potrzebę zapewnienia polityk zgodności z prawem autorskim i obowiązek sporządzania streszczeń dotyczących treści wykorzystywanych do trenowania modeli.

Dom maklerski zwykle nie będzie adresatem tych obowiązków „po stronie dostawcy”, ale będzie ich beneficjentem – o ile zadba o to w umowach. Prosty test praktyczny: czy dostawca potrafi wytłumaczyć, jak model ma być używany w środowisku regulowanym, jakie ma ograniczenia (np. halucynacje), co loguje, jak reaguje na incydenty i jak zarządza aktualizacjami. W przeciwnym razie ryzyko „prześląka” do deployera: w tym do ryzyka reputacyjnego, reklamacyjnego i – w skrajnych przypadkach – nadzorczego.

OKIEM EKSPERTA: AI Act w domu maklerskim: od eksperymentu do obowiązku.

Co trzeba zrobić w domu maklerskim: praktyczny compliance

AI Act w praktyce wymaga poukładania procesów, które domy maklerskie i tak – w różnych formach – znają z MiFID, MAR czy DORA: governance, kontrola dostawców, dokumentowanie, monitoring, reakcja na incydenty.

Pierwszy krok jest prozaiczny, ale krytyczny: inwentaryzacja zastosowań. Ten sam model może być „banalnym asystentem biurowym” albo elementem procesu decyzyjnego o poważnych konsekwencjach – a wrzucenie wszystkiego do jednego worka „AI” jest regulacyjnie niebezpieczne. Dopiero po zmapowaniu use-case’ów sensownie ocenia się:

- czy mamy do czynienia z systemem AI w rozumieniu AI Act,
- jaka jest rola domu maklerskiego (deployer vs provider),
- czy wchodzi obowiązek przejrzystości,
- czy gdzieś „zahaczamy” o high-risk i obowiązki z rozdziału III.

Drugi krok to uporządkowanie relacji z dostawcami. AI Act wprost zakłada, że w łańcuchu wartości wiele podmiotów dostarcza elementy systemu i że niezbędne informacje oraz wsparcie mają być zapewnione na podstawie pisemnej umowy. W praktyce warto już sprawdzić zapisy: o dostępności dokumentacji, możliwościach audytu, informowaniu o zmianach modelu, logach, incydentach, a także o tym, kto i jak odpowiada za „zmianę przeznaczenia” rozwiązania.

Trzeci krok to „osadzenie” AI w istniejącym governance. Rozporządzenie wprost przewiduje, że w przypadku instytucji finansowych część obowiązków można realizować w ramach istniejących wymogów zarządzania wewnętrznego i dokumentacji.

Nadzór i sankcje

Państwa członkowskie mają wyznaczyć organy właściwe (w tym organ nadzoru rynku i pojedynczy punkt kontaktowy) i podać publicznie informacje³. W planach w Polsce jest powołanie Komisji Rozwoju i Bezpieczeństwa Sztucznej Inteligencji⁴. Co istotne

dla sektora: w przypadku systemów wysokiego ryzyka wprowadzanych do obrotu/oddawanych do użytku/wykorzystywanych przez instytucje finansowe, organem nadzoru rynku ma być „odpowiedni organ krajowy” odpowiedzialny za nadzór finansowy – w zakresie, w jakim użycie systemu jest bezpośrednio związane ze świadczeniem usług finansowych.⁵

Wymiar finansowy też jest konkretny: naruszenia obowiązków operatorów (w tym deployerów) czy obowiązków przejrzystości mogą skutkować karą do 15 mln EUR lub do 3% całkowitego rocznego światowego obrotu – zależnie od tego, co wyższe. W praktyce ryzyko nie dotyczy tylko „wielkich platform”. Instytucja finansowa, która wdroży AI w krytycznym procesie bez dowodów nadzoru i monitoringu, naraża się na pytania regulatora w tym samym stylu, w jakim dziś pyta o outsourcing IT czy cyberodporność.

Polski kontekst: instytucja to nie wszystko

W dyskusji o AI Act łatwo wpaść w dwa skrajne tony: „wreszcie porządek” albo „koniec innowacji”. Prawda – jak zwykle – jest pośrodku. AI Act może być potrzebny, ale regulując technologię, której ostatecznego kształtu jeszcze nie znamy, trzeba pokory i gotowości do korekt. Jednocześnie realnym ryzykiem są koszty zgodności: dokumentacja, testy, audyty, dostęp do danych, a także utrzymanie kompetencji ludzi, którzy mają nadzorować systemy. Duży gracz to „udźwigną”, mniejsi mogą odczuć barierę – i to jest uwaga, którą sektor finansowy powinien głośno artykułować.

Podsumowanie

AI Act nie zabiera domom maklerskim możliwości korzystania z AI. Zabiera wygodę działania „na skróty”, bez dowodów procesu. W tym sensie największa zmiana nie jest technologiczna, tylko organizacyjna: AI wchodzi do governance. Kto zacznie porządkować use-case’y, role i kontrakty wcześniej, ten później nie będzie musiał udawać, że „to tylko narzędzie”.

³ W Polsce do tej pory obowiązek ten nie został zrealizowany. W momencie pisania niniejszego artykułu w trakcie prac w Sejmie znajduje się Projekt Ustawy o systemach sztucznej inteligencji. <https://www.sejm.gov.pl/Sejm10.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=2443>

⁴ Art. 5 Projektu Ustawy o systemach sztucznej inteligencji.

⁵ Zgodnie z art. 20 ust. 1 pkt. 1 Projektu Ustawy o systemach sztucznej inteligencji Komisji Rozwoju i Bezpieczeństwa Sztucznej Inteligencji w tym zakresie współpracować będzie z Komisją Nadzoru Finansowego.

Klimat jako czynnik ryzyka finansowego.

dr Jolanta Turek, ESG Director, CVI Dom Maklerski sp. z o.o.



Dlaczego biznes powinien zainteresować się tym tematem

Ryzyko klimatyczne dla instytucji finansowej jest czynnikiem, który materializując się może wejść bezpośrednio do rachunku zysków i strat. Może to nastąpić przez spadek wartości instrumentów, wzrost spreadów, droższe finansowanie, większe prawdopodobieństwo niewypłacalności klienta, utratę płynności aktywów albo reklamacje i sankcje za greenwashing.

Mówiąc wprost - klimat wpływa na to, ile naprawdę warte są instrumenty finansowe, jak odporny jest emitent lub kredytobiorca i czy produkt sprzedawany inwestorowi został opisany uczciwie. Dlatego temat powinien być obecny tam, gdzie zapadają decyzje finansowe. Powinien to być temat podejmowany na komitetach inwestycyjnych, kredytowych, produktowych, ryzyka i compliance.

Jeśli w dokumentacji decyzji inwestycyjnej, kredytowej lub produktowej nie oceniono ekspozycji na ryzyko fizyczne, transformacyjne oraz odpowiedzialności i greenwashingu, temat prawdopodobnie nadal jest poza realnym procesem zarządzania ryzykiem.

Czym jest ryzyko klimatyczne w praktyce

Ryzyko klimatyczne to możliwość poniesienia straty finansowej, prawnej lub reputacyjnej w wyniku zmian klimatu albo działań podejmowanych w odpowiedzi na te zmiany. W praktyce warto patrzeć na trzy grupy ryzyka.

Ryzyko klimatyczne jest ważne nie dlatego, że wymaga tego moda na ESG, ale dlatego, że może zmienić wycenę aktywów, koszt finansowania, poziom strat kredytowych, płynność portfela i wiarygodność instytucji wobec klienta oraz nadzoru.

Rodzaj ryzyka	Co oznacza	Przykład dla instytucji finansowej
Fizyczne	Powodzie, susze, pożary, fale upałów, niedobór wody, wzrost poziomu mórz.	Spadek wartości zabezpieczenia, przerwa w działalności emitenta, większa szkodowość portfela.
Transformacji	Zmiany prawa, cen emisji, technologii, kosztów energii i preferencji klientów.	Niższa wycena spółki wysokoemisyjnej, wyższy spread obligacji, potrzeba zmiany limitów sektorowych.
Odpowiedzialności i greenwashingu	Pozwy, reklamacje, sankcje i utrata zaufania, gdy deklaracje ESG nie mają pokrycia w danych i faktycznych działaniach.	Fundusz lub produkt jest reklamowany jako zielony, ale portfel i materiały sprzedażowe nie są spójne.

Jak materializacja ryzyka wpływa na finanse

Materializacja ryzyka klimatycznego rzadko zaczyna się od jednego spektakularnego zdarzenia. Częściej jest serią sygnałów:

rosną koszty energii i emisji, spada popyt na produkt klienta, inwestorzy żądają wyższej premii za ryzyko, aktywo staje się trudniejsze do sprzedaży.

Obszar	Możliwy skutek finansowy	Co sprawdzić w praktyce
Wycena aktywów	Spadek ceny akcji, obligacji, jednostek funduszy lub zabezpieczeń.	Sektory wrażliwe: energia, transport, cement, chemia, nieruchomości, rolnictwo.
Ryzyko kredytowe	Wyższe PD/LGD*, większe koszty modernizacji, niższa wartość zabezpieczeń.	Czy analiza klienta obejmuje koszty transformacji i lokalizację aktywów?
Płynność	Trudniejsza sprzedaż aktywów, umorzenia w funduszach, szersze spready.	Czy limit koncentracji obejmuje ekspozycje klimatyczne i scenariusz odplywów?
Compliance i reputacja	Reklamacje, korekty materiałów, sankcje, utrata zaufania.	Czy nazwa, KID**, prospekt i reklama są spójne?

* PD – Probability of Default, LGD – Loss Given Default

** KID - Dokument zawierający kluczowe informacje

Zarządzanie ryzykiem klimatycznym nie wymaga tworzenia osobnych procesów i funkcji. Należy włączyć je do istniejących procesów: due diligence, limitów, ratingu wewnętrznego, product governance, suitability, stress testów i raportowania zarządczego.

Wymogi EBA

Oczekiwania EBA są sformułowane wprost. Ryzyko ESG, w tym klimatyczne, mają być traktowane jak każde inne ryzyko finansowe. Banki powinny je identyfikować, mierzyć i na bieżąco kontrolować w ramach swoich standardowych systemów zarządzania ryzykiem. To oznacza w praktyce zmiany w organizacji – od przypisania odpowiedzialności, przez określenie apetytu na ryzyko, po lepsze dane, monitoring i regularne raportowanie do zarządu. Wytyczne EBA dotyczące zarządzania ryzykami ESG mają co do zasady mieć zastosowanie od 11 stycznia 2026 r., a dla małych i niekompleksowych instytucji najpóźniej od 11 stycznia 2027 r.¹

Drugim ważnym elementem jest analiza scenariuszowa. EBA zwraca uwagę, że w przypadku ryzyka klimatycznego nie wystarczy patrzeć wstecz. Należy uwzględniać możliwe przyszłe ścieżki rozwoju – np. zmiany regulacji czy transformację gospodarki. Obowiązek stosowania takich analiz zacznie się od 2027 r., ale regulator jasno sygnalizuje, że przygotowania trzeba rozpocząć już teraz.

W praktyce chodzi o uporządkowanie całego procesu – od danych i scenariuszy, przez dobór horyzontów czasowych, po jasne przypisanie odpowiedzialności. Kluczowe jest też to, aby wyniki

analiz realnie wspierały decyzje biznesowe, a nie były tylko „ćwiczeniem raportowym”.

EBA podkreśla również znaczenie oceny klientów. Banki powinny brać pod uwagę, w jakim stopniu firmy są narażone na rosnące koszty emisji CO₂, energii, zmiany przepisów czy coraz częstsze ekstremalne zjawiska pogodowe. Te czynniki mogą bezpośrednio wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstw – a tym samym na ich zdolność do spłaty kredytów.

Ochrona inwestora i antygreenwashing

ESMA patrzy na ryzyko klimatyczne przede wszystkim przez pryzmat informacji i ochrony inwestora. Kluczowe jest, żeby klient rozumiał, w co inwestuje, a produkt był rzeczywiście zgodny z tym, co obiecuje jego nazwa i opis.

W praktyce oznacza to m.in. zmiany w ramach MiFID II. Firmy doradcze i zarządzające portfelami muszą brać pod uwagę preferencje klientów dotyczące zrównoważonego rozwoju przy ocenie, czy dany produkt jest dla nich odpowiedni. Co ważne, klient powinien dostawać jasne, zrozumiałe wyjaśnienie, czym są takie preferencje i czym różnią się „zielone” lub „zrównoważone” inwestycje od pozostałych.

Dużo uwagi ESMA poświęca też nazwom funduszy. Jeśli w nazwie pojawiają się hasła takie jak ESG, sustainability, impact czy transition, fundusz musi rzeczywiście realizować takie założenia w swojej strategii i portfelu. W uproszczeniu – nazwa nie może

¹ EBA, Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-01/fb22982a-d69d-42cc-9d62-1023497ad58a/Final%20Guidelines%20on%20the%20management%20of%20ESG%20risks.pdf> dostęp 30.05.2026.

OKIEM EKSPERTA: Klimat jako czynnik ryzyka finansowego.

sprzedawać więcej, niż faktycznie stoi za produktem. Regulator wymaga m.in., aby co najmniej 80% inwestycji było powiązanych z deklarowanymi celami środowiskowymi lub społecznymi, a także wprowadza konkretne wyłączenia zależne od użytych określeń.²

Dla domów maklerskich i firm inwestycyjnych oznacza to konieczność uporządkowania całej komunikacji z klientem. Liczy się nie tylko dokumentacja produktu, ale też sposób, w jaki sprzedawcy o nim opowiadają i jak wygląda marketing.

Ryzyko nie tylko oznacza nietrafioną inwestycję. Problem pojawia się również wtedy, gdy klient kupuje produkt, wyobrażając go sobie zupełnie inaczej, niż wygląda on w rzeczywistości.

Jak zarządzać ryzykiem klimatycznym i skąd wziąć dane

Na rynku jest dziś kilka standardów, które pomagają „przetłumaczyć” ryzyko klimatyczne na liczby i konkretne decyzje. W Europie kluczową rolę odgrywają ESRS – zwłaszcza standard E1 dotyczący klimatu – a globalnie IFRS S1 i S2, które porządkują to, co firmy komunikują o ryzykach i szansach związanych ze zrównoważonym rozwojem. Z kolei NGFS dostarcza scenariusze pokazujące, jak te ryzyka mogą wyglądać w przyszłości, a GHG Protocol i PCAF pomagają policzyć emisje, także te „finansowane” przez kredyty czy inwestycje.

Nie chodzi jednak o to, żeby korzystać ze wszystkiego naraz. Kluczowe jest, by wiedzieć, do czego służy dany standard – jeden pomoże zebrać dane, inny je ujawnić, jeszcze inny przeanalizować scenariusze czy monitorować portfel. Luki w danych są nieuniknione, ale ważne, żeby je jasno nazywać i uzupełniać rozsądnymi założeniami.

W praktyce najważniejsza jest powtarzalność i przejrzystość. Nadzór nie oczekuje dziś idealnych danych, tylko spójnego podejścia i odpowiedzialnych decyzji. Liczy się to, żeby instytucja potrafiła pokazać, co wie, czego nie wie, jakie przyjęła założenia i kiedy do nich wróci.

Podsumowanie

Ryzyko klimatyczne staje się realnym ryzykiem finansowym w momencie, gdy zaczyna wpływać na wyniki firm – ich przepływy pieniężne, wycenę, koszty finansowania czy dostęp do płynności. Widać to też w zachowaniu klientów i rosnącym ryzyku prawnym. Wbudowanie tego ryzyka w codzienne procesy daje możliwość podejmowania lepszych decyzji inwestycyjnych, lepszą ochronę klientów i długoterminowo większą odporność biznesową.

² ESMA, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms (ESMA34-472-440), maj 2024, <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-funds-names-using-esg-or-sustainability-related-terms>, dostęp 31.05.2026.



Zarządzanie produktowe – krajobraz po 8 latach obowiązywania przepisów.

mec. Kacper Czyżewski, radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.



Zarządzanie produktowe (product governance) stanowi jeden z kluczowych filarów systemu ochrony inwestorów wprowadzonego przez dyrektywę MiFID II. W wymiarze praktycznym oznacza ono obowiązek firm inwestycyjnych, w tym producentów i dystrybutorów instrumentów finansowych, do określenia i regularnego weryfikowania grupy docelowej dla każdego tworzonego lub dystrybuowanego instrumentu finansowego oraz zapewnienia, że strategia dystrybucji produktu jest z tą grupą spójna. Przez grupę docelową rozumie się określoną grupę nabywców instrumentu finansowego, z których potrzebami, cechami lub celami (w tym celami związanymi ze zrównoważonym rozwojem) instrument finansowy jest zgodny, niezależnie od sposobu nabycia lub objęcia przez nich tego instrumentu.

Dystrybutor nie jest przy tym zwolniony z własnej oceny. Nawet jeśli korzysta z informacji przekazanych przez producenta, musi samodzielnie zidentyfikować, komu i w jakich okolicznościach instrument może być oferowany lub rekomendowany, a komu nie. Mechanizm ten, obok tradycyjnego modelu ochrony opartego na informacji przekazywanej klientowi, pełni funkcję prewencyjną. Jego celem jest uniemożliwienie dotarcia produktów inwestycyjnych do klientów, dla których produkty te nie są odpowiednie, zanim jeszcze dojdzie do indywidualnej oceny adekwatności lub odpowiedniości.

W Polsce wymogi zarządzania produktowego obowiązują od 2018 r., kiedy weszły w życie krajowe przepisy implementujące pakiet MiFID II. Minęło zatem ponad osiem lat i wystarczająco długo, by oczekiwać, że firmy działające na rynku nie tylko wdrożyły wymagane procedury, ale i zdążyły je w pełni wprowadzić w życie, przetestować i dostosować do realiów swojej działalności dystrybucyjnej.

Ostatnie decyzje KNF ujawniają powtarzające się nieprawidłowości w zakresie definiowania grup docelowych i kwalifikowania klientów. Tocząca się dyskusja o uproszczeniu procesów ankietowania wskazuje, że firmy inwestycyjne mogą wciąż nie w pełni rozumieć, gdzie kończy się obowiązek regulacyjny,

a zaczyna błąd projektowy. Równolegle zarządzanie produktowe staje przed nowymi wyzwaniami. Na poziomie europejskim organy nadzoru coraz uważniej przyglądają się integracji wymogów ESG w procesie wyznaczania rynku docelowego i choć na okres przejściowy przyjęły wobec firm podejście dialogowe, a nie sankcyjne, nie zwalnia to dystrybutorów z obowiązku doskonalenia wdrożenia w tym obszarze. Osobnym wyzwaniem są portfele modelowe, które wymagają wypracowania podejścia do *product governance* od podstaw. Poniżej kilka słów o każdym z tych obszarów.

Wnioski z ostatnich decyzji organu nadzoru

Praktyka nadzorcza wskazuje, że proces wdrożenia i rzeczywistego ugruntowania wymogów zarządzania produktowego nadal wymaga poprawy u wielu podmiotów. W pierwszych miesiącach 2026 r. KNF wydała decyzje nakładające dotkliwe kary pieniężne na instytucje finansowe, w których stwierdzono naruszenia właśnie w tym obszarze. Z uzasadnień tych decyzji wyłania się obraz podobnych, powtarzalnych nieprawidłowości, które mimo upływu kilku lat od wejścia w życie przepisów wciąż pojawiają się w praktyce operacyjnej dystrybutorów.

Pierwsza kategoria stwierdzonych naruszeń dotyczyła samego sposobu definiowania grup docelowych. Organ nadzoru ustalił, że grupy te były określane zbyt szeroko lub bez należytego uwzględnienia stopnia skomplikowania dystrybuowanych instrumentów finansowych oraz ryzyk z nimi związanych. Tymczasem właśnie proporcjonalność i adekwatność definicji grupy docelowej do charakteru produktu stanowią istotę wymogów *product governance*. Mają one zapewnić, że instrument finansowy dotrze wyłącznie do klientów, dla których jest on rzeczywiście odpowiedni.

Druga kategoria, powiązana z pierwszą, dotyczyła wadliwości stosowanych ankiet MiFID w procesie kwalifikowania klientów do grupy docelowej. Organ nadzoru stwierdził, że stosowane metodologie zawierały błędy konstrukcyjne, które powodowały, że klienci nieposiadający wystarczającej wiedzy i doświadczenia w inwestowaniu w złożone instrumenty finansowe mogli uzyskać pozytywny wynik ankiety i w efekcie być kwalifikowani do grupy docelowej dla całego spektrum produktów w ofercie, również tych o wysokim stopniu złożoności. W ocenie KNF prowadziło to do realnego ryzyka poniesienia strat przez klientów na skutek inwestowania w instrumenty nieodpowiednie dla ich profilu.

Oba rodzaje nieprawidłowości łączy wspólny mianownik. Zarządzanie produktowe często bywa traktowane jako wymóg formalny do „spełnienia”, w postaci sporządzenia odpowiedniej dokumentacji i wdrożenia procedur, a nie jako rzeczywiste narzędzie ochrony inwestorów i budowy oferty produktowej. Tymczasem sens tej regulacji jest właśnie odwrotny. To mechanizm prewencyjny, który ma działać zanim dojdzie do indywidualnej relacji między firmą a klientem i który wymaga, by firma inwestycyjna rzetelnie

OKIEM EKSPERTA: Zarządzanie produktowe – krajobraz po 8 latach obowiązywania przepisów.

odpowiedziała sobie na pytanie, komu dany instrument może być oferowany, a komu nie.

Ostatnie decyzje sankcyjne są zatem wyraźnym sygnałem, że osiem lat po wejściu w życie wymogów MiFID II w zakresie *product governance* KNF oczekuje od firm nie tylko formalnej obecności odpowiednich procedur w dokumentacji wewnętrznej, lecz ich faktycznej, przemyślanej implementacji w procesie dystrybucji. Dla dystrybutorów oznacza to konieczność skupienia się na kluczowych obszarach – prawidłowym metodologicznie kwalifikowaniu klientów do grup docelowych, precyzyjnym i proporcjonalnym do charakteru produktu definiowaniu tych grup oraz bieżącej weryfikacji, czy przyjęte rozwiązania rzeczywiście eliminują ryzyko oferowania instrumentów klientom, dla których nie są one odpowiednie.

Własna inicjatywa klienta, czyli problem wciąż aktualny

Jednym z zagadnień, które w praktyce operacyjnej dystrybutorów instrumentów wciąż budzi istotne wątpliwości, jest kwestia tzw. własnej inicjatywy klienta. Pytanie, kiedy można uznać, że to klient samodzielnie zainicjował nabycie instrumentu finansowego, a kiedy inicjatywa leży po stronie firmy inwestycyjnej, ma bowiem bezpośrednie przełożenie na zakres stosowanych wymogów.

Zagadnienie to nabiera szczególnego znaczenia w środowisku cyfrowym. Granica między biernym udostępnieniem informacji o produkcie a aktywnym jego promowaniem jest w kanałach online znacznie trudniejsza do uchwycenia niż w tradycyjnej relacji sprzedawca-klient. Czy umieszczenie produktu na liście wyników wyszukiwania w aplikacji inwestycyjnej to inicjatywa firmy? Czy spersonalizowane powiadomienie *push* dotyczące dostępności instrumentu to już aktywna zachęta wykluczająca powołanie się na inicjatywę klienta? Odpowiedzi na te pytania nie są oczywiste, a praktyka rynkowa pozostaje niejednolita.

W tym kontekście warto pamiętać, że decyzje nadzorcze z ostatnich miesięcy pokazują, iż organ nadzoru podchodzi do kwestii inicjatywy klienta restrykcyjnie. Stosowanie szerokich wyłączeń opartych na twierdzeniu o własnej inicjatywie klienta bez odpowiedniego udokumentowania i proceduralnego zabezpieczenia tego faktu może zatem okazać się podejściem ryzykownym.

Ankieta MiFID jako bariera wejścia – problem regulacji czy problem podejścia?

W debacie toczony w ostatnim czasie na polskim rynku kapitałowym coraz częściej pojawia się argument, że wymogi MiFID II, a w szczególności obowiązek przeprowadzania badania adekwatności i ankietowania klientów (czyli proces funkcjonalnie powiązany z zarządzaniem produktowym), stanowią istotną barierę pozyskiwania

nowych inwestorów. Rozbudowane kwestionariusze, pytania dotyczące doświadczenia inwestycyjnego i mnogie ostrzeżenia o ryzykach mają zniechęcać potencjalnych klientów do inwestowania, zanim jeszcze zdążą zapoznać się z ofertą. Problem ten dostrzega zresztą sam organ nadzoru, wskazując, że nadmierny nacisk kładziony w ankietach na aspekt ryzyka i potencjalnych strat niepotrzebnie może budować u klienta poczucie zagrożenia, zamiast prezentować inwestowanie jako działanie przynoszące wymierne korzyści przy akceptowalnym i zrozumiałym poziomie ryzyka.

Czy jednak problem leży w regulacji, czy w sposobie, w jaki polskie firmy inwestycyjne ją implementują? Dotyczy to w szczególności kwestii pozyskiwania danych o klientach na potrzeby ustalania grup docelowych i negatywnych grup docelowych.

Na podstawie ostatnich wypowiedzi przedstawicieli KNF można wywnioskować, że ankiety powinny być krótkie, lecz trafne, a ich konstrukcja nie powinna odstraszać klientów od inwestowania. Co więcej, organ nadzoru sygnalizuje, że nadmiernie rozbudowane kwestionariusze były w przeszłości gorzej oceniane w toku kontroli niż ankiety krótkie, lecz dobrze skonstruowane metodologicznie. Zbędna rozbudowa ankiety nie tylko nie chroni firmy przed zarzutem nadzorczym, lecz paradoksalnie może sama w sobie świadczyć o słabości przyjętego podejścia.

Kluczem jest zatem właściwe umiejscowienie zarządzania produktowego w relacji z klientem. Zarządzanie produktowe jest i powinno pozostać procesem wewnętrznym firmy inwestycyjnej. Oznacza to, że określanie grupy docelowej, budowanie mechanizmów kwalifikacji klientów do tych grup oraz weryfikacja zgodności strategii dystrybucji z tak zdefiniowanym rynkiem docelowym to procesy należące do sfery organizacyjnej firmy, niewidoczne dla klienta. Klient nie musi wiedzieć, do jakiej grupy docelowej został przypisany ani odpowiadać na pytania, które w istocie służą wyłącznie wewnętrznej klasyfikacji produktowej. W polskiej praktyce rynkowej pytania te zbyt często trafiają jednak wprost do kwestionariusza wypełnianego przez inwestora, niepotrzebnie go wydłużając i komplikując.

Organ nadzoru wskazuje w tym kontekście na pożądany model działania w procesie zarządzania produktowego, który można określić jako tzw. ukryty silnik decyzyjny, będący standardem na dojrzałych europejskich rynkach kapitałowych. Firmy działające na tych rynkach potrafią budować zaawansowane mechanizmy kwalifikacji klientów do grup docelowych w oparciu o informacje pozyskiwane w sposób naturalny, wkomponowany w proces onboardingu. Klient odpowiada na kilka przejrzyście sformułowanych pytań i na tym kończy się jego kontakt z tym procesem. Cała reszta dzieje się w tle, w systemach i procedurach firmy.



Jeżeli ankiety MiFID są dziś postrzegane na polskim rynku jako bariera odstrasżająca inwestorów, warto zastanowić się, czy źródłem problemu nie są w znacznej mierze przyjęte przez firmy rozwiązania projektowe, a nie sama regulacja. Nadmierne rozbudowywanie kwestionariuszy, mechaniczne przenoszenie do ankiet klienckich pytań służących wewnętrznej klasyfikacji produktowej oraz traktowanie zarządzania produktowego jako procesu widocznego i odczuwalnego dla klienta powinny być traktowane raczej jako błędy projektowe, a nie konsekwencje regulacji. Jak pokazuje praktyka rynków zachodnich, stosujących tożsame regulacje pakietu MiFID II - regulacja daje wystarczającą przestrzeń do budowania ankiet krótkich, zrozumiałych i przyjaznych klientowi. Kluczowa jest chęć skorzystania z tej przestrzeni.

Zarządzanie produktowe a wymogi ESG – wnioski z przeglądu ESMA

Opisane wyżej wyzwania dotyczące implementacji wymogów *product governance* wpisują się w szerszy obraz, jaki wyłania się z obserwacji prowadzonych na poziomie europejskim. W maju 2026 r. ESMA opublikowała wyniki Common Supervisory Action (CSA), czyli skoordynowanego przeglądu nadzorczego przeprowadzonego wspólnie z krajowymi organami nadzoru w latach 2024–2025 i obejmującego 245 firm z 29 państw UE i EOG. Jednym z jego przedmiotów była integracja wymogów zrównoważonego rozwoju w ramach procesu zarządzania produktowego, stanowiąca jedno z dodatkowych wyzwań stawianych przed dystrybutorami instrumentów finansowych.

W zakresie *product governance* ESMA skoncentrowała się na dwóch kwestiach. Pierwsza dotyczyła oceny rynku docelowego dla produktów posiadających cele związane ze zrównoważonym rozwojem. Z przeglądu wynika, że większość firm wypracowała podejścia pozwalające określić, jakie cele ESG dany produkt ma realizować, opierając te oceny co do zasady na regulacyjnej definicji „preferencji zrównoważonego rozwoju” wprowadzonej rozporządzeniem 2017/565. Poziom szczegółowości tych ocen jest jednak bardzo zróżnicowany. Część firm mało precyzyjnie definiuje cele ESG, co uniemożliwia skuteczne dopasowanie produktu do preferencji klienta, a inne nie wypracowały jeszcze w pełni procesów identyfikowania celów ESG w ramach oceny rynku docelowego. ESMA wzywa do dalszego doprecyzowywania sposobu definiowania tych celów, tak aby możliwe było ich rzeczywiste dopasowanie do preferencji klientów.

Druga kwestia dotyczyła uwzględniania celów ESG w tzw. negatywnym rynku docelowym, a więc w odniesieniu do produktów nieuwzględniających czynników zrównoważonego rozwoju. Jedyne nieliczne spośród objętych przeglądem firm biorą pod uwagę wymiar ESG przy definiowaniu negatywnego rynku docelowego dla takich produktów, mimo że obowiązek ten wynika wprost z opublikowanych przez ESMA pytań i odpowiedzi (Q&A). Jest to obszar, w którym praktyka rynkowa pozostaje daleko w tyle za wymogami regulacyjnymi, a zarazem obszar bezpośrednio dotyczący dystrybutorów, na których spoczywa obowiązek samodzielnego określenia negatywnego rynku docelowego.

ESMA formułuje przy tym powyższe oczekiwania ze świadomością, że szersze ramy zrównoważonego finansowania są właśnie przedmiotem rewizji, obejmującej przegląd SFDR oraz prace nad regulacją RIS. Spodziewane zmiany legislacyjne mają prowadzić do bardziej spójnych i przejrzystych wymogów dotyczących ujawnień produktowych, co z kolei wymusi aktualizację wymogów MiFID II w zakresie preferencji zrównoważonego rozwoju.

W tym kontekście ESMA zachęca krajowe organy nadzoru do proporcjonalnego podejścia i wspierania dialogu z firmami, zamiast priorytetyzowania działań sankcyjnych, z wyjątkiem przypadków ewidentnych naruszeń lub *missellingu*. Dla dystrybutorów oznacza to w praktyce, że czas na uporządkowanie podejścia do ESG w ramach *product governance* jest teraz, zanim ramy regulacyjne się ustabilizują i dialog zastąpią działania kontrolne i sankcyjne.

Portfele modelowe, czyli nowe wyzwanie dla zarządzania produktowego

Na horyzoncie pojawia się kolejny obszar, w którym firmy inwestycyjne będą musiały zmierzyć się z wymogami *product governance* w sposób, który nie jest jeszcze wypracowany przez rynek. Chodzi o portfele modelowe, czyli predefiniowane, z góry ustalone pakiety nieskomplikowanych instrumentów finansowych oferowane klientom jako gotowe kompozycje inwestycyjne. Idea jest prosta i atrakcyjna - klient uzyskuje dostęp do zdywersyfikowanego portfela skonstruowanego przez profesjonalny podmiot bez konieczności korzystania z usługi doradztwa inwestycyjnego. Rozwiązanie odpowiada na realną potrzebę rynkową, zwłaszcza w kontekście wciąż słabo rozwiniętej w Polsce usługi doradztwa inwestycyjnego.

Z perspektywy zarządzania produktowego portfele modelowe wprowadzają specyfikę, która nie pojawia się przy dystrybucji pojedynczych instrumentów finansowych. Ocena ryzyka i wyznaczanie grupy docelowej odbywają się tu na poziomie portfela jako całości, nie zaś każdego instrumentu z osobna. Oznacza to, że w skład portfela mogą wchodzić instrumenty, które samodzielnie znalazłyby się w negatywnej grupie docelowej klienta, o ile parametrem decydującym o tym wykluczeniu był wyłącznie poziom ryzyka kompensowany na poziomie całego portfela. Pozostałe kryteria grupy docelowej, czyli wiedza, doświadczenie, cele inwestycyjne oraz sytuacja finansowa klienta, muszą być jednak spełnione bezwzględnie.

To podejście, choć elastyczne, stawia przed dystrybutorami nowe wyzwania metodologiczne. Firma inwestycyjna musi zbudować wewnętrzne procedury pozwalające weryfikować, czy agregacja ryzyk poszczególnych instrumentów rzeczywiście prowadzi do profilu ryzyka spójnego z preferencjami klienta. To zadanie inne niż klasyczna kwalifikacja pojedynczego instrumentu do grupy docelowej. Portfele modelowe będą zatem kolejnym testem dla dojrzałości procesów *product governance*, tym razem wymagającym zaprojektowania właściwego podejścia niemalże od podstaw.

ETF-ów nie brakuje. Prawdziwym wyzwaniem jest dziś wybór tego właściwego.

Rozmowa z **Radosławem Olszewskim**, Prezesem Zarządu DM BOŚ



Zaledwie kilka lat temu ETF-y były raczej produktem dla bardziej świadomych inwestorów. Dziś mówi się o nich praktycznie wszędzie. Co się zmieniło?

Przede wszystkim zmienił się sam inwestor, który oczekuje prostych, przejrzystych i efektywnych kosztowo rozwiązań. ETF-y bardzo dobrze odpowiadają na te potrzeby. Dziś stają się jednym z podstawowych narzędzi budowania długoterminowych oszczędności.

Potwierdzają to dane. Według raportu „Aktywa Polaków w ETF-ach”, przygotowanego przez Analityki Online we współpracy z krajowymi firmami inwestycyjnymi, wartość aktywów polskich inwestorów ulokowanych w ETF-ach wzrosła na koniec 2025 roku do 12,8 mld zł, czyli o 80% rok do roku.

ETF-y przestały być produktem niszowym i stają się trwałym elementem rynku kapitałowego.

Dlaczego właśnie teraz ETF-y rosną tak szybko?

Bo łączą kilka cech, które są dziś szczególnie cenione przez inwestorów: dywersyfikację, niskie koszty, prostotę oraz łatwy dostęp do rynków globalnych.

Dla młodszego pokolenia inwestorów naturalne jest dziś inwestowanie globalne. Wielu klientów nie chce budować portfela z kilkunastu pojedynczych spółek i poświęcać czasu na analizowanie każdej z nich osobno. ETF pozwala uzyskać ekspozycję na cały rynek, region lub sektor za pomocą jednej transakcji.

Coraz większe znaczenie ma również świadomość kosztów. Inwestorzy rozumieją, że nawet niewielkie różnice w opłatach mogą w długim terminie znacząco wpływać na wynik inwestycji.

Na popularność ETF-ów wpływa także większa dostępność tych instrumentów. Dla polskiego inwestora ważny jest zarówno dostęp do funduszy notowanych na GPW, jak i możliwość inwestowania w tysiące ETF-ów dostępnych na zagranicznych giełdach, umożliwiających ekspozycję na bardzo wiele rynków i klas aktywów.

Kiedyś problemem był dostęp do ETF-ów. Dziś wyzwaniem staje się ich nadmiar?

Do niedawna dla polskiego inwestora wyzwaniem było znalezienie ETF-u na wybraną klasę aktywów. Dziś inwestorzy mają do dyspozycji tysiące instrumentów obejmujących praktycznie każdy segment rynku, dlatego coraz większego znaczenia nabiera umiejętność ich właściwej selekcji.

Teraz częściej rozmawiamy o tym, jak zbudować portfel, jak dobrać odpowiedni poziom ryzyka i które ETF-y rzeczywiście realizują cele inwestora.

To naturalny etap dojrzewania rynku.

Czy ETF nadal oznacza dziś tani i pasywny sposób inwestowania?

W większości przypadków tak, ale już nie zawsze.

Przez lata ETF kojarzył się przede wszystkim z tanim funduszem indeksowym zapewniającym szeroką dywersyfikację. Dziś sytuacja jest znacznie bardziej złożona.

Warto pamiętać, że produkty potocznie określane jako ETF-y należą do szerszej grupy ETP (Exchange Traded Products), do której zaliczają się również ETC (Exchange Traded Commodities) i ETN (Exchange Traded Notes). Choć z perspektywy inwestora są kupowane i sprzedawane podobnie jak ETF-y, różnią się od nich konstrukcją prawną oraz sposobem odwzorowywania ekspozycji inwestycyjnej. Mogą to być fundusze oparte na szerokich indeksach, ale również produkty sektorowe, tematyczne, lewarowane, związane z kryptowalutami czy skoncentrowane na pojedynczych spółkach. Dlatego sam fakt, że dany produkt jest ETF-em, nie mówi jeszcze wiele o jego poziomie ryzyka. Inwestor powinien analizować przede wszystkim strategię funduszu, poziom koncentracji portfela, koszty oraz ryzyko, jakie bierze na siebie.

Dla wielu inwestorów ETF przestał być synonimem prostego funduszu indeksowego i coraz częściej staje się sposobem uzyskania określonej ekspozycji inwestycyjnej.

Czy inwestowanie pasywne zaczyna zmieniać sposób funkcjonowania rynku kapitałowego?

Zdecydowanie tak.

ETF-y zmieniają nie tylko sposób inwestowania, ale też oczekiwania klientów wobec całego rynku finansowego.

Inwestorzy oczekują dziś intuicyjnych narzędzi, szybkiego dostępu do informacji i wygodnego zarządzania portfelem. Coraz większe znaczenie mają technologia, jakość doświadczenia klienta oraz możliwość inwestowania globalnie z poziomu jednej platformy.

Dla domów maklerskich oznacza to zmianę sposobu myślenia o relacji z klientem. Konkurencja coraz częściej dotyczy całego doświadczenia inwestora – od założenia rachunku, przez edukację i analizy, po funkcjonalność platformy i jakość obsługi.

Czy ETF-y mogą zagrozić tradycyjnym funduszom inwestycyjnym i aktywnemu zarządzaniu?

Nie sądzę, abyśmy mówili o całkowitym zastąpieniu jednego modelu drugim.

ETF-y bardzo dobrze sprawdzają się jako fundament długoterminowego portfela. Z kolei aktywne zarządzanie nadal może mieć przewagę w bardziej wyspecjalizowanych segmentach rynku.

Jednocześnie rozwój ETF-ów zwiększa presję kosztową na fundusze aktywnie zarządzane. Inwestorzy coraz częściej pytają nie tylko o wyniki, ale również o to, za co dokładnie płacą i jaka jest wartość dodana zarządzającego.

Warto też zauważyć, że rynek ETF ewoluuje. Znaczną część nowych ETF-ów pojawiających się obecnie na rynku stanowią fundusze aktywnie zarządzane. W praktyce oznacza to, że aktywne zarządzanie nie znika, lecz coraz częściej zmienia formę dystrybucji i opakowanie produktu inwestycyjnego.

Możliwe więc, że w kolejnych latach największą konkurencją dla tradycyjnych funduszy aktywnie zarządzanych nie będą klasyczne ETF-y indeksowe, lecz właśnie te aktywnie zarządzane, które łączą elastyczność obrotu giełdowego z profesjonalnym zarządzaniem portfelem.

Jakie są dziś największe wyzwania związane z rozwojem ETF-ów? Największym wyzwaniem pozostaje edukacja inwestorów.

ETF-y upraszczają dostęp do rynku, ale nie eliminują ryzyka inwestycyjnego. Ryzyko zależy od aktywów znajdujących się w portfelu funduszu oraz strategii, którą realizuje.

Sukces ETF-ów może czasami tworzyć złudne poczucie bezpieczeństwa. Tymczasem nawet najlepszy produkt może zostać wykorzystany niewłaściwie, jeśli inwestor nie rozumie jego konstrukcji.

Dlatego coraz większego znaczenia nabiera nie sam dostęp do instrumentów, ale umiejętność ich właściwej selekcji i wykorzystania w portfelu.

Jaką rolę ETF-y mogą odegrać w rozwoju polskiego rynku kapitałowego?

ETF-y mogą przyciągać nowych inwestorów, obniżyć barierę wejścia na rynek i wspierać rozwój długoterminowego inwestowania.

Coraz większą popularność obserwujemy również w przypadku rachunków IKE i IKZE, gdzie ETF-y bardzo dobrze wpisują się w ideę systematycznego budowania kapitału emerytalnego.

Jeśli dodatkowo pojawią się rozwiązania wspierające długoterminowe inwestowanie, jak planowane OKI, może to być kolejny impuls dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Połączenie ulg podatkowych z regularnym inwestowaniem w ETF-y dobrze wpisuje się w budowanie prywatnego kapitału emerytalnego, co coraz wyraźniej obserwujemy wśród naszych klientów

Warto też zwrócić uwagę na istotny proces legislacyjny dotyczący rynku ETF-ów w Polsce. Obecnie trwają prace nad zmianami przepisów, które mają umożliwić tworzenie krajowych ETF-ów w formule UCITS, czyli w standardzie powszechnie stosowanym na rozwiniętych rynkach europejskich. Taka zmiana mogłaby zwiększyć rozpoznawalność i atrakcyjność polskich ETF-ów również wśród inwestorów zagranicznych. Z punktu widzenia rynku kluczowe znaczenie miałby związany z tym napływ kapitału, przekładający się na wzrost aktywów funduszy. Efekt skali sprzyja obniżaniu kosztów i poprawie efektywności produktów inwestycyjnych. W efekcie korzyści z rozwoju rynku mogliby odczuć zarówno emitenci funduszy, jak i ich uczestnicy.

Jak będzie wyglądał rynek ETF-ów za kilka lat?

Znaczenie ETF-ów będzie nadal rosło.

Z jednej strony będziemy obserwować dalszy rozwój prostych, szeroko zdywersyfikowanych funduszy indeksowych wykorzystywanych do długoterminowego budowania majątku.

Z drugiej strony będzie przybywać produktów coraz bardziej wyspecjalizowanych, sektorowych i tematycznych.

Największym wyzwaniem rynku ETF nie będzie ich dostępność. Będzie nim umiejętność odróżnienia prostych, długoterminowych rozwiązań od coraz bardziej złożonych strategii inwestycyjnych ukrytych pod tą samą etykietą ETF.

ETF-y nie są chwilową modą. Są elementem trwałej zmiany sposobu inwestowania. Jednocześnie inwestorzy muszą pamiętać, że nie każdy ETF jest taki sam — i właśnie dlatego świadomy wybór produktu staje się dziś ważniejszy niż kiedykolwiek wcześniej.



Nowy pakiet AML UE z perspektywy rynku kapitałowego.

Piotr Falarz, Counsel w zespole White Collar Crime, Investigations and Compliance, DLA Piper



Test gotowości organizacyjnej dla firm inwestycyjnych i domów maklerskich

Dla domów maklerskich i innych firm inwestycyjnych nowy pakiet AML UE nie oznacza wyłącznie kolejnej aktualizacji procedur. Rozporządzenie (UE) 2024/1624 („**AMLR**”) oraz Dyrektywa 2024/1640 („**AMLD6**”) wyznaczają nowy model odpowiedzialności zarządczej, w którym system AML/CFT ma być spójny z profilem ryzyka, skalą działalności i rzeczywistym sposobem świadczenia usług na rynku kapitałowym. W praktyce chodzi nie tylko o zgodność formalną, lecz także o zdolność wykazania przed organami nadzoru, że mechanizmy kontroli, eskalacji, raportowania i szkoleń działają skutecznie w codziennej działalności firmy inwestycyjnej.

Z perspektywy rynku kapitałowego szczególnie istotne jest to, że nowe regulacje wzmacniają odpowiedzialność kadry zarządzającej i wymagają lepszego umocowania funkcji compliance. Dla domów maklerskich, które już dziś funkcjonują w gęstym otoczeniu regulacyjnym obejmującym m.in. MiFID, wymogi organizacyjne, obowiązki wobec klientów i nadzór KNF, AMLR będzie kolejnym obszarem, w którym nie wystarczy poprawna dokumentacja – potrzebna będzie spójność procesów, jasny

podział odpowiedzialności i zdolność wykazania, że system działa w praktyce.

W przypadku firm inwestycyjnych oznacza to konieczność ponownego spojrzenia na cały łańcuch obowiązków AML/CFT: od onboardingu klienta i oceny ryzyka, przez monitoring relacji i transakcji, po zasady eskalacji, raportowania do GILF, współpracę z agentami oraz nadzór nad outsourcingiem i rozwiązaniami technologicznymi wspierającymi procesy zgodności.

Dla kadry zarządzającej oznacza to potrzebę budowy kultury zgodności, w której polityki i procedury są realnym narzędziem działania, a nie wyłącznie formalnym obowiązkiem. Niezbędne jest także powiązanie oceny ryzyka z planem kontroli, pomiarem efektywności i cyklem usprawnień, tak aby decyzje zarządcze opierały się na aktualnych danych i miernikach.

Zarząd i nadzór nad systemem AML/CFT

Zgodnie z art. 11 ust. 1 AMLR podmiot zobowiązany powinien wyznaczyć członka organu zarządzającego odpowiedzialnego za zapewnienie zgodności z AMLR, rozporządzeniem (UE) 2023/1113 dotyczącym informacji towarzyszących transferom środków pieniężnych i niektórych kryptoaktywów oraz aktami administracyjnymi właściwych organów nadzoru. W realiach firm inwestycyjnych oznacza to wyraźne przypisanie odpowiedzialności zarządczej za funkcjonowanie systemu AML/CFT, a nie jedynie nadzór formalny nad dokumentacją. Osoba ta odpowiada za dostosowanie strategii, procedur i mechanizmów kontrolnych do profilu ryzyka podmiotu, ich wdrożenie oraz zapewnienie odpowiednich zasobów ludzkich, technologicznych i organizacyjnych. Powinna także otrzymywać informacje o istotnych nieprawidłowościach, słabościach procesu i zdarzeniach wymagających reakcji na poziomie kierowniczym.

Jeżeli organ zarządzający pełniący funkcję zarządczą działa kolegialnie, kierownik ds. zapewniania zgodności wspiera go, doradza mu i przygotowuje decyzje w obszarze AML/CFT.

Compliance w praktyce domu maklerskiego

Podmioty zobowiązane powinny również wyznaczyć pracownika ds. zgodności zajmującego odpowiednio wysoką pozycję w hierarchii organizacyjnej. W domu maklerskim oznacza to funkcję, która nie ogranicza się do administrowania procedurami, ale obejmuje realny wpływ na ocenę ryzyka, mechanizmy kontrolne, procesy eskalacyjne, relacje z organami oraz zgłaszanie transakcji podejrzanych zgodnie z art. 69 ust. 6 AMLR.

Jeżeli uzasadniają to wielkość podmiotu i niski poziom ryzyka, podmiot należący do grupy może wyznaczyć na tę funkcję osobę pełniącą ją w innym podmiocie z tej samej grupy.

Pracownik ds. zgodności powinien korzystać z odpowiednich uprawnień i ochrony, w szczególności:

- może zostać odwołany wyłącznie po uprzednim powiadomieniu organu zarządzającego w ramach jego funkcji zarządczej,
- powinien być chroniony przed odwetem, dyskryminacją i innym niesprawiedliwym traktowaniem, a jego decyzje nie powinny podlegać nadmiernemu wpływowi interesów handlowych podmiotu,
- powinien mieć prawo do bezpośredniego, niezależnego raportowania organowi zarządzającemu w ramach jego funkcji zarządczej, a jeżeli istnieje także organ nadzorczy – również temu organowi.

Dla firm inwestycyjnych kluczowe będzie zapewnienie, aby funkcja compliance dysponowała nie tylko odpowiednim umocowaniem formalnym, lecz także realnymi zasobami: personelem, dostępem do danych, technologią i możliwością niezależnego raportowania do zarządu oraz – tam gdzie to właściwe – do organu nadzorczego. Bez tego trudno będzie wykazać skuteczność systemu AML/CFT w środowisku o wysokiej intensywności operacyjnej.

AMLR dopuszcza również, aby kierownika ds. zgodności i pracownika ds. zgodności pełniła ta sama osoba, jeżeli uzasadniają to charakter, poziom ryzyka, złożoność i wielkość działalności podmiotu zobowiązanego.

Szkolenia i świadomość ryzyka

Nowe regulacje wzmacniają także znaczenie szkoleń. W przypadku domów maklerskich nie chodzi wyłącznie o cykliczne spełnienie obowiązku szkoleniowego, lecz o zbudowanie praktycznej świadomości ryzyka po stronie osób uczestniczących w onboardingu klienta, obsłudze relacji, monitoringu transakcji, sprzedaży produktów inwestycyjnych czy współpracy z agentami i partnerami zewnętrznymi.

Programy szkoleniowe powinny być ciągłe, dostosowane do funkcji i poziomu ryzyka oraz odpowiednio udokumentowane. Ich celem powinno być nie tylko przekazanie wiedzy o przepisach, lecz także przygotowanie pracowników do rozpoznawania sygnałów ostrzegawczych, właściwej eskalacji i podejmowania decyzji zgodnych z procedurami w sytuacjach podwyższonego ryzyka. Szczególny nacisk należy położyć na szkolenia praktyczne, oparte na realnych scenariuszach i case studies, które odzwierciedlają specyfikę działalności domu maklerskiego oraz rzeczywiste ryzyka występujące w relacjach z klientami i partnerami zewnętrznymi. Dotyczy to także – a być może przede

wszystkim – członków zarządu i kadry kierowniczej odpowiedzialnych za system AML/CFT, ponieważ to na nich spoczywa odpowiedzialność za zapewnienie adekwatności, skuteczności i właściwego umocowania tego systemu w organizacji.

W przypadku kadry kierowniczej wyższego szczebla niektórych podmiotów zobowiązanych oraz członków organu zarządzającego odpowiedzialnych za zgodność AML/CFT szkolenia będą musiały być prowadzone przez podmioty zewnętrzne, co ma zapewnić ich bezstronność i rzetelność.

Weryfikacja kadry i wymogi reputacyjne

Istotnym uzupełnieniem unijnego reżimu AML/CFT są również rozwiązania przewidziane w art. 6 dyrektywy AMLD6, które pozwalają organom nadzoru weryfikować, czy członkowie kadry kierowniczej wyższego szczebla oraz beneficjenci rzeczywiście wybranych podmiotów zobowiązanych dają rękojmię uczciwego, rzetelnego i kompetentnego wykonywania swoich funkcji. To sygnał, że wymogi AML/CFT będą coraz silniej łączone z oceną ładu organizacyjnego i jakości zarządzania.

W polskich realiach do podmiotów świadczących usługi powiernicze lub na rzecz spółek należą m.in. podmioty oferujące tworzenie osób prawnych, organizowanie pełnienia funkcji członka zarządu, zapewnianie siedziby lub adresu do korespondencji, pełnienie funkcji powiernika trustu oraz wykonywanie praw z akcji na rzecz innych podmiotów.

Państwa członkowskie powinny zapewnić organom nadzoru uprawnienia do żądania usunięcia z kadry kierowniczej osób skazanych za pranie pieniędzy, przestępstwa źródłowe lub finansowanie terroryzmu, a także do usuwania lub czasowego zakazywania pełnienia funkcji osobom, które nie spełniają wymogów nieposzlakowanej opinii, uczciwości, rzetelności lub odpowiedniego doświadczenia.

Podsumowanie

Dla rynku kapitałowego nowy pakiet AML UE jest przede wszystkim testem dojrzałości organizacyjnej. Domy maklerskie i firmy inwestycyjne będą musiały wykazać nie tylko, że mają procedury, lecz także że potrafią skutecznie zarządzać ryzykiem AML/CFT w środowisku opartym na wielu kanałach kontaktu z klientem, złożonych relacjach biznesowych, technologii i presji regulacyjnej. Dlatego przygotowania do stosowania AMLR warto traktować nie jako projekt wyłącznie prawny, ale jako element szerszego porządkowania odpowiedzialności zarządu, roli compliance i jakości procesów kontrolnych w organizacji.



Standard obsługi klienta detalicznego – wymogi prawne, komunikacja i nadzór.

Mikołaj Górny, Prawnik, Dział Prawa Rynku Kapitałowego, Sadkowski i Wspólnicy Sp. k.



6 maja 2026 r. prawnicy Kancelarii Sadkowski i Wspólnicy przeprowadzili dla członków Izby Domów Maklerskich szkolenie pt. „Standard obsługi klienta detalicznego – wymogi prawne, komunikacja i nadzór”.

Spotkanie było poświęcone praktycznym zasadom współpracy z klientem detalicznym na kolejnych etapach relacji z firmą inwestycyjną – od zarządzania produktowego i strategii dystrybucji, przez marketing oraz onboarding klienta, po monitorowanie relacji gospodarczych.

Omówiono także znaczenie ochrony danych osobowych w systemie zgodności, rolę kontroli wewnętrznej oraz praktyczne aspekty zarządzania konfliktami interesów. Osobną część poświęcono kompetencjom personelu odpowiedzialnego za bieżącą obsługę klienta oraz politykom wynagrodzeń.

W trakcie szkolenia wskazano na różne rodzaje ryzyka związane z nieprawidłową obsługą klienta. Przykładów dostarczyła praktyka polskiego rynku finansowego, w tym komunikaty i stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego, a także doświadczenia procesowe prawników Kancelarii. Podkreślono, że nieprawidłowe zarządzanie produktem oraz zbyt wąski zakres badania adekwatności usług i instrumentów finansowych należą do częstych przyczyn odpowiedzialności administracyjnej firm inwestycyjnych.

Zasady zarządzania produktowego omówiono zgodnie z wytycznymi ESMA. Szczególną uwagę zwrócono na konieczność

dostosowania grupy docelowej i strategii dystrybucji do charakteru danego instrumentu finansowego. Im bardziej złożony i ryzykowny jest produkt, tym ściślejsze wymogi muszą spełniać zarówno jego producenci, jak i dystrybutorzy. Ważnym wątkiem praktycznym była również konieczność bieżącego pozyskiwania danych o klientach, pozwalających ocenić prawidłowość przyjętej strategii dystrybucji.

W marketingu firm inwestycyjnych kluczowe znaczenie mają jasność, rzetelność i zrównoważony charakter przekazu. Już od pierwszego kontaktu z klientem firma inwestycyjna powinna umożliwiać mu podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej, wyraźnie identyfikując produkt oraz opisując związane z nim ryzyka. W trakcie szkolenia omówiono także zasady współpracy z agentami oraz partnerami marketingowymi, zwracając uwagę na najważniejsze zagrożenia mogące pojawić się w tych relacjach.

Część dotycząca testów odpowiedniości i adekwatności została wzbogacona o najnowsze propozycje KNF dotyczące zmian w przepisach ustawowych odnoszących się do nieskomplikowanych instrumentów finansowych. Proponowane uproszczenie procesu może przyczynić się do skuteczniejszej dystrybucji wartościowych produktów, a w dłuższej perspektywie – do wzmocnienia roli rynku kapitałowego w absorpcji oszczędności polskich gospodarstw domowych.

Osobną część szkolenia poświęcono dokumentacji przekazywanej klientowi w ramach pakietu nowego klienta. Zwrócono uwagę na rozbudowane obowiązki informacyjne, których rzetelne wykonanie wymaga od firm inwestycyjnych znaczących nakładów pracy. Regulaminy usług maklerskich, informacje o kosztach i opłatach, informacje o firmie oraz jej produktach mają istotne znaczenie dla porównywalności ofert. Jednocześnie w praktyce mogą być dla klienta nieprzejrzyste i prowadzić do przeciężenia informacją.

Rozpatrując reklamacje klientów, firmy inwestycyjne powinny mieć świadomość istotnej wagi tego zagadnienia zarówno w relacji z nadzorcą, jak i z samym klientem. Reklamacje klientów są cennym źródłem informacji dla działu compliance i powinny być brane pod uwagę w procesie oceny ryzyka na potrzeby sporządzania planów kontroli. Terminowe, rzetelne udzielanie odpowiedzi na skargi jest nie tylko wymogiem prawnym, ale także pomaga budować trwałe zaufanie i często pozwala uniknąć sporu sądowego z klientem.

W części poświęconej monitorowaniu relacji z klientem zwrócono uwagę na przepisy dotyczące przeciwdziałania nadużyciom na rynku, praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu. Wykrywanie manipulacji, wykorzystania informacji poufnych oraz transakcji podejrzanych wymaga odpowiednich zasad organizacyjnych, kompetentnego personelu i właściwie dobranych narzędzi technologicznych.

SZKOLENIE IDM: Standard obsługi klienta detalicznego – wymogi prawne, komunikacja i nadzór.

W obszarach STOR oraz STR/SAR szczególne znaczenie ma zdolność firmy do gromadzenia i analizowania dużych wolumenów danych wysokiej jakości.

W ramach szkolenia omówiono również zarządzanie konfliktami interesów, polityki wynagrodzeń, kompetencje personelu oraz

zasady kontroli wewnętrznej. Zwrócono uwagę zarówno na podstawowe wymogi prawne, jak i ich praktyczne konsekwencje. W ocenie Kancelarii podręczniki dla pracowników, w tym skrócone checklisty compliance, mogą być cennym narzędziem ułatwiającym dostosowanie codziennej praktyki w relacjach z klientami do rozbudowanych procedur wewnętrznych.



Kobiety rynku kapitałowego. Wywiad z Iwoną Ustach, Wiceprezes Zarządu, Noble Securities S.A.



Czy rynek kapitałowy to przypadek w Pani życiu zawodowym czy element planu na rozwój zawodowy? Jak to się zaczęło?

Na rynek kapitałowy przywiodła mnie ciekawość i chęć odkrywania tego co nowe. Co prawda, nie wierzyłam, że ja, z wykształcenia humanistka, podołam pytaniom testowym egzaminu maklerskiego. Jednak udało się i już wiele lat, bo od 1997 roku jestem maklerką papierów wartościowych! A potem to już życie napisało scenariusza a ja przyjmowałam kolejne role – te, które wydawały się ciekawe. Na swej drodze maklerskiej spotkałam wielu wspaniałych ludzi. Krok po kroku budowałam swoje zawodowe doświadczenia a dziś w Noble Securities odpowiadam za rynek kapitałowy i rynek energii.

Co pomaga kobietom na rynku kapitałowym a co utrudnia ich rozwój w branży?

Stereotypy, stereotypy. Nadal stereotypy przeszkadzają nam w tej branży. Wiadomo, że finanse to męska sprawa. Pieniądze w domu zarabia i trzyma tata czy mąż. Dlatego wciąż wiele osób patrzy na kobiety w tym biznesie przez pryzmat swoich doświadczeń prywatnych. Z tego samego powodu widzimy mało kobiet, które decydują się na aktywne inwestowanie na rynku kapitałowym. A szkoda, bo kobiety wnoszą inne postrzeżenie rzeczywistości. Kobiety dziś mają większą swobodę w budowaniu swojej kariery, rozwijaniu swoich kompetencji, ponieważ choć stereotypy wciąż nas ograniczają, zmiana napiera na wszystkich. I dobrze...

Czy zmienia się podejście do kobiet w finansach? Pani osobiste obserwacje z rynku? Czy trzeba wspierać kobiety na rynku czy wystarczy nie przeszkadzać?

Podejście do kobiet oczywiście się zmienia, ale wciąż zdarza się jeszcze usłyszeć: niech mnie pani połączy do jakiegoś maklera męzczyzny. Jest nas nadal na rynku kapitałowym bardzo niewiele a im wyższe szczeble kariery, tym ten procent spada. Dlatego zawsze trzeba nas wspierać. Ale wspierać mądrze. Dawać wędkę, a nie rybę.

Pani podejście do dyrektywy Women on Boards? Słuszna droga czy nadmiarowa regulacja?

Przykro, że w XXI wieku różnorodność w zarządach i radach nadzorczych musiała zostać wymuszona dyrektywą. Jednak dobrze, że została wdrożona, bo daje szansę zdolnym i ambitnym kobietom, aby ich ścieżki kariery nabierały tempa. Stwarza to im przestrzeń do dalszego rozwoju, którą normalnie zapewne też by przejęły, ale w dłuższym czasie – bo stereotypy wydłużają kobiecą ścieżkę kariery. Niestety są też negatywne i krzywdzące następstwa wdrożenia dyrektywy Women on Boards. Zdarza się słyszeć negatywne opinie umniejszające sukcesy kobiet na stanowiskach. Na przykład, że postępowanie rekrutacyjne wygrała kobieta, bo jest kobietą więc parytety muszą się zgadzać. Zdecydowanie potępiam takie oceny kompetencji kobiet-menedżerek.

Czy i kiedy rynek kapitałowy będzie kobietą? Czy dyrektywa to początek realnej zmiany?

Dyrektywa to początek realnej zmiany, niezależnie od tego, jak to dziś krytyczni do niej oceniają. Dyrektywą stwarzamy przestrzeń... a dalej kobiety zasiedlą tę przestrzeń.

Jakie widzi Pani wyzwania i korzyści z wdrożenia dyrektywy?

Jako osoba niecierpiąca porażek (uśmiešek) chciałabym, aby kobiety powołane na kluczowe stanowiska, pokazały w swoich organizacjach, że to ich wiedza i kompetencje zadecydowały o wyborze na stanowiska. Jako też osoba, która ciągle czegoś się uczy, chciałabym widzieć kobiety, które rozwijają swoje kompetencje, pomimo osiągniętych już sukcesów, stając się wzorem i inspiracją dla młodszego pokolenia.

Jak widzi Pani wyzwania, przed którymi stoi dziś rynek kapitałowy?

W mojej ocenie najważniejsze jest umiejętne dostosowanie się do zmian wynikających z unijnej regulacji - Unii Rynków Kapitałowych tak, abyśmy mogli ochronić nasz lokalny parkiet przed marginalizacją. Wierzę, że zarówno Ministerstwo Finansów jak i Giełda Papierów Wartościowych, a także organizacje branżowe, takie jak Izba Domów Maklerskich dokładają starań, aby zachować warunki dla rozwoju lokalnego rynku kapitałowego w Polsce. Bo on tu jest nam potrzebny.

Marzę też o umiarkowanej liberalizacji mocno przeregulowanej działalności domów maklerskich, z zachowaniem ochrony klientów, ale też domów maklerskich.

Jak widzi Pani swoją rolę w branży i zmianach na rynku? Jakie cele zawodowe stawia sobie Pani w instytucji, którą Pani reprezentuje?

Świetnie się czuję tu, gdzie jestem. I nie chciałabym, aby to uległo zmianie (uśmiešek).

W Noble Securities pracuję w obszarze rynku kapitałowego – tu mamy wdrożenie WATS'a, nowe produkty inwestycyjne i wiele innych zadań na najbliższe miesiące. Drugim obszarem mojej działalności jest rynek energii, a tu się dzieje równie dużo – jesteśmy częścią europejskiego rynku i nieustannie trzeba się do niego dostosowywać.

Trampki na giełdzie – misja zmiany finansowej przyszłości Polski.

Izabela Kozakiewicz, CEO, Fundacja Trampki Na Giełdzie

Wyobraź sobie, że lekcje o oszczędzaniu, inwestowaniu i świadomym zarządzaniu pieniędzmi nie odbywają się na studiach ekonomicznych, lecz już w ławce szkolnej – prowadzone przez praktyków rynku finansowego. Taki właśnie model edukacji realizuje Fundacja Trampki na giełdzie, ogólnopolska inicjatywa, która od kilku lat systematycznie zmienia sposób, w jaki młode pokolenie myśli o pieniądzu.

Kim są i co robią?

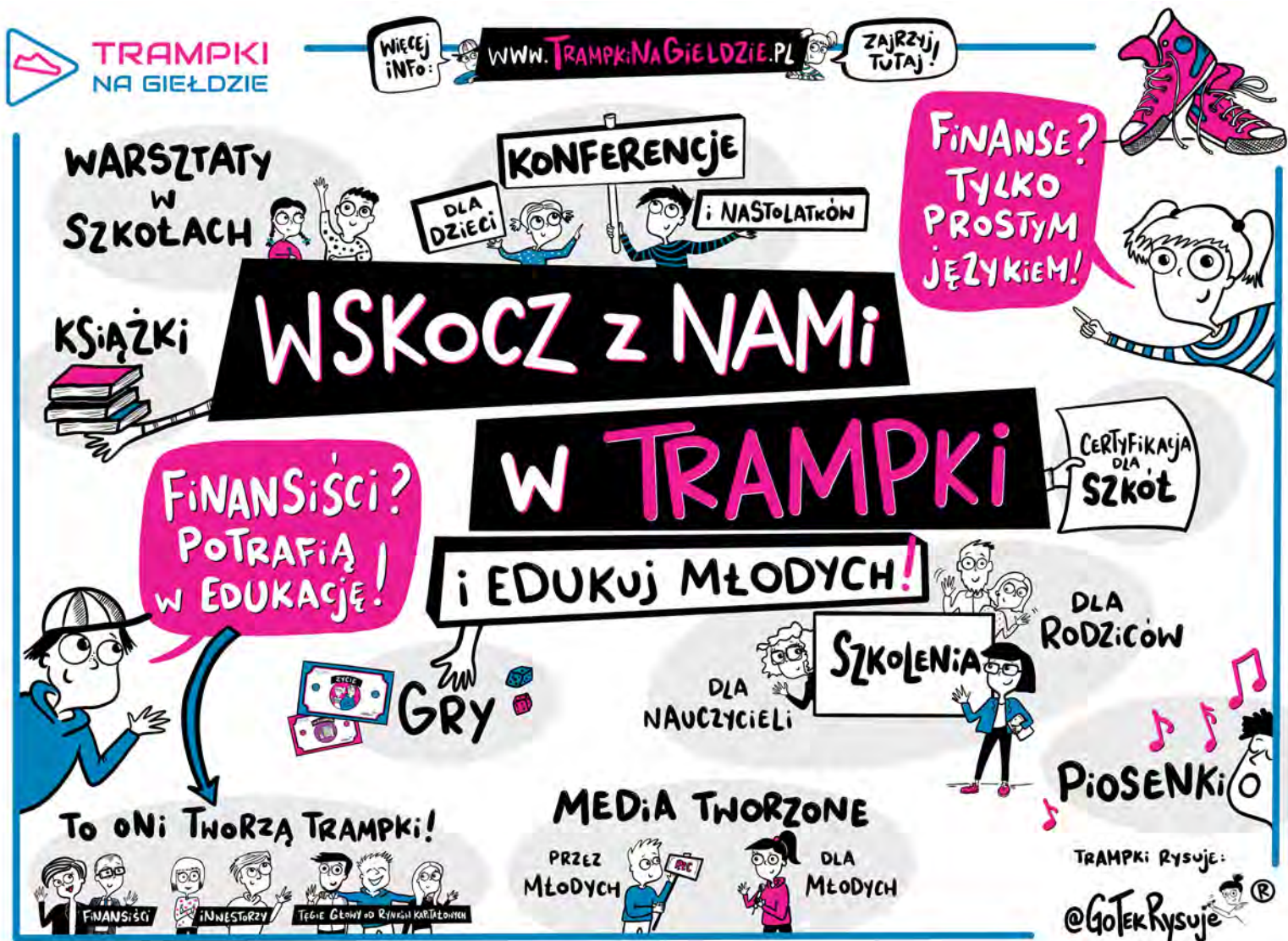
Fundacja Trampki na giełdzie to projekt stworzony przez finansistów, którzy postanowili wyjść poza mury biur i sal konferencyjnych, by dotrzeć tam, gdzie naprawdę można zmienić przyszłość – do szkół i domów rodzinnych. Program adresowany jest do szerokiego kręgu odbiorców: uczniów klas 1-8 szkół podstawowych, uczniów szkół ponadpodstawowych, nauczycieli, studentów oraz rodziców. To przemyślane podejście: edukacja finansowa ma sens tylko wtedy, gdy obejmuje całe środowisko wychowawcze dziecka. W strukturach Trampki działa ponad 120 Mentorów – aktywnych

finansistów, którzy dzielą się wiedzą nie tylko teoretyczną, ale przede wszystkim praktyczną. Inicjatywę wspiera ponad 80 instytucji sektora finansowego i mediów, co nadaje jej ogólnopolski charakter i wiarygodność.

Trampki prowadzą również autorski przedmiot dla studentów Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego, w ramach którego studenci pod okiem finansistów tworzą i testują w praktyce własne pomysły na formaty edukacyjne dla nastolatków. Fundacja rozwija również LABolatorium, czyli własny pion badań nad postawami finansowymi nastolatków i rodziców.

Skala, która robi wrażenie

W liczbach działalność Fundacji prezentuje się imponująco. Do dziś w jej programach i inicjatywach uczestniczyło ponad 36 000 osób. Warsztaty stacjonarne odbyły się w ponad 1 000 klasach w całej Polsce, a od 2022 roku zorganizowano już 26 konferencji ogólnopolskich – wydarzeń przyciągających każdorazowo od 150 do 250



TRAMPKI NA GIEŁDZIE

WIECEJ INFO: WWW.TRAMPKINAGIEDLZIE.PL ZAJRZYJ TUTAJ!

WARSZTATY W SZKOŁACH

KONFERENCJE DLA DZIECI i NASTOLATKÓW

FINANSE? TYLKO PROSTYM JĘZYKIEM!

KSIAŻKI

WSKOCZ z NAMi

FINANSIŚCI? POTRAFIĄ W EDUKACJĘ!

W TRAMPKI

CERTYFIKACJA DLA SZKÓŁ

i EDUKUJ MŁODYCH!

DLA RODZICÓW

DLA NAUCZYCIELI

SZKOLENIA

GRY

PIOSENKI

TO ONI TWORZĄ TRAMPKI!

MEDIA TWORZONE PRZEZ MŁODYCH DLA MŁODYCH

FINANSIŚCI INWESTORZY TĘGIE GŁOWY OD RINGI I KARTELOHEK

TRAMPKI RYSUJE: @GOTEKRYSUJE

EDUKACJA FINANSOWA: Trampki na giełdzie – misja zmiany finansowej przyszłości Polski.

młodych uczestników w największych polskich miastach: Warszawie, Krakowie, Wrocławiu, Poznaniu czy Gdańsku.

Fundacja wypracowała ponad 500 rodzajów materiałów edukacyjnych – od kart pracy, przez książki wydawane z PWN oraz wydawnictwem Fenek, gry planszowe, po piosenki i animacje. Certyfikację Tramppek uzyskało dotąd ponad 80 nauczycieli i ponad 60 placówek szkolnych, co świadczy o rosnącym uznaniu środowiska pedagogicznego dla jakości oferowanych programów.

Rok 2026 przynosi wzrost skali działania. Trampki rozpoczynają trzyletni kompleksowy program edukacyjny GreenFin dla uczniów szkół rolniczych w całej Polsce, wspierając w sposób ciągły uczniów 300 klas w zgłębianiu wiedzy na temat finansów osobistych, finansów przedsiębiorstw i rozwoju pozycji konkurencyjnej firm rodzinnych sektora rolnego.

Flagowe działania – edukacja na wielu frontach

Pierwsza konferencja Fundacji odbyła się w symbolicznym miejscu – w Sali Notowań Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Od tamtej pory cykl wydarzeń ogólnopolskich niezmiennie nawiązuje do przestrzeni GPW, nadając spotkaniom wyjątkowy klimat i autentyczny kontekst rynkowy. Uczestnicy zdobywają wiedzę z zakresu zarządzania finansami osobistymi, inwestowania w różne klasy aktywów oraz świadomego podejmowania decyzji finansowych.

Warsztaty prowadzone są w kameralnych grupach liczących około 25 osób, co pozwala na głęboki, interaktywny kontakt z wiedzą i ekspertami. W intensywnych sezonach Fundacja realizuje nawet 400 stacjonarnych warsztatów, dotykając niemal każdego zakątka kraju.

Osobną propozycją są kursy dla rodziców – dostępne zarówno online, jak i stacjonarnie. Obejmują takie moduły jak praktyczna edukacja finansowa dzieci, zarządzanie budżetem domowym z myślą o przyszłości potomków, inwestowanie długoterminowe oraz cyberbezpieczeństwo i edukacja cyfrowa. To odpowiedź na realne potrzeby współczesnych rodzin, które coraz częściej muszą poruszać się w skomplikowanym świecie finansów i technologii.

Unikalnym elementem działań Fundacji jest angażowanie samej młodzieży w tworzenie treści edukacyjnych w ramach projektu „Finanse bez filtrów”. Na kanale YouTube Fundacji dostępnych jest ponad 100 wywiadów prowadzonych przez młodych z ekspertami rynku finansowego, nauki i biznesu – w tym rektorami czołowych uczelni i liderami sektora finansowego. To nie tylko wiedza przekazywana „z góry”, lecz dialog między pokoleniami.

Co mówią liczby? Wyniki raportu „Finanse oczami nastolatków 2025”

Flagową publikacją badawczą Fundacji jest raport „Finanse oczami nastolatków – edycja 2025”, przygotowany na podstawie ponad 2 500 ankiet wypełnionych przez młodzież w wieku 11-19 lat z całej Polski (badanie przeprowadzono od września do grudnia 2025 roku). Wyniki są zarówno zatrważające, jak i napawające optymizmem.

Z jednej strony widać wyraźnie, że wiedza nastolatków o finansach rzadko przekłada się na realne działanie. Przed udziałem w programie edukacyjnym zaledwie 47% młodych deklarowało, że potrafi

oszczędzać, a tylko 57% twierdziło, że jest w stanie powstrzymać się od impulsywnych zakupów. Innymi słowy – większość nastolatków rozumie, że oszczędzać warto, ale nie czuje się wystarczająco kompetentna, by to robić.

Z drugiej strony, raport dostarcza mocnych argumentów za tym, że systematyczna edukacja działa. Po udziale w warsztatach i czterytygodniowej pracy z Kalendarzem Finansowym Nastolatka wyniki zmieniły się znacząco: przekonanie, że warto oszczędzać, wzrosło do 85% uczestników, odsetek deklarujących realną umiejętność oszczędzania skoczył o 32%, a zdolność do kontrolowania wydatków o 17%. To konkretny, mierzalny dowód na to, że dobrze zaprojektowana edukacja finansowa może w ciągu zaledwie kilku tygodni zmienić postawy i nawyki finansowe młodych ludzi.

Badania, partnerstwa i instytucjonalne zakorzenienie

Fundacja nie poprzestaje na działaniach edukacyjnych - w ramach LABatorium prowadzi również systematyczne badania kompetencji finansowych młodego pokolenia. Raporty „Finanse oczami GenZ” (2023), „Junior w świecie nowoczesnych technologii finansowych” (2024) oraz „Finanse oczami nastolatków” (2025) dostarczają twardych danych, które stają się podstawą projektowania kolejnych programów.

Na poziomie instytucjonalnym Fundacja zrealizowała projekty finansowane przez Ministerstwo Edukacji Narodowej, Urząd Miasta Stołecznego Warszawy, a także ogólnopolski program GreenFin dla szkół rolniczych finansowany przez duńską Villum Fonden. Jest również współinicjatorem Krajowego Centrum Edukacji Ekonomicznej, powołanego w 2025 roku.

Działania Fundacji objęte są patronatem kluczowych instytucji rynku finansowego – Izby Domów Maklerskich, Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, GPW, Fundacji GPW, KDPW, CFA Society Poland czy Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. To dowód na to, że środowisko finansowe widzi w działaniach Tramppek realną wartość dla przyszłości polskiego rynku kapitałowego.

Dlaczego to ważne?

Kompetencje finansowe nie są darem wrodzonym – trzeba je rozwijać, najlepiej od najmłodszych lat. Fundacja Trampki na giełdzie udowadnia, że jest to możliwe na szeroką skalę, gdy za inicjatywą stoi pasja, wiedza i prawdziwe zaangażowanie praktyków. Ponad 36 000 uczestników, tysiąc przeprowadzonych warsztatów i rosnąca sieć certyfikowanych szkół to nie statystyki – to konkretne dzieci i młodzi ludzie, którzy już dziś uczą się myśleć o pieniądzu mądrze. A to inwestycja, która procentuje przez całe życie i wspiera rozwój gospodarczy naszego kraju.

Jak wskoczyć w Trampki?

Trampki prowadzą stały nabór Mentorów pracujących w sektorze finansowym oraz zapraszają instytucje finansowe do współpracy. Po więcej informacji zapraszamy na stronę www.trampkinagieldzie.pl, na nasze media społecznościowe oraz jesteśmy do dyspozycji pod mailem kontakt@trampkinagieldzie.pl.

Zapraszamy do współtworzenia absolutnie nietuzinkowej edukacji dla bezpieczniejszej finansowo przyszłości dzieci i nastolatków!

Akcja HumanBE – Dwie godziny dla rodziny!

Wywiad z **Zofią Dzik**, niezależną członkiem rad nadzorczych, strateg, Fundatorka i CEO Instytutu Humanites – Człowiek i Technologia



Akcja „HumanBE – Dwie Godziny dla Rodziny” to społeczna inicjatywa stworzona w 2012 roku przez Instytut Humanites – Człowiek i Technologia (Fundacja Humanites) w odpowiedzi na globalne wyzwania społeczne (w szczególności zjawisko samotności). Akcja HumanBE chce wzmacniać relacje międzyludzkie, więzi rodzinne i międzypokoleniowe oraz ogólny dobrostan człowieka – w pracy i w życiu prywatnym, jako fundament budowania zdrowego, odpornego i innowacyjnego społeczeństwa.

Do akcji dołączyły już tysiące firm, organizacje publicznych, prywatnych, a także samorządów z ponad 50 krajów świata, pokazując, że z Polski można i warto eksportować myśl społeczną opartą na relacjach, wartościach i humano-centricznym podejściu do innowacji.

Izba Domów Maklerskich zachęca swoich członków do udziału w akcji HumanBE – Dwie godziny dla Rodziny/dla Człowieka. Dziś zainteresowanie akcją jest bardzo duże, ale nie zawsze tak było. Co się zmieniło w ostatnich latach? A może kto się zmienił?

Tak rzeczywiście, skala naszej Akcji, stworzonej w Polsce, z myślą, aby w dobie rozwoju nowych technologii nie zgubić fundamentu naszego funkcjonowania jako ludzie i przeciwdziałać samotności i kryzysowi więzi przerasta nasze pierwotne wyobrażenia. Obejmuje ona już średnio co czwartą osobę pracującą w Polsce – poprzez

pracodawców biorących udział w Akcji i ich rodziny. Dołączyło do niej już więcej niż 4000 podmiotów, grup kapitałowych z Polski oraz ponad 50 krajów na świecie, na wszystkich kontynentach.

Samotność dotyka średnio co trzecią osobę w Europie, Stanach Zjednoczonych czy na Dalekim Wschodzie, a wśród młodych wręcz co drugą osobę. Dotyka nas w domu i w pracy. W pracy samotność przekłada się także na poczucie anonimowości, braku zauważenia, wpływu. Co w efekcie uderza w poczucie godności jako człowieka. Szczególnie dziś tego doświadczamy w dobie transformacji technologicznej i pracy zdalnej. Mówimy o tym od blisko dwóch dekad. Dlatego też z dużą satysfakcją przyjęliśmy ostatnią encyklikę Papieża „Magnifica Humanites” i cieszymy się, że jesteśmy od roku w korespondencji z Watykanem w tym temacie.

Jeśli chodzi o historię, to początki są zawsze trudne, zwłaszcza, że nasza akcja zmieniała pewien paradygmat dotyczący patrzenia na pracownika i sztywny podział pomiędzy życiem prywatnym i zawodowym i to na długo przed pandemią, bo Akcja została zapoczątkowana w 2012 roku.

Wtedy także globalnie już widoczne zjawisko postępującego kryzysu więzi i samotności, w Polsce było postrzegane jako odległy problem, który biorąc pod uwagę nasze silne wartości rodzinne nam nie zagraża. To był kolejny czynnik, który na początku wymagał również czasu i zobaczenia, że w tym zakresie, podobnie jak w zmianach demograficznych, szybko gonimy zachodnie kraje i kraje z Dalekiego Wschodu jak np. Japonię.

Stopniowe zmiany w podejściu widzieliśmy już przed pandemią. Firmy, zaczęły doświadczać zmiany pokoleniowej na rynku pracy. Zaczęły walczyć o przyciąganie i utrzymanie talentów.

A młodsze pokolenia, w środowisku pracy poszukują – poza kwestiami finansowymi – poczucia sensu oraz możliwości dobrego łączenia pracy z życiem prywatnym (work-life integration).

Pandemia dodatkowo pokazała stopień powiązania często sztucznie dzielonych światów życia prywatnego i zawodowego. Po pandemii i zmianie trybu pracy na hybrydowy, zdalny, wiele organizacji zaczęło w pełni odczuwać dezintegrację zespołów, rosnące osamotnienie ludzi często zatrudnianych i zwalnianych online. To nie buduje dobrej współpracy, która jest fundamentem rozwoju innowacyjnych firm i w efekcie innowacyjnej gospodarki. Nie wspominając już o tym, o czym mówią coraz liczniej przygotowywane raporty i badania na temat skutków społecznych i zdrowotnych pandemii samotności, że samotność jest postrzegana jako źródło wielu cywilizacyjnych chorób fizycznych i psychicznych.

Dlatego też nasza z pozoru wydająca się bardzo prosta akcja – ma w naszej ocenie wymiar meta gospodarczy. Bowiem w obszarze więzi społecznych – aby móc zaobserwować długoterminowy

Akcja HumanBE – Dwie godziny dla rodziny!

efekt makro w postaci wysokiej jakości kapitału ludzkiego, kapitału społecznego, który będzie podstawą naszej gospodarki i pozwoli nam jako Polsce dobrze wykorzystać szanse turbulencji geopolitycznych oraz zmian technologicznych, zmianę trzeba zacząć od poziomu mikro – człowiek – człowiek.

Akcja Dwie godziny dla Rodziny ma już wiele lat... Co ta akcja robiła w spółkach, jakie zmiany zachodziły? A może to był tylko listek figowy?

O to z pewnością warto byłoby zapytać same firmy, które biorą w niej udział. Z naszych analiz wynika, że firmy ewoluują w pojęciu i percepcji naszej Akcji. Niejednokrotnie zaczynają od prostego kroku, dołączenia do Akcji i podarowania swoim pracownikom dodatkowych, dwóch symbolicznych godzin wolnego.

Najczęściej jest to około 15 maja, na który to dzień przypada Międzynarodowy Dzień Rodzin. Nasza akcja przyczyniła się do tego, że wypromowaliśmy ten dzień, który manifestuje jedną z najważniejszych naszych wartości wskazywanych w wielu sondażach na świecie. Wokół tego dnia zbudowaliśmy też tradycję świętowania co roku z wykorzystaniem innego motywu przewodniego. W tym roku akcją towarzyszy hasło zgłoszone przez uczestników Akcji – Kultura łączy pokolenia. Ktoś może powiedzieć, że te dwie godziny niczego nie zmieniają. Dla nas to jest właśnie symbol uważności relacji. W dzisiejszym pędzie tak bardzo brakuje nam zatrzymania się i refleksji. To taki pierwszy mały krok. Firmy opowiadają nam potem, że zachęczone pozytywnym odbiorem pracowników z każdym kolejnym rokiem na bazie dostarczanych również przez Instytut inspiracji idą krok dalej – przygotowując szereg propozycji dla swoich pracowników inspirujących ich do kontaktów, bliższego poznania się nie tylko stanowisko – stanowisko i to ze szczególnym zwróceniem uwagi na relacje międzypokoleniowe.

Mamy wiele firm, które mówią, że te małe kroki sprawiły, że po raz pierwszy zdecydowały się zrobić pogłębione badania satysfakcji pracowników, że dokonały istotnych zmian w polityce personalnej, wspierając m.in. obszar integracji życia zawodowego i prywatnego, a czasem po raz pierwszy, na bazie inspiracji z naszej Akcji zatrudniły osobę typu people manager – przez lata zadawałając się jedynie stanowiskami z obszaru kadr i płac. Nasza Akcja doceniania jest także przez firmy z obszaru nowych technologii, obszaru usług, które często przodują w rankingach dobrych pracodawców. Wskazują oni, że Akcja wnosi dużo dobrej energii, zbliża ludzi z różnych obszarów organizacji, poprawia współpracę i poziom zaangażowania. Cieszy nas, że coraz więcej firm widzi także swój udział i misję w celu nadrzędnym akcji – w przeciwdziałaniu kryzysowi więzi i samotności. Firmy coraz mocniej widzą negatywny rozwój i negatywny wpływ tego czynnika na ich funkcjonowanie i chcą być bardzo świadomymi uczestnikami naszej Akcji – widząc

jej mocny związek także z filozofią ESG. Blisko 80% podmiotów deklaruje uwzględnienie Akcji HumanBE w swoich raportach zrównoważonego rozwoju.

Może jeszcze warto wspomnieć, że o skali i rozwoju Akcji świadczy fakt, że wiele organizacji na bazie naszej Akcji stworzyło własne, całoroczne programy – np. godziny dla rodziny, godziny dla zdrowia, etc. Sama Akcja, która pierwotnie miała swoją kumulację 15 maja – Międzynarodowego Dnia Rodzin, dziś ze względu na skalę działalności podmiotów, które dołączają do Akcji, rozciąga się komunikacyjnie i programowo na cały rok.

Rynek pracy się zmienia, niedawno mieliśmy rynek pracy pracownika, teraz na rynku pojawiają się pokolenia, dla których kultura „zapieprzu” jest nie do zaakceptowania? Może więc „tonący brzydko się chwyta” i popularność działań z obszaru ESG za chwilę zniknie z agendy HRów?

Zawsze jest ryzyko, że firmy potraktują takie działania jako listek figowy. W przypadku naszej Akcji mamy jednak bardzo mocny mechanizm weryfikacyjny – w postaci pracowników, którzy często są inicjatorami akcji w danym miejscu pracy. Oni też bardzo szybko demaskują wewnętrznie wszelkie niespójności.

Jak ewoluowało zrozumienie akcji Dwie godziny dla Rodziny na rynku? Czy masz poczucie, że ta akcja miała swój wkład w kształtowanie wrażliwości menedżerów?

Po 15 edycjach Akcji mam w pamięci wiele historii osób zarządzających, którzy byli zaskoczeni transformującym efektem naszej Akcji dla siebie i organizacji. Choć niejednokrotnie towarzyszył im na początku sceptycyzm. Przytaczają historię trudnych relacji między działami – których nie dało się przez lata zażegnać, a okazało się, że zmieniła to jedna edycja naszej Akcji, gdy osoby zarządzające tymi działami odkryły, że np. byli lata temu na tym samym historycznym koncercie Kory. I w magiczny sposób stworzyło to zupełnie inną płaszczyznę do rozwiązywania konfliktów – czyli do szukania rozwiązań.

Mamy też wiele osobistych historii osób z różnych poziomów organizacji, które dziękowały nam za obudzenie w nich wagi uważności, ciekawości drugiego człowieka, odkrycia wielu nigdy wcześniej nie usłyszanych historii swojej rodziny.

Nigdy nie chciałam tworzyć akcji dla samej akcji. Akcja powstała także z wykorzystaniem moich osobistych doświadczeń. Doceniania siły pytań, które stały się fundamentem naszej corocznej edycji Kart ASK ME, które pracodawcy mogą podarować swoim pracownikom i ich rodzinom, ale także wykorzystywać wewnętrznie do zacieśniania relacji między ludźmi. Dlatego cieszę się za każdym razem, gdy słyszę takie historie, że nasza Akcja zostawia w ludziach trwałe ślady, tak cenny w dzisiejszym pędzącym i coraz bardziej cyfrowym



Akcja HumanBE – Dwie godziny dla rodziny!

świecie, gdzie troska o bliskość, godność, jest kluczowym elementem dbałości o nasze człowieczeństwo, co mocno zostało zarysowane we wspomnianej wyżej encyklice Papieża Leone XIV.

Co ma wspólnego akcja Dwie godziny dla rodziny z inwestowaniem? Czy jest jakiś związek między dobrem rodziny, dobrem człowieka a inwestowaniem? Przecież takiej danej nie zaszyjesz we wskaźniki efektywności biznesu.

Inwestorzy wiedzą, że jest inwestowanie spekulacyjne i długoterminowe. Krótkoterminowo patrzymy na kapitał ludzki i jego zdolność do absorpcji dodatkowej presji, ale długoterminowo mamy oczekiwania jego rozwoju, uczenia się, współpracy, tworzenia innowacji.

Z tego względu samotność przestaje być wyłącznie problemem społecznym, a staje się jednym z kluczowych ryzyk gospodarczych. Ogranicza kreatywność, współpracę i zdolność firm do wdrażania innowacji. W naszym najnowszym badaniu Instytutu Humanites „Między samotnością a Innowacją – człowiek i gospodarka w świecie AI” prawie 70 proc. osób uważa, że samotność nie służy współpracy, a 60 proc. dostrzega jej negatywny wpływ na budowę innowacyjnej gospodarki. 90 proc. pilotażu AI kończy się niepowodzeniem, także ze względu na czynnik ludzki. Co piąty zatrudniony nie ma w pracy ani jednej bliskiej relacji.

Samotność jest nowym ryzykiem gospodarczym, ograniczającym kreatywność, współpracę i innowacyjność firm. Osłabienie więzi międzyludzkich wpływa na efektywność zespołów i tempo wzrostu gospodarczego. Badanie „Alone and Lonely. The Economic Cost of Solitude for Regions in Europe” pokazuje, że wysoki odsetek osób odczuwających samotność i mających nisko poziom kontaktów społecznych jest negatywnie skorelowany ze wzrostem PKB regionów.

Potwierdzają to także tegoroczne badania Gartnera, które zaliczają samotność w pracy do dziewięciu kluczowych wyzwań HR i klasyfikuje ją jako ryzyko biznesowe, a nie tylko „wyzwanie kultury dobrostanu”, którym należy zarządzać równie poważnie jak innymi ryzykami korporacyjnymi – jak utrata talentów czy cyberbezpieczeństwo.

Według raportu „Samotność zawodowa: gdy bliskim w pracy staje się AI” (Symetria / Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, 2025) aż **82 procent pracowników umysłowych** w Polsce doświadcza poczucia izolacji. Najsilniej skutki tego zjawiska odczuwają osoby poniżej 35. roku życia – grupa kluczowa dla sektora startupów i technologii (Raport *Polish Startups 2024*). Dla inwestorów i funduszy VC to wyraźny

sygnał, że **dobrostan i kapitał społeczny** powinny być uwzględniane jako element oceny ryzyka i przewagi konkurencyjnej.

Gallup (2025) wskazuje, że w dobie cyfryzacji, pracy zdalnej i sztucznej inteligencji postępuje z roku na rok spadek zaangażowania (21 proc.). **Największy 5 p.p. spadek wykazano w grupie młodych menadżerów do 35 roku życia**, którzy są szczególnie narażeni na izolację, co spowalnia tempo wprowadzania innowacji i ich efektywność.

Często w swoich wypowiedziach podkreślam, że samotność to cichy hamulec rozwoju. Pracuję ze startupami. Kiedy w zespołach brakuje zaufania i współpracy, nie rodzą się pomysły, a ludzie tracą energię do działania. Widać to dobrze, gdy porównujemy start-upową kulturę pracy w różnych częściach świata. Lepiej zacznijmy myśleć o inwestycji w kapitał społeczny jak o warunku trwałej przewagi gospodarczej Polski, a nie o dodatku do polityki personalnej.

Z tego też względu uważamy, że zainicjowany w Polsce projekt HumanBE – Dwie Godziny dla Rodziny/dla Człowieka, który stał się globalnym ruchem pokazuje, że relacje między ludźmi to dziś jeden z najważniejszych zasobów innowacyjnej gospodarki.

Jak powiedzieć inwestorom, że zysk to nie wszystko? I o jakim zysku mówimy?

Zysk nie jest celem, jest zwyczajnie koniecznością, aby firma mogła się rozwijać, inwestować, zatrudniać nowe osoby, dawać im możliwość pracy w ciekawym środowisku, stymulującego rozwój osobisty i zawodowy. Nadrzędną kwestią jest jednak w mojej ocenie pytanie o misję, cel istnienia danej firmy, danej organizacji. Pytanie o to, co przez niego chcemy wnieść do świata długoterminowo. Co dajemy swoim pracownikom, co otoczeniu, społeczeństwu? W jakim stopniu przyczyniamy się do świata, w którego życie bylibyśmy sobie dla siebie i swoich dzieci? Dla mnie miarą przywództwa jest nie tylko dbałość o wynik, co wydaje się oczywistością, ale sposób jego osiągnięcia,

Czy ESG po Omnibusie zniknie z agendy firm i instytucji?

Uważam, że nie zniknie, ale z pewnością widać, że bieżące zmiany geopolityczne, presja na ceny energii v. czas projektów infrastrukturalnych w obszarze np. energii odnawialnej czy energii jądrowej, wpływają na zmianę narracji firm, instytucji. W związku z powyższym krótkoterminowo będziemy obserwowali być może nawet regres, ale długoterminowo kierunek wydaje się oczywisty i wierzę, że pomimo halsowania – sam azymut zostanie utrzymany, z myślą o konkurencyjności, ale też przyszłych pokoleniach.

RELACJA: Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!

**KRRK'26**

25 maja 2026 roku

KONFERENCJA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO**„Regulacje wsparciem konkurencyjności rynku kapitałowego”**

Patronat honorowy

Ministerstwo
FinansówMinisterstwo
Aktywów PaństwowychMinisterstwo
SprawiedliwościRzecznik
Finansowy

Partner merytoryczny



TKP

Trapeł
Konarski
Podrecki
& WspólnicyProf. Wierzbowski
& PARTNERS**Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!**

mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich

25 maja 2026 r. w gościnnych progach Centrum Konferencyjnego Warszawskiego Towarzystwa Wioślarskiego odbyła się doroczna Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego organizowana przez Izbę Domów Maklerskich.

Konferencja to forum dyskusji o bieżących regulacjach i ich wpływie na rynek kapitałowy w gronie czołowych ekspertów, przedstawicieli regulatora, nadzorca, kancelarii prawnych i uczestników rynku kapitałowego.

Celem spotkania była wymiana wiedzy i opinii ekspertów i praktyków branży, a także określenie priorytetów regulacyjnych dla budowania konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarki.

Konferencja otrzymała patronaty honorowe Ministerstwa Finansów, Ministerstwa Sprawiedliwości, Ministerstwa Aktywów Państwowych, Rzecznika Finansowego, Komisji Nadzoru Finansowego oraz Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Patronat merytoryczny nad wydarzeniem objęły kancelarie prawne: DLA Piper, prof. Wierzbowski & Partners oraz Trapeł, Konarski, Podrecki & Wspólnicy.

RELACJA: Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!

Wystąpienia otwierające wygłosili Jurand Drop – Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów, prof. Dariusz Adamski – Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, dr hab. Marcin Kawiński – Zastępca Rzecznika Finansowego.



prof. dr hab. Dariusz Adamski
Zastępca Przewodniczącego KNF, Komisja Nadzoru Finansowego

Prof. Adamski podkreślił, że władze publiczne powinny wspierać rozwój rynku finansowego, a ten rynek powinien wspierać rozwój realnej gospodarki. Dlatego Urząd KNF intensyfikuje działania służące usuwaniu barier utrudniających rozwój produktywnych inwestycji w aktywa o realnej funkcji gospodarczej. Do działań tych należy na przykład uproszczenie onboardingu klientów detalicznych w przypadku nieskomplikowanych instrumentów finansowych i – szerzej – uelastycznienie podejścia regulacyjnego do tej grupy instrumentów, aby oszczędzający byli bardziej skłonni do inwestowania. Jednocześnie Zastępca Przewodniczącego KNF zaznaczył, że dostęp do skomplikowanych produktów wysokiego ryzyka jest obecnie zbyt łatwy i powinien zostać ograniczony dla inwestorów, którzy nie mają odpowiedniej wiedzy ani świadomości ryzyk związanych z tego rodzaju instrumentami. Inny wątek dotyczył dostrzeganej przez UKNF zasadności rozwoju doradztwa finansowego wspierającego edukację klientów, jednak przy zachowaniu autonomii i odrębności regulacyjno-nadzorczej doradztwa inwestycyjnego. Wskazał także na potrzebę zwiększenia nakładów rynku na technologię, marketing i edukację finansową. Rada Edukacji Finansowej właśnie zarekomendowała dysponentowi Funduszu Edukacji Finansowej sfinansowanie kampanii dotyczącej oszczędzania i inwestowania długoterminowego, jednak inicjatywy tego rodzaju, aby przyniosły zamierzony efekt, wymagają zwiększenia budżetów i aktywności marketingowej sektora.

Jurand Drop, Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów, przede wszystkim zwrócił uwagę na projektowane przepisy ustawy o OKI. Podkreślił, że celem działania Ministerstwa Finansów jest pobudzenie rynku kapitałowego. Pokróćce omówił proces legislacyjny ustawy o Osobistych Kontaktach Inwestycyjnych.



Jurand Drop
Podsekretarz Stanu, Ministerstwo Finansów

Zwrócił uwagę, że przepisy zaczną obowiązywać już od 2027 r. Zachęcił przedstawicieli rynku do aktywnego uczestniczenia w procesie legislacyjnym, w szczególności w posiedzeniach komisji sejmowych i senackich. Mówił o rekordowej kapitalizacji spółek na giełdzie, która jednak w stosunku do krajów UE jest nadal niska. Zwrócił uwagę, że zmienia się struktura polskiego rynku kapitałowego. W związku ze zmieniającą się technologią, rynki lokalne są coraz bardziej narażone na konkurencję rynków zagranicznych. Zaznaczył także, że o przepisach rynku finansowego trzeba myśleć w sposób całościowy, także w kontekście europejskim. Dlatego tak ważną regulacją jest Pakiet Integracji Rynku, nad którym toczą się obecnie prace w Parlamencie Europejskim.

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z najważniejszymi tematami dla branży!

Podczas Konferencji nie zabrakło paneli dyskusyjnych omawiających bieżące zagadnienia kluczowe dla rynku kapitałowego.

Paneliści dyskutowali o tym, czy OKI przełamie dominację depozytów i nieruchomości, a w konsekwencji zmieni rynek kapitałowy. W gronie ekspertów debatowano o efektywności przepisów, nadzoru i egzekucji prawa dla ochrony inwestora. Omawiano, wspomniany przez Ministra Dropa, Market Integration Package. Zastanawiano się, czy proponowana przez UKNF kompleksowe rozwiązanie w postaci Modelowych Portfeli Inwestycyjnych zachęci nowych klientów do inwestowania na rynku w nieskomplikowane instrumenty finansowe. Debatowano nad kierunkami zmiany obsługi klienta w celu przyciągnięcia go na rynek inwestycji, w szczególności poprzez uproszczenie procesu onboardingu. Nie zabrakło także problematyki ESG, gdzie skupiono się na greenwashingu. Na koniec przedstawione zostały nowe przepisy unijne w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy.

W spotkaniu uczestniczyło ponad 160 osób. Serdecznie dziękujemy wszystkim uczestnikom, partnerom, panelistom oraz moderatorom Konferencji za wsparcie wydarzenia. Do zobaczenia za rok!

RELACJA: Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!



RELACJA: Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego z rekordową frekwencją!



Skąd pomysł na Jogę?

Wywiad z **Agnieszka Rostkowską**, Zastępcą Dyrektora Biura Maklerskiego Citi Handlowy, Dyrektorem Compliance



Skąd pomysł na jogę?

Jak często w moim życiu, zdecydował przypadek. Możesz chcieć rozpocząć praktykę jogi z wielu powodów. Ja zaczęłam z uwagi na zmiany w moim życiu i potrzebę doświadczenia, które mnie wspomogą.

Niezależnie jednak co sprowadzi Cię na przysłowiową matę... joga minie się z Twoim wyobrażeniem. Nie dlatego, że dzieje się w jodze coś tajemniczego, lecz dlatego, że doświadczenie, jakie pojawia się w praktyce, jest w naszej kulturze rzadko spotykane. Joga jest kompleksowym ćwiczeniem ciała jako punktu wyjścia do studiowania sposobów postrzegania i przeżywania rzeczywistości, z której zamiast się wyodrębnić, uczymy się jej naturę poznawać.

Dla Europejczyka to często trudne zadanie.

Co, tak naprawdę, znaczy praktykować jogę?

Dla mnie joga to nie tylko praktyka fizyczna ale swego rodzaju „sztuka życia” i rozumienia własnego organizmu.

Jestem wielką entuzjastką i propagatorką jogi B.K.S. Iyengara. Pozwala ona używać podczas ćwiczeń dodatkowych pomocy, umożliwiających optymalne zachowania ciała w danym ustawieniu. Pierwszą i najważniejszą pomocą w naszej praktyce pozostaje jednak ciało i oddech.

Joga pozwala poznawać mechanizmy rządzące działaniem organizmu, angażuje uwagę i ćwiczy uważną obserwację tego, co naprawdę dzieje się ze mną. Rozbudza uśpioną w ciele mądrość pomagając rozpoznać i rozróżnić między tym, co jest dla naszego zdrowia, rozwoju i życia dobre, a tym co jest przeszkodą.

Właśnie dlatego uważam, że każdy w praktyce może znaleźć coś dla siebie.

Hinduska tradycja przypisuje dzieło zapoczątkowania systemu jogi Patandżalemu, indyjskiemu filozofowi z ok. II w p.n.e. Tak naprawdę nie wiemy jednak, czy była to jedna postać biegła w wielu dziedzinach takich jak medycyna, filozofia, gramatyka, czy też kilka niezależnych bytów. Dość jednak, że jego „Jogasutry”, czyli aforyzmy dotyczące jogi, do dziś są wykorzystywane w nauczaniu jogi.

BKS Iyengar natomiast uważany jest za ojca nowoczesnej jogi. Podczas swojej praktyki Iyengar odkrył, że poprzez precyzyjne wykonywanie asan (pozycji) oraz koncentrację na odpowiednim ustawieniu, oddychaniu i wydłużaniu mięśni, można osiągnąć głębokie korzyści dla ciała, umysłu i ducha. To podejście stało się podstawą jego własnej metody jogi, którą bardzo polecam.

Zwykł on mówić, że : „Joga does not just change the way we see things, it transforms the person who sees.”

Praktyka wspiera rozwój zawodowy?

Absolutnie tak.

Wiadomo, że pracę na rynku kapitałowym cechuje wieczny pośpiech, napięcie i ryzyko.

Regularna praktyka przywraca równowagę i pozwala zachować dystans wobec niepokojących nas spraw, uczy zwolnienia kroku, gdy pośpiech nie służy naszemu dobrostanowi i przyspieszeniu, gdy jest to wskazane. Zaczynasz mierzyć rzeczy odpowiednią miarą.

To bardzo pomaga, szczególnie jeśli musisz podejmować decyzje, uczy także otwartości i pewności siebie. Ćwiczy układ nerwowy i umiejętności poznawcze, otwierając Cię na nowe doświadczenia i zmiany.

Dobry nauczyciel może tak pokierować praktyką, aby skupić się na konkretnych potrzebach, nie tracąc równowagi. Niezależnie od tego czy ćwiczysz sport, czy uczysz na uniwersytecie, czy pracujesz w korporacji, joga może być narzędziem i przestrzenią rozwoju w Twojej dziedzinie.

Nasuwać mi się tutaj słowa z filmu „Jedź, módl się i kochaj”, które wypowiedział Ketut do Liss:

PO GODZINACH: Skąd pomysł na jogę?

„Żeby być szczęśliwą, musisz zawsze wiedzieć gdzie się znajdujesz. Idealna równowaga jest na styku nieba i ziemi, nie za dużo Boga, nie za dużo egoizmu. Inaczej, jeśli stracisz równowagę, stracisz moc.”

Czy joga jest dobrą alternatywą dla innych aktywności fizycznych ?

Dla mnie to coś zdecydowanie innego niż ćwiczenia fizyczne. Joga to nie sport. To pewna filozofia, choć wbrew nacechowanym ideologicznie przekonaniom, joga nie jest praktyką religijną.

W Polsce joga jest bardzo popularna, często jednak zajęcia z „jogą” w nazwie, mają niewiele wspólnego z praktyką jogi i rzeczywiście ograniczają się do pewnego rodzaju aktywności fizycznej. Wielu to wystarcza. Warto jednak wiedzieć, że pozycje jogiczne (asany) to tylko jeden z wielu elementów jogi, które mają przygotować do kolejnych stopni – pranajamy, medytacji, aż po najwyższy stopień zwany samadhi. Joga to także nakazy i zakazy moralne (jamy i nijamy).

Możesz ją praktykować w każdych warunkach i niezależnie od kondycji psychofizycznej – nic nie stoi praktyce na przeszkodzie, poza wolą. O głębi i zakresie praktyki decydujesz Ty sam.

Jak łączysz pasję z pracą i życiem prywatnym?

To znowu kwestia wyboru i odpowiedniego balansu. Przy takim założeniu wszystko da się pogodzić. Oprócz regularnej praktyki kilka razy w tygodniu, staram się też uczestniczyć w zajęciach warsztatowych, łączyć urlop z zajęciami. Niewielu z nas wie, że poranne picie kawy, można zastąpić prostymi i szybkimi ćwiczeniami oddechowymi. Stać na głowie można w zasadzie w każdym miejscu w biurze. Ponadto co poniedziałek w Citihandlowy możesz praktykować z Yoga Friends wraz z kolegami i koleżankami z innych działów.

Prywatnie, praktykując zawarłam wiele cennych znajomości, poznałam ciekawych ludzi i odwiedziłam wspaniałe miejsca. Już cieszę się na kolejny wyjazd ...

Kogo polecasz do następnego wydania magazynu?

Krzysztofa Dreslera, Wiceprezesa PKO Banku Polskiego. Zachęcam do lektury... dowiecie się czegoś więcej o pasji Krzysztofa.



