

30 lat minęło



Osobiste Konta Inwestycyjne – praktyczne wyzwania dla domów maklerskich.

Tobiasz Dolny, Partner, doradca podatkowy, ALTO

Jakub Sobieski, Assistant Manager, radca prawny, doradca podatkowy, ALTO



Długi horyzont. Czego sport wytrzymałościowy nauczył mnie o czasie, decyzjach i przywództwie.

Krzysztof Dresler, Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego, triathlonista amator, autor bloga Dresler.pl



Kobiety rynku kapitałowego.

Wywiad z Barbarą Stęchłą, Dyrektor Zarządzającą Obszaru Klientów Prywatnych IPOPEMA Private Investments w IPOPEMA Securities



Giełda bije rekordy i traci publiczność. Raport analityczny RES FUTURA.



- str. 3 **WSTĘPNIAK:**
Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich
- str. 5 **30 LAT MINĘŁO**
- str. 8 **OKIEM EKSPERTA:**
MAR po Listing Act: mniej formalizmu, więcej odpowiedzialności.
mec. Katarzyna Majer-Gębska, Dyrektor Działu Zgodności i Kontroli, Biuro Maklerskie Alior Bank S.A.
- str. 11 **OKIEM EKSPERTA:**
Tajemnica zawodowa w bankowym biurze maklerskim – art. 147 i 150 a wewnętrzny przepływ informacji w banku.
mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners
- str. 14 **OKIEM EKSPERTA:**
Polacy coraz mocniej stawiają na ETF-y. Rynek pobił kolejny rekord.
Michał Duniec, Prezes Analiz Online
- str. 16 **OKIEM EKSPERTA:**
Powstaje polski przewodnik dla emisji obligacji transformacyjnych.
dr Jolanta Turek, ESG Director w CVI DM, członkini założycielka POLSIF, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
dr Anna Grygiel-Tomaszewska, SCR, członkini Rady Programowej POLSIF, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, kierowniczka Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa
dr hab. Robert Sroka, Wiceprezes POLSIF, Akademia Leona Koźmińskiego, Co-Dyrektor Centrum Etyki Biznesu
- str. 17 **OKIEM EKSPERTA:**
Ścieżka onboardingu klienta usług maklerskich – z góry czy pod górę?
mec. Michał Karwasiński, Partner, Radca Prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy Sp. j.
- str. 21 **OKIEM PRAKTYKA BIZNESU:**
Osobiste Konta Inwestycyjne – praktyczne wyzwania dla domów maklerskich.
Tobiasz Dolny, Partner, doradca podatkowy, ALTO
Jakub Sobieski, Assistant Manager, radca prawny, doradca podatkowy, ALTO
- str. 23 **OKIEM PRAKTYKA BIZNESU:**
Ewolucja doradztwa inwestycyjnego: od rekomendacji do długotrwałego partnerstwa.
Eliza Dąbrowska, Dyrektor do spraw rozwoju usługi doradztwa inwestycyjnego, Departament Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.
- str. 25 **STANOWISKA IDM:**
Inicjatywa uproszczenia procesu badania adekwatności oraz wzmocnienie przejrzystości zasad komunikacji z klientem.
mec. Justyna Jarząbek, radca prawny, Izba Domów Maklerskich
- str. 27 **WYDARZENIA BRANŻOWE:**
Forum Firm Inwestycyjnych
- str. 28 **WSPIERAMY RÓŻNORODNOŚĆ:**
Kobiety rynku kapitałowego.
Wywiad z Barbarą Stęchły, Dyrektor Zarządzającą Obszaru Klientów Prywatnych IPOPEMA Private Investments w IPOPEMA Securities
- str. 30 **PO GODZINACH:**
Długi horyzont. Czego sport wytrzymałościowy nauczył mnie o czasie, decyzjach i przywództwie.
Krzysztof Dresler, Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego, triathlonista amator, autor bloga Dresler.pl
- str. 32 **EDUKACJA FINANSOWA:**
Giełda bije rekordy i traci publiczność. Raport analityczny RES FUTURA.

WSTĘPNIAK:



Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich

30-lat minęło... czyli jak budowaliśmy rynek kapitałowy w Polsce.

Szanowni Państwo,

W tym roku Izba Domów Maklerskich obchodzi 30 lat działalności! 30 lat działalności środowiska, które zrzesza krajowe biura i domy maklerskie środowiska, które stanowią jedno z fundamentów rynku kapitałowego w Polsce.

Pamiętam jak w 1996 r. powołyaliśmy Izbę Domów Maklerskich – pierwszą samodzielną organizację maklerską. Powołanie izby gospodarczej otworzyło nowy rozdział w samoorganizowaniu się środowiska i jego możliwości działania. Dziś reprezentujemy 20 członków, w skład których wchodzi wszystkie największe krajowe domy i biura maklerskie, współpracujemy z rządem w zakresie regulacji rozwojowych rynku kapitałowego, prowadzimy działalność konferencyjną i szkoleniową.

Z nami 30 lat wspólnej pracy na rzecz rynku kapitałowego i gospodarki. A początki? Zaczynaliśmy z zapałem, bo w grę wchodziło budowanie nowej Polski. Polski dla przyszłych pokoleń! Pamiętamy pierwsze notowania, pierwsze większe prywatyzacje i debiuty spółek na giełdzie w Warszawie.

To biura i domy maklerskie, nasi członkowie i zespoły w nich pracujące, realnie przyczyniły się do fundamentalnych zmian gospodarczych w kraju! To doradcy i maklerzy z pierwszymi licencjami doradzali ministrom w prywatyzacjach wielkich państwowych czemboli.

Dziś w czasach algorytmów i handlu HFT czasem zapominamy o tej fundamentalnej roli branży maklerskiej jaką jest i będzie wspieranie rozwoju rynku kapitałowego służącego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa dla wzrostu gospodarczego i zwiększania zamożności społeczeństwa.

Branża firm inwestycyjnych jest jednym z kluczowych uczestników rynku kapitałowego. To wysokiej klasy specjaliści: maklerzy, doradcy inwestycyjni, analitycy, profesjonalści z tytułem CFA, którzy doradzają i pozyskują kapitał dla firm oraz obsługują inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych tj. fundusze inwestycyjne i emerytalne w transakcjach na rynku wtórnym giełdy papierów wartościowych. To dzięki wsparciu krajowych domów maklerskich, oszczędności Polaków uczestniczą w finansowaniu gospodarki.

SUKCES POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO TO TAKŻE EFEKT DZIAŁAŃ KRAJOWYCH DOMÓW I BIUR MAKLESKICH

Pozyskanie ponad 360 mld zł kapitału
na rozwój dla przedsiębiorstw
w ofertach publicznych
(2005-2025)

Wprowadzenie ponad 400 spółek
do notowań na Giełdę Papierów
Wartościowych w Warszawie
(2005-2025)

Okolo 800 mld zł aktywów
na rachunkach inwestycyjnych
biur i domów maklerskich
(2025)

Dzisiejszy sukces rynku kapitałowego w Polsce to efekt, m.in. pracy branży maklerskiej.

Izba Domów Maklerskich jest głosem branży maklerskiej – pracujemy na rzecz rozwiązań prawnych służących umacnianiu konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego, prowadzimy działalność szkoleniową dla zwiększenia poziomu profesjonalnego pracowników firm inwestycyjnych, organizujemy konferencje promujące rozwój rynku kapitałowego.

Już 3 listopada zapraszamy Was na obchody naszego wspólnego święta – Galę 30-lecia Izby.



Gala 30-lecia Izby Domów Maklerskich

3 listopada 2026 roku

Zamek Królewski w Warszawie, Plac Zamkowy 4, Warszawa, godz.: 18:45

Wstęp na zaproszenie.

30 LAT MINĘŁO



30 LAT MINĘŁO



30 LAT MINĘŁO



MAR po Listing Act: mniej formalizmu, więcej odpowiedzialności.

mec. Katarzyna Majer-Gębska, Dyrektor Działu Zgodności i Kontroli, Biuro Maklerskie Alior Bank S.A.



Rok 2026 przyniósł jedną z istotniejszych zmian w praktycznym stosowaniu rozporządzenia MAR w ostatnich latach. Zmieniły się nie tylko zasady publikowania informacji poufnych, ale również format list osób mających do nich dostęp oraz część regulacji dotyczących identyfikowania manipulacji rynkowej.

Z punktu widzenia firm inwestycyjnych reforma ma znaczenie szczególne. Domy maklerskie często funkcjonują bowiem niejako „przed rynkiem”: uczestniczą w procesach M&A, emisjach, refinansowaniach, restrukturyzacjach czy badaniu zainteresowania inwestorów, uzyskując dostęp do informacji na długo przed ich publikacją. Jednocześnie odpowiadają za rozwiązania służące ochronie informacji poufnych oraz wykrywaniu potencjalnych nadużyć rynkowych. Nowy model MAR zmniejsza część formalizmu, ale jednocześnie zwiększa znaczenie prawidłowej oceny sytuacji, jakości nadzoru i możliwości późniejszego odtworzenia toku podejmowanych decyzji.

Informacja poufna nie zawsze oznacza już publikację

Najbardziej widoczna zmiana dotyczy procesów rozciągniętych w czasie. Przed 5 czerwca 2026 r. każdy istotny etap złożonego procesu – negocjacji transakcji, restrukturyzacji, finansowania czy emisji – należało analizować zarówno pod kątem tego, czy

stanowi informację poufną, jak i tego, czy powinien zostać opublikowany albo objęty formalnym opóźnieniem publikacji.

Po zmianie punkt ciężkości został przesunięty. Co do zasady emitent nie publikuje informacji dotyczących kolejnych etapów pośrednich procesu rozciągniętego w czasie. Obowiązek publikacyjny koncentruje się na zdarzeniu lub okoliczności końcowej – „final event” albo „final circumstance”.

Nie oznacza to jednak, że etapy pośrednie tracą charakter informacji poufnej. Nadal stosuje się do nich zakaz wykorzystywania informacji poufnych, obowiązki w zakresie zachowania poufności i kontroli dostępu oraz zasady prowadzenia list osób mających dostęp do takich informacji. Dla firm inwestycyjnych to rozróżnienie ma fundamentalne znaczenie. Dom maklerski działający jako oferujący, prowadzący księgę popytu czy doradca transakcyjny może dysponować informacją poufną na długo przed momentem, w którym emitent będzie zobowiązany ją opublikować.

Brak obowiązku publikacji na danym etapie nie powinien zatem prowadzić do osłabienia stosowanych przez firmę barier informacyjnych, list obserwacyjnych i restrykcyjnych, zasad dotyczących transakcji własnych pracowników, kontroli dostępu do dokumentacji transakcyjnej ani nadzoru nad transakcjami.

W praktyce compliance trzeba więc wyraźnie rozdzielić trzy pytania: czy dana informacja jest informacją poufną w rozumieniu art. 7 MAR, czy stanowi etap pośredni procesu rozciągniętego w czasie oraz czy wystąpiło już zdarzenie końcowe uruchamiające obowiązek publikacji. Dotychczasowy automatyzm „informacja poufna – publikacja albo opóźnienie” przestał być wystarczający.

Zdarzenie końcowe – publikacja rozporządzenia wykonawczego

W pierwszych tygodniach obowiązywania nowych zasad problemem był brak aktu wykonawczego precyzującego pojęcie zdarzenia końcowego. Ta luka została jednak w lipcu w dużej mierze zamknięta. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2026/789 z 8 kwietnia 2026 r. zostało opublikowane 16 lipca i weszło w życie 19 lipca 2026 r. Uzupełnia ono MAR właśnie w zakresie ujawniania informacji poufnych dotyczących procesów rozciągniętych w czasie oraz opóźniania ich publikacji.

Załącznik I do rozporządzenia zawiera niewyczerpującą listę procesów wraz z odpowiadającymi im zdarzeniami końcowymi i momentem, w którym powinna nastąpić publikacja. Przykładowo w przypadku umowy, w tym dotyczącej nabycia lub zbycia istotnych aktywów albo spółki zależnej, punktem odniesienia jest jej podpisanie lub dokonanie innej czynności wywołującej wiążący skutek. Rozporządzenie obejmuje również m.in. połączenia, inne procesy dotyczące strategii przedsiębiorstwa czy określone procesy restrukturyzacyjne.

OKIEM EKSPERTA: MAR po Listing Act: mniej formalizmu, więcej odpowiedzialności.

Lista nie jest jednak zamknięta. W przypadkach w niej niewymienionych to nadal emitent odpowiada za prawidłowe zidentyfikowanie zdarzenia końcowego i momentu publikacji. Rozporządzenie wskazuje przy tym, że na żądanie organu emitent powinien być w stanie uzasadnić dokonaną kwalifikację.

To istotna wskazówka również dla firm inwestycyjnych uczestniczących w procesie transakcyjnym. Sama obecność przykładowego katalogu nie eliminuje potrzeby oceny konkretnego procesu. Zwiększa natomiast znaczenie chronologii transakcji i dokumentowania momentów, w których podejmowane są kolejne decyzje.

Co emitent wcześniej powiedział rynkowi?

Listing Act zmienił również przesłanki opóźnienia publikacji informacji poufnej. Dotychczas art. 17 ust. 4 MAR wymagał między innymi, aby opóźnienie nie groziło wprowadzeniem opinii publicznej w błąd. Kryterium to zastąpiono bardziej skonkretyzowanym testem: informacja, której publikacja ma zostać opóźniona, nie może pozostawać w sprzeczności z ostatnim publicznym komunikatem emitenta dotyczącym tej samej sprawy.

Także tutaj rozporządzenie 2026/789 przekształciło wcześniejsze propozycje Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w obowiązujące prawo. Załącznik II wskazuje przykładowe sytuacje, w których może wystąpić taka sprzeczność – m.in. istotną zmianę wcześniej ogłoszonych prognoz, wyników lub celów biznesowych, zmianę sytuacji finansowej czy informację, że wcześniej komunikowane rezultaty lub terminy projektu nie zostaną osiągnięte.

Co szczególnie ważne, punkt odniesienia nie ogranicza się do raportów bieżących. Załącznik III wymienia także komunikaty prasowe i informacje zamieszczane w mediach społecznościowych oraz na stronie internetowej, publiczne wywiady, spotkania z inwestorami, webinary i podcasty, kampanie reklamowe i marketingowe, publicznie dostępne dokumenty składane regulatorom czy komunikację podczas walnych zgromadzeń.

Z punktu widzenia praktyki jest to jedna z ciekawszych zmian całej reformy. Ocena możliwości opóźnienia publikacji przestaje być zagadnieniem analizowanym wyłącznie na podstawie raportów regulowanych. W większych transakcjach może wymagać skoordynowania zespołu transakcyjnego i compliance z osobami odpowiedzialnymi za relacje inwestorskie, komunikację i marketing klienta.

Nowe spojrzenie na manipulację rynkową

Dla firm inwestycyjnych prawdopodobnie jeszcze bardziej bezpośrednie znaczenie ma rozporządzenie delegowane Komisji

(UE) 2026/788. Zostało ono opublikowane 16 lipca i obowiązuje od 5 sierpnia 2026 r. Akt zmienia dotychczasowe rozporządzenie delegowane 2016/522 m.in. w zakresie wskaźników manipulacji rynkowej, handlu w okresach zamkniętych oraz mechanizmu wymiany danych dotyczących zleceń pomiędzy organami nadzoru.

Najciekawsza z punktu widzenia systemów nadzoru nad transakcjami jest aktualizacja wskaźników manipulacji. Nowe przepisy wyraźnie wskazują, że analiza potencjalnej manipulacji nie musi zamykać się w ramach jednego dnia lub jednej sesji. W zależności od charakteru zdarzenia właściwy może być okres zarówno krótszy, jak i dłuższy – co ma szczególne znaczenie przy mniej płynnych instrumentach i handlu algorytmicznym.

Rozszerzono również perspektywę z samej zmiany ceny na istotne zmiany wolumenu, uwzględniono możliwość budowania pozycji poprzez oczekujące zlecenia, a przy ocenie interesu ekonomicznego uczestnika rynku wskazano także na ekspozycje pośrednie, np. wynikające z margin call czy warunków umów finansowania.

To nie jest zmiana, którą firma inwestycyjna powinna skwitować aktualizacją kilku zdań procedury. Powinna skłaniać do przeglądu logiki systemów surveillance. Jeżeli modele alertowe zostały zbudowane przede wszystkim wokół anomalii cenowych występujących w ramach jednej sesji, należy ocenić, czy nadal właściwie odzwierciedlają katalog zachowań wskazanych w rozporządzeniu. Podobnej analizy może wymagać uwzględnianie nietypowych zmian wolumenu, zleceń oczekujących oraz powiązań pomiędzy instrumentami.

STOR: nowa odpowiedź ESMA

W odpowiedzi Q&A z 8 maja 2026 r. ESMA wskazała, że wymagany coroczny audyt systemów, procedur i rozwiązań służących wykrywaniu nadużyć rynkowych może zostać przeprowadzony zarówno przez audytora zewnętrznego, jak i wewnętrznie. W drugim przypadku powinien jednak zostać wykonany przez niezależną funkcję. ESMA podkreśliła również, że przewidziany w RTS „internal review” jest procesem uzupełniającym wobec audytu, a nie jego zamiennikiem.

Dla firm inwestycyjnych jest to bardzo praktyczna wskazówka. W organizacjach, w których coroczny przegląd systemu STOR był dotychczas wykonywany przez compliance jako element zwykłego samooceny mechanizmu nadzoru, warto zweryfikować, czy model ten rzeczywiście spełnia wymagania dotyczące audytu.

Należy jasno rozdzielić właściciela systemu nadzoru, funkcję dokonującą jego bieżących i okresowych przeglądów oraz funkcję przeprowadzającą niezależny audyt. Warto również, aby audyt nie ograniczał się do potwierdzenia istnienia procedury, ale obejmował

OKIEM EKSPERTA: MAR po Listing Act: mniej formalizmu, więcej odpowiedzialności.

skuteczność alertów, sposób zmiany ich parametrów, reguły eskalacji oraz jakość dokumentowania decyzji o zgłoszeniu lub braku zgłoszenia STOR.

Nowe listy osób mających dostęp do informacji poufnych

Kolejną zmianą jest rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2026/1291 z 12 czerwca 2026 r. Akt został opublikowany 15 czerwca i obowiązuje od 5 lipca 2026 r. Ustanawia nowy ITS dotyczący formatu list osób mających dostęp do informacji poufnych i uchyła dotychczasowe rozporządzenie wykonawcze 2022/1210.

Zmiana realizuje jedno z założeń Listing Act – rozszerzenie uproszczonego formatu list na zasadniczo wszystkie listy prowadzone na podstawie art. 18 ust. 1 MAR. Komisja wskazuje wprost, że celem jest ograniczenie obciążeń administracyjnych przy jednoczesnym zachowaniu danych potrzebnych organowi do badania potencjalnych przypadków manipulacji.

Nowe wzory nadal przewidują sekcje związane z konkretną informacją poufną oraz możliwość prowadzenia odrębnej sekcji osób mających stały dostęp do wszystkich informacji poufnych. Listy powinny być prowadzone elektronicznie w sposób zapewniający ograniczenie dostępu, aktualność danych i możliwość odtworzenia wcześniejszych wersji.

Dla firm inwestycyjnych ma to znaczenie nie tylko przy obsłudze własnych obowiązków. Art. 18 MAR obejmuje także osoby działające w imieniu lub na rachunek emitenta. Firma inwestycyjna uczestnicząca w transakcji jako doradca lub pośrednik powinna więc sprawdzić, czy stosowany przez nią wzór listy i związane z nim procedury odpowiadają już rozporządzeniu 2026/1291.

Co jeszcze pozostaje otwarte?

W pierwszej połowie 2026 r. ESMA przeprowadziła konsultacje wytycznych dotyczących opóźniania publikacji informacji poufnych.

Oczekiwane zmiany mają dostosować dotychczasowe wytyczne do nowej konstrukcji art. 17 MAR, w szczególności usunąć elementy dotyczące etapów procesów wieloetapowych, które po reformie nie podlegają już na zasadach ogólnych obowiązkowi publikacji, oraz część dotyczącą starego kryterium niewprowadzania rynku w błąd.

Mniej formalizmu nie znaczy mniej compliance

Bilans zmian 2026 r. jest dość charakterystyczny dla współczesnych regulacji rynku kapitałowego. Listing Act rzeczywiście upraszcza część obowiązków – emitent nie musi już traktować każdego etapu wieloetapowego procesu jako zdarzenia wymagającego publikacji albo formalnego opóźnienia, a nowy ITS upraszcza format list osób mających dostęp do informacji poufnych.

Jednocześnie rośnie znaczenie prawidłowej oceny konkretnego stanu faktycznego. Trzeba ustalić, kiedy informacja staje się poufna, kiedy dochodzi do zdarzenia końcowego, czy nowa informacja pozostaje w sprzeczności z wcześniejszą komunikacją oraz czy systemy nadzoru właściwie wychwytyją zmieniające się wzorce potencjalnej manipulacji.

Dla firm inwestycyjnych oznacza to kilka stosunkowo konkretnych zadań: przegląd procedur dotyczących informacji poufnych i procesów transakcyjnych, dostosowanie wzorów list osób mających dostęp do informacji poufnych, weryfikację modelu audytu STOR oraz – być może najważniejsze – przegląd kalibracji systemów monitorowania transakcji w świetle rozporządzenia 2026/788.

Ciężar przesuwa się z samego formalnego wykonania obowiązku na jakość oceny, spójność procesów i zdolność wykazania ex post, dlaczego określona decyzja została podjęta w konkretnym momencie. W tym sensie jednym z najważniejszych narzędzi MAR w 2026 r. pozostaje dobra ścieżka audytowa – taka, która pozwala odtworzyć nie tylko co firma zrobiła, ale także dlaczego uznała to za właściwe.



Tajemnica zawodowa w bankowym biurze maklerskim – art. 147 i 150 a wewnętrzny przepływ informacji w banku.

mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners



Tajemnica zawodowa stanowi jeden z podstawowych elementów reżimu ochrony klienta firmy inwestycyjnej. W przypadku banku prowadzącego działalność maklerską jej stosowanie wymaga jednak uwzględnienia szczególnej konstrukcji prawnej: działalność maklerska podlega organizacyjnemu wyodrębnieniu, lecz biuro maklerskie nie jest odrębnym podmiotem prawa. Podmiotem posiadającym zezwolenie i świadczącym usługi pozostaje bank. Z tego względu ocena dopuszczalności przepływu informacji nie może opierać się wyłącznie na art. 147 i 150 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, lecz wymaga ich wykładni łącznie z art. 111, art. 112a i art. 113 Ustawy oraz z rozporządzeniem Ministra Finansów z 6 maja 2024 r.^{1,2}

Art. 147 Ustawy określa szeroki zakres informacji objętych tajemnicą zawodową. Ochroną objęte są w szczególności dane identyfikujące stronę umowy, informacje o treści umowy i przedmiocie czynności prawnej, dane dotyczące sytuacji majątkowej klienta, oznaczenie rachunku, liczba i oznaczenie instrumentów finansowych oraz wartość środków zgromadzonych na rachunku. Funkcją tego przepisu

jest przede wszystkim kwalifikacja określonych danych jako informacji prawnie chronionych oraz przesądzenie o wymaganym poziomie ich ochrony. Nie wynika z niego natomiast samoistny, generalny zakaz przetwarzania tych informacji przez inne jednostki organizacyjne tego samego banku, jeżeli taki przepływ znajduje podstawę w przepisach regulujących organizację działalności maklerskiej banku.

Art. 147 odpowiada przede wszystkim na pytanie, jakie informacje podlegają szczególnej ochronie i jaki reżim poufności należy wobec nich zachować. Nie rozstrzyga natomiast samodzielnie wszystkich przypadków, w których dostęp do tych informacji może zostać zgodnie z prawem przyznany osobom wykonującym zadania w ramach tego samego przedsiębiorcy. Zakres dopuszczalnego dostępu wynika również z przepisów szczególnych określających organizację banku prowadzącego działalność maklerską.

Również art. 150 Ustawy nie powinien być odczytywany jako wyczerpujący katalog podstaw każdego wewnętrznego przepływu informacji pomiędzy biurem maklerskim a pozostałymi jednostkami banku. Przepis ten reguluje przypadki ujawniania informacji stanowiących tajemnicę zawodową podmiotom i organom wskazanym przez ustawodawcę. Odmierna jest sytuacja przepływu informacji w ramach jednego banku, dla którego Ustawa przewiduje szczególną regulację w art. 111 ust. 10 i art. 112a. Przyjęcie, że każde przekazanie informacji objętej art. 147 pomiędzy jednostkami tego samego banku wymaga dodatkowej podstawy w art. 150, prowadziłoby do istotnego ograniczenia normatywnego znaczenia art. 112a ust. 2, który wprost przewiduje możliwość wymiany informacji i korzystania ze wspólnych rozwiązań technicznych i organizacyjnych.

Wykładnia systemowa prowadzi więc do wniosku, że art. 147 i 150 pełnią inną funkcję niż art. 111 i 112a. Pierwsze z tych przepisów tworzą reżim ochrony tajemnicy zawodowej, natomiast art. 111 i 112a regulują szczególny model organizacyjny banku prowadzącego działalność maklerską. Reżimy te powinny być stosowane łącznie: możliwość wewnętrznego przepływu informacji nie uchyla statusu tajemnicy zawodowej, a status tajemnicy nie niweczy szczególnej podstawy współdziałania jednostek banku.

Punktem wyjścia jest art. 111 ust. 5 Ustawy, zgodnie z którym bank może prowadzić działalność maklerską pod warunkiem jej organizacyjnego wyodrębnienia od pozostałej działalności banku, z zastrzeżeniem art. 112a i art. 113. Wydzielenie organizacyjne nie prowadzi zatem do powstania odrębnego podmiotu ani do

¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 6 maja 2024 r. w sprawie szczegółowych zasad wydzielenia organizacyjnego działalności maklerskiej banku oraz czynności, które mogą być wykonywane przez jednostkę wydzieloną organizacyjnie albo inne jednostki organizacyjne banku (Dz.U. z 2024 r. poz. 718; dalej: „Rozporządzenie”).

² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz.U. z 2024 r. poz. 722, z późn. zm.; dalej: „Ustawa”).

prawnego rozdzielenia banku na dwa niezależne przedsiębiorstwa. Jest mechanizmem organizacyjnym służącym w szczególności zapewnieniu właściwego nadzoru nad działalnością maklerską, zarządzaniu konfliktami interesów i ochronie informacji. Już na poziomie ustawy konstrukcja ta została jednak połączona z mechanizmami współdziałania przewidzianymi w kolejnych przepisach.

Art. 111 ust. 10 upoważnia ministra właściwego do spraw instytucji finansowych do określenia szczegółowych zasad wydzielenia oraz czynności, które w związku z działalnością maklerską i pozostałą działalnością banku mogą być wykonywane przez biuro maklerskie albo inne jednostki organizacyjne banku. Uzupełnia go art. 112a ust. 1, który dopuszcza wykonywanie określonych obowiązków związanych z działalnością maklerską i pozostałą działalnością banku przez różne jednostki organizacyjne. Art. 112a ust. 2 ma w tym systemie znaczenie zasadnicze: dla wykonywania tych obowiązków jednostki banku mogą wymieniać się informacjami oraz wykorzystywać te same rozwiązania techniczne i organizacyjne, pod warunkiem zapewnienia bezpieczeństwa, integralności i poufności danych oraz właściwego zarządzania konfliktami interesów.

Ustawa tworzy więc szczególny, dwupoziomowy mechanizm współdziałania. Na poziomie ustawowym art. 111 ust. 10 i art. 112a dopuszczają wykonywanie określonych procesów przez różne jednostki tego samego banku oraz związany z tym przepływ informacji. Na poziomie wykonawczym § 4 Rozporządzenia określa kategorie czynności, w ramach których mechanizm ten znajduje zastosowanie. Chodzi o procesy operacyjne, informacyjne, regulacyjne, administracyjne i techniczne związane z działalnością maklerską oraz pozostałą działalnością banku. Dopuszczalność dostępu do informacji stanowiących tajemnicę zawodową zależy zatem nie tylko od ich charakteru, lecz również od funkcjonalnego związku dostępu z konkretnym procesem objętym Rozporządzeniem.

Systemowa konstrukcja Rozporządzenia dodatkowo potwierdza, że prawodawca zakłada możliwość zgodnego z prawem przepływu informacji chronionych pomiędzy jednostkami banku. § 7 nakłada na bank obowiązek ustanowienia pisemnych regulacji wewnętrznych dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych, informacji stanowiących tajemnicę zawodową oraz informacji objętych tajemnicą bankową. Gdyby przepływ takich informacji poza biuro maklerskie był co do zasady niedopuszczalny, regulacja dotycząca sposobu jego zabezpieczenia byłaby pozbawiona praktycznego znaczenia.

Podobną funkcję pełni § 8 Rozporządzenia. Nie zakazuje on samego przekazania informacji, lecz ogranicza możliwość ich dalszego wykorzystania do celu, dla którego zostały udostępnione. W szczególności informacje pozyskane w ramach czynności wspólnych nie mogą być wykorzystywane jako samodzielna

podstawa do pozyskiwania klientów lub oferowania usług innych jednostek banku albo biura maklerskiego. Reżim ochrony opiera się więc na ograniczeniu celu, zasadzie niezbędności oraz kontroli dostępu.

Informacja pozostaje tajemnicą zawodową także po udostępnieniu jej innej jednostce; zmienia się jedynie krąg osób uprawnionych do dostępu w związku z konkretnym, prawnie dopuszczalnym procesem.

W praktyce ocena zgodności dostępu do informacji z Ustawą i Rozporządzeniem powinna uwzględniać co najmniej cztery elementy: związek informacji z czynnością objętą § 4 Rozporządzenia, niezbędność zakresu danych dla wykonania tej czynności, zapewnienie bezpieczeństwa i poufności oraz zachowanie ograniczeń dotyczą-

cych dalszego wykorzystania informacji. Taka konstrukcja odpowiada modelowi dostępu opartego na roli i uzasadnionej potrzebie. Nie oznacza powszechnej dostępności danych klientów biura maklerskiego w całym banku, lecz dopuszcza ich kontrolowane wykorzystanie tam, gdzie jest ono konieczne do wykonania zadania przypisanego danej jednostce i konkretnemu pracownikowi.

Praktyczne znaczenie tej konstrukcji widoczne jest zwłaszcza w modelach wykorzystujących wspólne systemy klientów, scentralizowane funkcje operacyjne, obsługę korespondencji i reklamacji, aktualizację danych lub inne procesy realizowane na poziomie banku. Dopuszczalność dostępu nie wynika wówczas z samego faktu technicznej integracji systemów, lecz z podstawy funkcjonalnej wynikającej z art. 112a i § 4 Rozporządzenia.

Odrębnie należy traktować art. 113 Ustawy. Przepis ten określa warunki wykonywania poza biurem maklerskim określonych czynności związanych z zawarciem umowy o świadczenie usług maklerskich lub jej wykonywaniem. Chodzi w szczególności o doradzanie klientowi lub potencjalnemu klientowi w zakresie działalności maklerskiej banku, przyjmowanie zleceń oraz odbieranie innych oświadczeń woli. Granica między art. 112a a art. 113 powinna być ustalana według rzeczywistej treści czynności, a nie wyłącznie według tego, czy w toku jej wykonywania pracownik uzyskuje dostęp do informacji objętej art. 147.

Jeżeli pracownik innej jednostki banku wykonuje czynność o charakterze informacyjnym lub administracyjnym, mieszczącą się w procesie dopuszczonym przez § 4 Rozporządzenia, sam dostęp do danych chronionych nie przekształca tej czynności w usługę maklerską. Odmienne należy ocenić sytuację, w której dochodzi do przyjęcia zlecenia lub innego oświadczenia woli, zmiany warunków umowy, przedstawienia rekomendacji inwestycyjnej albo wykonania innej czynności stanowiącej element świadczenia usługi maklerskiej. Wówczas zastosowanie znajduje art. 113 oraz właściwe dla danej usługi wymagania dotyczące organizacji, nadzoru, wiedzy i kompetencji personelu.



OKIEM EKSPERTA: Tajemnica zawodowa w bankowym biurze maklerskim – art. 147 i 150

Wydaje się, że pozyskiwanie, utrwalanie, aktualizowanie, weryfikowanie i techniczne przetwarzanie informacji wykorzystywanych na przykład przy określaniu grup docelowych, ocenie adekwatności lub odpowiedniości czy badaniu preferencji w zakresie zrównoważonego rozwoju nie powinno być samo w sobie czynnością na tyle związaną z wykonywaniem umowy o świadczenie usług maklerskich aby zastosowanie do niej znalazł reżim art. 113. Wspólny proces przetwarzania danych może funkcjonować w ramach tego samego banku, o ile mieści się w obowiązującym reżimie art. 112a i Rozporządzenia. Natomiast merytoryczne oferowanie instrumentu, formułowanie rekomendacji lub wykonywanie usługi pozostaje objęte przepisami właściwymi dla działalności maklerskiej i jak takie powinno być objęte reżimem art. 113. W praktyce jednak zarysowanie podziału pomiędzy czynnościami, które jeszcze mogą być wykonywane w reżimie 112a Rozporządzenie oraz czynnościami, które powinny być wykonywane wyłącznie na podstawie i w granicach art. 113 bywa trudny, a §4 bywa różnie interpretowany.

Wydaje się, że obowiązujący system prawny pozwala zatem pogodzić organizacyjne wydzielenie działalności maklerskiej, szeroki zakres tajemnicy zawodowej oraz możliwość wykonywania przez bank wspólnych procesów. Art. 147 zachowuje funkcję ochronną, art. 150

reguluje przypadki ujawnienia objęte jego zakresem, art. 111 i 112a ustanawiają szczególny mechanizm wewnętrznego współdziałania, a art. 113 wyznacza granicę dla czynności klientowskich stanowiących element świadczenia usług maklerskich.

Zatem art. 147 i 150 ustawy nie powinny być postrzegane jako przepisy blokujące prawidłowo zorganizowany przepływ informacji pomiędzy biurem maklerskim a innymi jednostkami tego samego banku. Obowiązujący reżim opiera się na funkcjonalnym ograniczeniu dostępu: informacja musi być potrzebna do wykonania prawnie dopuszczalnej czynności, dostęp powinien przysługiwać właściwej osobie i pozostawać proporcjonalny do celu, a dalsze wykorzystanie danych musi podlegać kontroli. Tajemnica zawodowa zachowuje więc funkcję ochronną, bez utożsamiania organizacyjnego wydzielenia biura maklerskiego z prawną separacją dwóch odrębnych podmiotów.

Dlatego wydaje się, że przy dyskusji na temat granic współdziałania biura maklerskiego z innymi jednostkami banku oraz przepływu informacji pomiędzy nimi kluczowe znaczenia ma dyskusja na temat zakresu oraz katalogu czynności określonych §4 Rozporządzenia a niekoniecznie art. 147 i 150 ustawy.



Polacy coraz mocniej stawiają na ETF-y. Rynek pobił kolejny rekord.

Michał Duniec, prezes Analiz Online



Na koniec czerwca 2026 r. polscy inwestorzy indywidualni mieli 19,6 mld zł w ETF-ach i innych produktach typu ETP. Od początku roku wartość tych aktywów wzrosła o 52%, a napływy netto osiągnęły rekordowe 4,6 mld zł – więcej niż w całym 2025 r. Zdecydowana większość nowego kapitału trafiła do ETF-ów akcyjnych, przede wszystkim zapewniających szeroką ekspozycję na światowe rynki – wynika z najnowszego raportu Analiz Online, którego partnerem jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Najważniejsze dane:

- 19,6 mld zł wynosiły aktywa Polaków w ETF-ach i innych ETP-ach na koniec czerwca 2026 r.;
- 52% wzrosła wartość rynku w pierwszym półroczu;
- 4,6 mld zł wyniosły napływy netto – więcej niż w całym 2025 r.;
- 90% środków wpłaconych w drugim kwartale trafiło do ETF-ów akcyjnych.

Aktywa blisko granicy 20 mld zł

Wartość ETF-ów i innych ETP-ów znajdujących się w portfelach polskich inwestorów wzrosła z 12,84 mld zł na koniec 2025 r. do 19,6 mld zł na koniec czerwca br. Tylko w drugim kwartale zwiększyła się o 27%. Niemal każdy kolejny miesiąc przynosił nowy rekord, a tempo rozwoju rynku wyraźnie przyspieszyło.

W 2025 r. aktywa rosły średnio o około 0,5 mld zł miesięcznie. W pierwszym półroczu 2026 r. przeciętny miesięczny przyrost

przekroczył już 1,1 mld zł. Za wzrostem rynku stała zarówno poprawa koniunktury na giełdach, jak i napływ nowych środków. W drugim kwartale saldo wpłat i wypłat wyniosło 2,06 mld zł, po rekordowych 2,6 mld zł w pierwszych trzech miesiącach roku. Łącznie od stycznia do czerwca inwestorzy wpłacili netto 4,6 mld zł, wobec 4,2 mld zł w całym 2025 r. Sam czerwiec przyniósł ponad 800 mln zł napływów netto.

O skali zmian świadczy nie tylko wzrost wartości aktywów, lecz przede wszystkim rekordowe napływy. W ciągu sześciu miesięcy polscy inwestorzy skierowali do ETF-ów i innych ETP-ów więcej pieniędzy niż w całym ubiegłym roku. Pokazuje to, że produkty notowane na giełdach zajmują coraz ważniejsze miejsce w portfelach inwestycyjnych.

Globalne akcje na pierwszym planie

Najchętniej wybieraną klasą aktywów pozostawały akcje. W drugim kwartale do ETF-ów akcyjnych trafiło 1,86 mld zł, czyli aż 90% wszystkich napływów. Najwięcej nowego kapitału pozyskały produkty umożliwiające szeroką dywersyfikację geograficzną.

Liderem napływów został Vanguard FTSE All-World UCITS ETF, do którego w drugim kwartale trafiło 298 mln zł. Wartość aktywów polskich inwestorów w tym funduszu wzrosła do 1,7 mld zł. Na drugie miejsce przesunął się iShares MSCI ACWI UCITS ETF, który pozyskał 178 mln zł i zgromadził 1,67 mld zł.

Cztery z dziesięciu największych ETF-ów w portfelach Polaków zapewniają szeroką ekspozycję na rynki globalne. W pierwszej dziesiątce znalazły się również produkty śledzące indeks S&P 500, Nasdaq-100, producentów półprzewodników, rynki wschodzące oraz polski WIG20TR.

Struktura napływów pokazuje, że inwestorzy wykorzystują ETF-y przede wszystkim do budowania szeroko zdywersyfikowanej ekspozycji na światowy rynek akcji. Największe środki trafiają do funduszy obejmujących setki lub tysiące spółek. Rośnie więc nie tylko skala rynku, ale również znaczenie ETF-ów jako podstawowego narzędzia długoterminowego inwestowania.

Poza akcjami najwięcej kapitału pozyskały produkty surowcowe – ponad 70 mln zł, głównie za sprawą ETP-ów powiązanych ze złotem. Największy produkt surowcowy w portfelach polskich inwestorów, iShares Physical Gold ETC, zgromadził około 500 mln zł. Jednocześnie odpływy odnotowywały produkty związane z notowaniami ropy naftowej.

ETP-y zapewniające ekspozycję na kryptowaluty przyciągnęły ponad 50 mln zł, a ETF-y obligacyjne 48 mln zł. Najpopularniejszym produktem kryptowalutowym pozostawał Beta ETF Bitcoin Portfelowy FIZ, którego aktywa przekroczyły 77 mln zł.

OKIEM EKSPERTA: Polacy coraz mocniej stawiają na ETF-y. Rynek pobił kolejny rekord.

Trzech dostawców kontroluje trzy czwarte rynku

Rynek pozostaje silnie skoncentrowany. Na koniec czerwca liderem był iShares z aktywami wynoszącymi 8,7 mld zł i 45-proc. udziałem. Vanguard zgromadził 3,4 mld zł, co odpowiadało 17% rynku, a Beta ETF zajmowała trzecie miejsce z udziałem na poziomie 13%.

Łącznie trzech największych dostawców odpowiadali za 75% aktywów polskich inwestorów oraz 74% napływów netto w drugim kwartale. Na uwagę zasługuje również szybki rozwój TFI PZU, które kilka miesięcy po debiucie pierwszego ETF-u na GPW zajmowało już 11. miejsce wśród ponad 50 dostawców, z aktywami wynoszącymi 140 mln zł.

Dynamicznie rozwijała się także krajowa część rynku. Wartość aktywów w ETF-ach i innych ETP-ach notowanych na GPW wzrosła w drugim kwartale o 24%, do prawie 3,5 mld zł, a napływy netto wyniosły około 400 mln zł. Najwięcej nowych środków trafiło do funduszy Beta ETF – 228 mln zł. Produkty TFI PZU pozyskały łącznie 118 mln zł.

Rozbudowuje się również oferta warszawskiej giełdy. W pierwszym kwartale 2026 r. na rynku głównym zadebiutowało pięć nowych ETP-ów, a w drugim kolejnych 14: od TFIPZU (ślądzący indeks

MSCI World Net TR z zabezpieczeniem ryzyka walutowego oraz zapewniający ekspozycję na notowania złota), Beta ETF (tradycyjne na mWIG40), Virtune (na kryptowaluty) oraz aż osiem od HANetf: tematyczne inwestujące między innymi w producentów złota, miedzi i uranu, spółki związane z dronami i sektorem obronnym, a także przedsiębiorstwa mogące uczestniczyć w odbudowie Ukrainy. W przygotowaniu są następne produkty, w tym ETF-y na polskie obligacje, indeks WIG140 oraz globalny indeks FTSE All-World w wersji z zabezpieczeniem ryzyka walutowego do złotego.

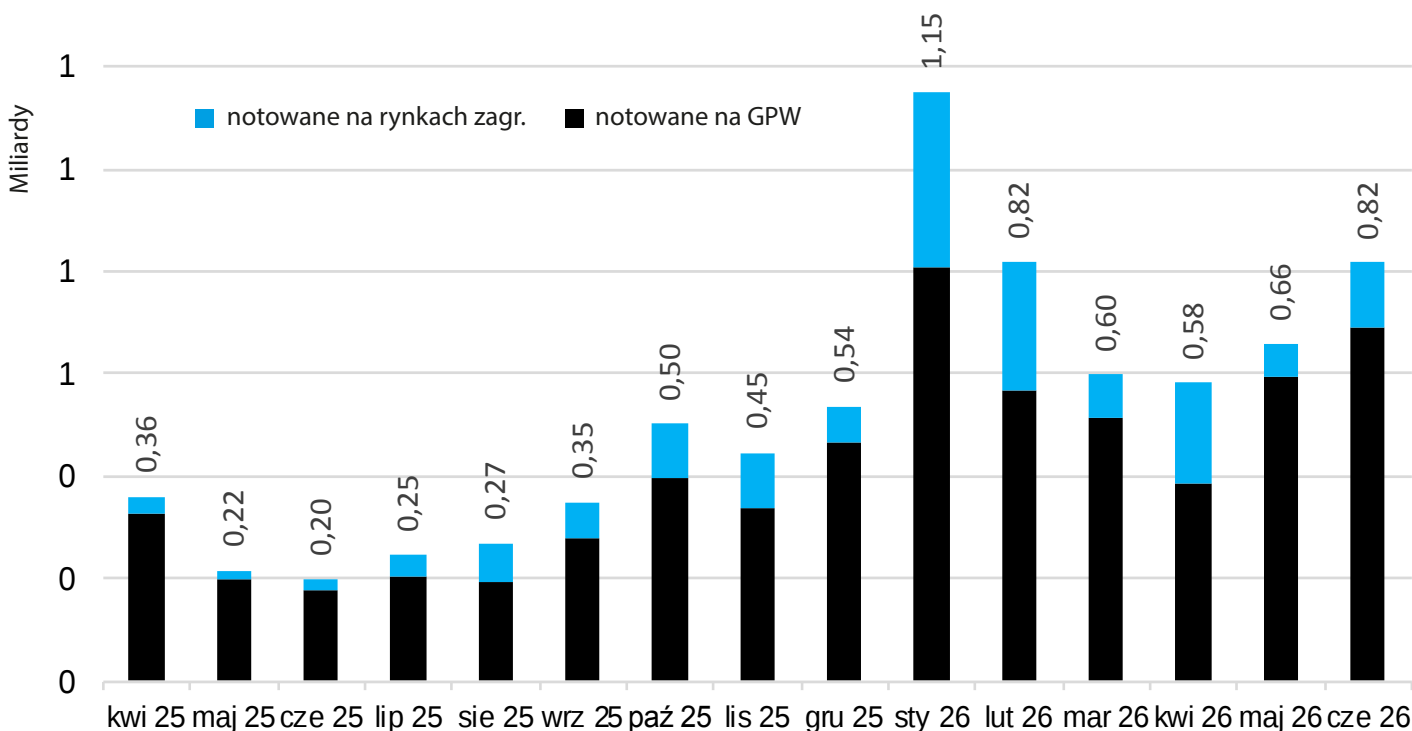
Równolegle rozwija się oferta funduszy indeksowych działających w tradycyjnej formule. W sumie na koniec czerwca inwestorzy mieli dostęp do 38 tradycyjnych funduszy indeksowych oraz blisko 1800 ETP-ów w krajowych domach maklerskich.

O raporcie

Raport „Aktywa Polaków w ETF-ach – czerwiec 2026” przedstawia wartość aktywów zgromadzonych przez polskich inwestorów indywidualnych w ETF-ach i innych produktach typu ETP, a także strukturę oraz kierunki napływu kapitału. Szacunki Analizy Online zostały przygotowane na podstawie danych krajowych domów maklerskich, towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

Napływy środków do ETF-ów w portfelach klientów indywidualnych

Saldo wpłat i wypłat (w mln PLN)



Źródło: szacunki Analizy.pl na podstawie danych z krajowych domów maklerskich, TFI oraz KDPW

Powstaje polski przewodnik dla emisji obligacji transformacyjnych.

Autorzy:



dr Jolanta Turek,
ESG Director w CVI DM,
członkini założycielka POLSIF,
Szkola Główna Handlowa w Warszawie



dr Anna Grygiel-Tomaszewska,
SCR, członkini Rady Programowej POLSIF,
Szkola Główna Handlowa w Warszawie,
kierowniczka Zakładu Zarządzania Finansami
Przedsiębiorstwa



dr hab. Robert Sroka,
Wiceprezes POLSIF,
Akademia Leona Koźmińskiego,
Co-Dyrektor Centrum Etyki Biznesu

Transformacja polskiej gospodarki będzie wymagała znaczących nakładów kapitałowych, szczególnie w sektorach energochłonnych i trudnych do dekarbonizacji. Aby wesprzeć rozwój rynku finansowania transformacji, POLSIF – Sustainable Investment Forum Poland prowadzi prace nad krajowym przewodnikiem dla emisji obligacji transformacyjnych. Celem inicjatywy jest stworzenie praktycznego narzędzia, które pomoże emitentom, inwestorom i instytucjom finansowym oceniać oraz przygotowywać wiarygodne emisje wspierające proces transformacji gospodarczej.

Projekt koordynowany przez Roksanę Kałużną-Bałazę powstaje jako odpowiedź na rosnącą potrzebę finansowania przedsiębiorstw znajdujących się na ścieżce transformacji. Ambicją autorów nie jest tworzenie kolejnego standardu konkurującego z istniejącymi rozwiązaniami międzynarodowymi, lecz przygotowanie praktycznego przewodnika dostosowanego do realiów polskiego rynku. Dokument bazuje na najlepszych dostępnych praktykach i wytycznych organizacji takich jak ICMA, LMA oraz Climate Bonds Initiative, uwzględniając jednocześnie specyfikę polskiej gospodarki, samorządów oraz spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Kluczowym celem prac jest zwiększenie wiarygodności rynku obligacji transformacyjnych oraz ograniczenie ryzyka greenwashingu. Projekt koncentruje się na ocenie wiarygodności planów transformacji emitentów, transparentności raportowania i jakości finansowanych przedsięwzięć. W założeniu ma on ułatwić zarówno pozyskiwanie kapitału przez podmioty realizujące transformację, jak i podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez instytucje finansowe.

Przewodnik powstaje w formule szerokich konsultacji rynkowych. POLSIF przeprowadził już warsztaty i spotkania konsultacyjne z przedstawicielami towarzystw funduszy inwestycyjnych, banków oraz domów maklerskich. Uczestnicy dyskusji podkreślali potrzebę stworzenia wspólnego języka dla emitentów i inwestorów, jasnych kryteriów oceny obligacji transformacyjnych oraz rozwiązań odpowiadających na wyzwania związane z raportowaniem i oceną rzeczywistego postępu transformacji. Wnioski z tych konsultacji są obecnie wykorzystywane do dalszego dopracowywania projektu.

Dotychczasowe rozmowy pokazały również potrzebę uwzględnienia specyfiki polskich sektorów przechodzących transformację, takich jak energetyka, ciepłownictwo czy przemysł. Uczestnicy rynku wskazywali także na znaczenie wypracowania rozwiązań, które będą z jednej strony użyteczne w praktyce, a z drugiej zapewnią inwestorom odpowiedni poziom bezpieczeństwa i przejrzystości.

Najbliższe miesiące poświęcone będą dalszym konsultacjom oraz finalizacji dokumentu. Efektem prac ma być powszechnie dostępny przewodnik wspierający rozwój rynku obligacji transformacyjnych w Polsce i ułatwiający kierowanie kapitału do przedsięwzięć mających realny wpływ na transformację gospodarki. POLSIF zachęca wszystkie zainteresowane instytucje finansowe, emitentów oraz ekspertów do udziału w konsultacjach i współtworzenia tego rynkowego projektu. Pierwszy draft dokumentu został zaprezentowany podczas III edycji Sustainable Finance Forum w dniu 17 września 2026, które odbyło się na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.



Ścieżka onboardingu klienta usług maklerskich – z górki czy pod górkę?

mec. Michał Karwasiński, radca prawny, partner, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy Sp. j.



Jak ukształtowała się obecna ścieżka klienta usług maklerskich.

Chyba wszyscy zgadzamy się co do tego, że od co najmniej **20 lat** na rynku kapitałowym dają się zarysować dwa główne nurty (podejścia) do sprzedaży klientom usług inwestycyjnych i instrumentów finansowych:

- 1. Podejście regulacyjne** – regularnie nakładające na firmy inwestycyjne kolejne, liczne obowiązki związane z badaniem klienta i ograniczeniami w zbywaniu usług i instrumentów finansowych, obejmujące choćby badanie odpowiedniości, adekwatności czy zasady zarządzania produktowego, uzupełniane interwencjami produktowymi i wytycznymi nadzorczymi. Podejście to uzasadnia coraz szerszy wachlarz ograniczeń i obowiązków coraz dalej idącą potrzebą ochrony inwestorów – zwłaszcza detalicznych – nie tylko przed nadużyciami, ale także (a może przede wszystkim) skutkami ich własnego braku wiedzy i rozeznania na rynku kapitałowym.
- 2. Podejście sprzedażowe** – wskazujące, że klient, przytłaczany coraz większą ilością coraz mniej celowych obowiązków, ogranicza swoją aktywność na rynku kapitałowym znacznie poniżej racjonalnego poziomu, a świadczenie usług inwestycyjnych w warunkach galopującej inflacji regulacyjnej stanowi wyzwanie zarówno operacyjne, jak i niekiedy logiczne. W tym ostatnim przypadku przywołuje się choćby próbę zaoferowania klientowi usług wraz z (wymaganą regulacyjnie) informacją o tym, że w każdym scenariuszu opracowanym zgodnie z regulacjami

klient poniesienie stratę. Podejście to przyjmuje, że ochrona inwestora nie może polegać na tym, że klient w ogóle zrezygnuje z inwestowania, zniechęcony zarówno formą, ilością, jak i treścią otrzymywanych informacji, pytań, ankiet i ograniczeń.

Wydaje się, że przebieg ścieżki klienta – i w ogóle rozwój polskiego rynku kapitałowego – w ostatnich dwóch dekadach kształtowany był przez nieustanne napięcie pomiędzy powyższymi podejściami – przy czym podejście regulacyjne zdecydowanie święci triumfy, a **ścieżka klienta od 20 lat prowadzi jakby coraz bardziej pod górkę. I to coraz bardziej stromą.**

W tym kontekście wydaje się celowym zebranie podsumowania możliwości, które stoją przed firmami inwestycyjnymi, aby zaradzić negatywnym skutkom tak ukształtowanej ścieżki klienta – wykorzystując czasem obecne i łatwo dostępne mechanizmy.

Czy obecnie ścieżka klienta w zakresie onboardingu i uproduktowania zawsze musi piąć się stromo pod górę?

W tym miejscu warto zasygnalizować, że na wykreowanie tak stromej ścieżki pod górkę złożyły się nie tylko przepisy prawa i nadzorcze podejście – ale także praktyka samych instytucji finansowych – które (być może) mogłyby korzystać z dostępnych obecnie rozwiązań ułatwiających klientom nabywanie usług inwestycyjnych – zwłaszcza tych najbardziej powszechnych. Mam na myśli choćby przewidziane przez MiFID **wyłączenie spod obowiązku przeprowadzania testów odpowiedniości dla tzw. nieskomplikowanych instrumentów finansowych, gdy umowa zawierana jest z inicjatywy klienta**¹. W tym zakresie katalog instrumentów finansowych mogących korzystać z wyłączenia jest stosunkowo szeroki, obejmując m.in. notowane akcje, obligacje i certyfikaty inwestycyjne czy szeroki zakres jednostek uczestnictwa.

Na marginesie jedynie wskazać należy, że w ostatnich miesiącach także Przedstawiciele Nadzoru przy okazji konferencji rynku kapitałowego sygnalizowali – niejako przypominając – powyższe wyłączenie w ramach dyskursu o deregulacji rynku kapitałowego w ogólności.

Drugim już obecnie dostępną możliwością wypłaszczenia ścieżki klienta już w samym procesie jego uproduktowania jest **możliwość oferowania instrumentów finansowych poza pozytywną grupą docelową w przypadku, gdy klient nabywa instrument finansowy z własnej, wyłącznej inicjatywy**. Rozwiązanie to² także w ograniczonym stopniu bywa wykorzystywane w polskiej przestrzeni maklerskiej – możliwe, że jedną z przyczyn jest kwestia interpretacji i praktycznego ujęcia „wyłącznej inicjatywy

¹ Art. 83h ust. 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

² Par. 39 ust. 10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych

OKIEM EKSPERTA: Ścieżka onboardingu klienta usług maklerskich – z góry czy pod górę?

klienta”, która została opatrzona dość rygorystycznie sformułowanym stanowiskiem KNF³, wiążącym inicjatywę klienta ze sposobem docierania przez firmę inwestycyjną do klienta z przekazem marketingowym.

Wydaje się, że obecnie istnieje przestrzeń do analizy i możliwe, że odświeżenie polskiego stanowiska nadzorczego dotyczącego zarządzania produktowego, w szczególności, że unijne wytyczne ESMA⁴ wydają się bardziej koncentrować na wskazówkach dotyczących oferowania instrumentów choćby w powiązaniu z usługą doradztwa inwestycyjnego, aniżeli rozwijaniu warunków ograniczających możliwości elastycznego oferowania (najczęściej tych bardziej skomplikowanych i ryzykownych) instrumentów finansowych.

A co na to zagranica? Spoglądając na ścieżki w innych krajach UE...

Próbując zmieścić się w wąskich ramach niniejszej publikacji – jedynie zasygnalizowania wymaga, że szereg firm inwestycyjnych z siedzibą w innych krajach UE – które prowadzą w Polsce działalność maklerską (często w oparciu o polski oddział) – często oceniają polskie środowisko regulacyjne jako bardziej restrykcyjne niż choćby na sąsiadujących z Polską rynkach kapitałowych. W szczególności w odniesieniu do nieskomplikowanych instrumentów finansowych, znacznie powszechniejsze jest korzystanie z dopuszczonych przez MiFID wyłączeń – ale także elastycznego podejścia do zarządzania produktowego. W tym zakresie zasygnalizować także należy specyficzne dla polskiego rynku ograniczenia związane z pozyskiwaniem klientów firmy inwestycyjnej związane z szerokim ujęciem normatywnym działalności agenta firmy inwestycyjnej⁵. Powyższa konstrukcja doprecyzowana została także stanowiskiem KNF⁶ – i łącznie powodują, że możliwości konstrukcji popularnych na innych rynkach UE konstrukcji tzw. programów partnerskich doznają na polskim rynku kapitałowym daleko idących ograniczeń.

Z drugiej strony – polski rynek kapitałowy na tle innych rozwiniętych rynków jest w dość nikłym stopniu nasycony nadzorczymi ograniczeniami w dystrybucji szeregu skomplikowanych instrumentów finansowych. Jako jasny przykład można przywołać tzw. produkty strukturyzowane, których dystrybucja w Polsce podlega jedynie ogólnym zasadom zarządzania produktowego – w przeciwieństwie do wielu unijnych jurysdykcji, w których dystrybucja ta doznaje ograniczeń⁷ – niekiedy przyjmujących wręcz formę całkowitego moratorium na ich oferowanie⁸.

Z tej perspektywy – jednoznaczna ocena polskiej przestrzeni regulacyjnej, w której porusza się klient usług maklerskich, jako

bardziej restrykcyjnej niż w innych krajach UE, nie znajduje pełnego oparcia w faktycznych stanowiskach i praktyce stosowania regulacji rynku finansowego.

Czy technologia może pomóc w wypłaszczaniu ścieżki klienta?

Podczas gdy stosy papierowych dokumentów odchodzą powoli do lamusa, cyfryzacja i automatyzacja onboardingu – poprawiająca niewątpliwie tzw. UX klienta – nieszczególnie ogranicza zakres i treść informacji, które muszą zostać przez klienta przekazane i otrzymane. W szczególności zwrócić należy uwagę, że klient chcąc skorzystać z oferty różnych instytucji finansowych w każdym przypadku musi wspinać się po ścieżce w pełnym zakresie, podając często wielokrotnie te same informacje i odpowiadając na te same lub bardzo podobne pytania. Możliwe, że trend multiinstytucjonalizacji usług wzmoże się wraz z wdrożeniem już niebawem regulacji dotyczących osobistych kont inwestycyjnych (OKI), zgodnie z którymi klient będzie mógł posiadać wiele rachunków w różnych instytucjach. W tym zakresie warto spoglądając na perspektywy ścieżki klienta zwrócić uwagę na projektowane i znajdujące się w unijnym procesie legislacyjnym regulacje FIDA/FIDAR⁹, które (w uproszczeniu) mają m.in. zobowiązać m.in. firmy inwestycyjne do udostępniania danych klienta – w tym informacji które klient przekazał w procesie onboardingu – innym firmom inwestycyjnym. Taka przymusowa wymiana danych, połączona z trendami standaryzacji ścieżki klienta – może zdecydowanie ograniczyć ilość informacji pozyskiwanych od klienta przez kolejną instytucję, w szczególności jeśli na wspomniane możliwości nałożymy jeszcze technologiczny trend w zakresie tzw. platformizacji usług inwestycyjnych. I choć regulacje te są postrzegane jako kontrowersyjne z perspektywy polityki nadzorczej – a tym samym ich procedowanie legislacyjne doznaje pewnych ograniczeń i trudności – warto mieć na uwadze tę szansę na rozwój bazy klientowskiej dzięki technologicznym i regulacyjnym możliwościom, które koncepcja otwartych finansów (jako rozwinięcie koncepcji otwartej bankowości) może zapewnić.

Moda na deregulację – czy klientowi będzie łatwiej wspinać się po stromej ścieżce?

Na fali pewnego rodzaju mody na deregulację – w ostatnich 2 latach byliśmy świadkami szeregu inicjatyw ustawodawczych mających na celu ograniczenie nadmiernych wymogów prawno – regulacyjnych (deregulację) albo ich upraszczanie (symplicyfikację). Ich znaczna ilość nie zawsze odpowiadała jakości – natomiast w kontekście ścieżki klienta warto zwrócić uwagę na jeden z procedowanych obecnie¹⁰ projektów zmiany ustawy o obrocie

³ Vide: www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stowisko_UKNF_dot_zarzadzania_produkowego_72596.pdf

⁴ Vide: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-08/ESMA35-43-3448_Guidelines_on_product_governance_PL.pdf

⁵ Art. 79 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁶ Vide: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stowisko_UKNF_ws_programow_polecen_oraz_programow_partnerskich_84269_84429.pdf

⁷ Tytułem przykładu można podać jurysdykcję Włoch i Francji.

⁸ Takie moratorium obowiązuje w Belgii.

⁹ Wniosek: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ram dostępu do danych finansowych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1093/2010, (UE) nr 1094/2010, (UE) nr 1095/2010 i (UE) 2022/2554.

¹⁰ Art. 4 pkt 28) Projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (<https://legislacja.gov.pl/projekt/12408751/katalog/13195502#13195502>). Projekt ten dodaje w art. 83h po ust. 5 – nowy ust. 5a).

OKIEM EKSPERTA: Ścieżka onboardingu klienta usług maklerskich – z góry czy pod górę?

instrumentami finansowymi. Zgodnie z tą propozycją – także w przypadku, gdy umowa o świadczenie usług maklerskich jest zawierana z inicjatywy firmy inwestycyjnej (nie jest zawierana z inicjatywy klienta), a jej przedmiotem są nieskomplikowane instrumenty finansowe – **możliwe miałyoby być ograniczenie badania wiedzy klienta jedynie w zakresie rozumienia podstawowych cech tych instrumentów oraz wskaźnika ryzyka do zysku, oraz uznanie ich za odpowiednie niezależnie od doświadczenia posiadanego przez klienta.** Powyższa inicjatywa ustawodawcza odpowiada ma na zgłaszane przez rynek wyzwania logiczne dotyczące w szczególności rozpoczynania przez klientów inwestycji w sytuacji, gdy brak doświadczenia inwestycyjnego powodował generowanie wniosku o braku odpowiedniości instrumentów finansowych, który to wniosek często powodował, że... klient nadal nie posiada doświadczenia inwestycyjnego. Z całą pewnością tego rodzaju rozwiązania regulacyjne – mieszczące się w ogólnych ramach zasad wytycznych nakładanych przez MiFID – stanowią wartościowy kierunek zmian, który może spowodować, że ścieżka klientów – zwłaszcza tych początkujących – będzie odrobinę mniej stroma, a miejscami być może wręcz poprowadzona po płaskich nizinach przestrzeni regulacyjnej.



A może to nie tylko luzowanie regulacyjne – ale obudowanie ścieżki klienta doradztwem inwestycyjnym?

Spoglądając na kwestię onboardingu i uproduktowania klienta usług maklerskich – warto zwrócić uwagę, że uzasadnieniem dla inflacji regulacji ostrożnościowych jest właśnie ochrona klientów, którzy posiadają często bardzo ograniczoną wiedzę o rynku finansowym i tworzących go instrumentach. I w tym kontekście podkreślić należy, że odpowiedzią na taką sytuację może być nie tylko pancerz regulacji ostrożnościowych – ale może przede wszystkim usługi same usługi maklerskie – choćby w postaci doradztwa inwestycyjnego. W tym zakresie należy jedynie zasygnalizować – już obecne od wielu lat – trendy regulacyjne i samoregulacyjne w innych krajach UE – w których bardziej złożone i skomplikowane instrumenty finansowe oferowane są klientowi razem z usługą doradztwa inwestycyjnego. W teorii rozwiązanie to może wydawać się proste – natomiast należy pamiętać o przyczynach dla których na polskim rynku kapitałowym doradztwo inwestycyjne dla klienta detalicznego nie rozwijało się dynamicznie (może poza rynkiem dystrybucji funduszy inwestycyjnych). Podnieść należy tutaj m.in. konieczność zebrania dużej ilości sensytywnych informacji o kliencie (sytuacja finansowa, cele finansowe itd.), a także znaczny nakład pracy niezbędny do rzetelnego opracowania i przekazania klientowi rekomendacji

inwestycyjnych. Obecne trendy technologiczne umożliwiające świadczenie usługi doradztwa w oparciu o algorytmy (robodradztwo) mogą jedynie częściowo stanowić odpowiedź na te wyzwania. I w tym kontekście zwrócić warto uwagę na obszar zmian legislacyjnych związanych z tzw. RIS i Dyrektywą Omnibus – która obejmuje szereg rozwiązań dotyczących „investment journey” – ale także koncepcję tzw. **simple advice**. Tego rodzaju „uproszczone” doradztwo inwestycyjne miałyoby obejmować usługi doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do zdywersyfikowanych, nieskomplikowanych oraz niedrogich instrumentów finansowych¹¹. Bonusem związanym z ograniczeniem zakresu takiej usługi miało by być uproszczenie i ograniczenie informacji, które firma inwestycyjna będzie zobowiązana do pozyskania

przy jej świadczeniu – w szczególności w zakresie wiedzy i doświadczenia związanego z instrumentami będącymi przedmiotem doradztwa. Powyższy proces legislacyjny jest jeszcze na etapie nie pozwalającym precyzyjnie i jednoznacznie określić terminu jego ukończenia i oczywiście ostatecznego kształtu – niemniej warto zwrócić uwagę na te trendy regulacyjne – także pod kątem obecnej i przyszłej oferty produktowej dla klientów – która być może w powiązaniu z usługą doradztwa inwestycyjnego mogła by w luźniejszy sposób traktować rygory badania wiedzy i doświadczenia klienta.

Przepisy przepisami – a praktyka wspinaczki klienta w Polsce z perspektywy firmy inwestycyjnej.

Można oczywiście rozważać teoretycznie możliwości stosowania wyłączeń i ułatwień – ale niezbędne jest osadzenie takiego podejścia w realiach rynku kapitałowego w Polsce. A realia te obfitują w ostatnich miesiącach w liczne i znaczące sankcje administracyjne, stosowane przez Komisję Nadzoru Finansowego w związku z nieprawidłowościami związanymi z budowaniem ścieżki klienta przez firmy inwestycyjne – choćby w obszarze zarządzania produktowego i tworzenia dla klientów architektury sprzedażowej w szczególności obejmującej bardziej skomplikowane instrumenty finansowe. Sankcje te – stanowiące oczywiście ważny i celowy środek kształtowania rynku finansowego, pełnią m.in. funkcje prewencji ogólnej – dyscyplinująco – represyjną¹². A jako takie z pewnością nie będą zachęcać ostrożne firmy inwestycyjne do śmiałego (a już zwłaszcza pionierskiego) rozważania rozwiązań, które mogły by taką ścieżkę klienta wypłaszczać. I dokładnie w tym miejscu niezbędne jest odwołanie się do **profesjonalnie zorganizowanej wewnętrznej funkcji compliance oraz odpowiedzialnej roli doradców prawnych i regulacyjnych**. Precyzyjne rozróżnienie pomiędzy konstrukcjami, które naruszają

¹¹ Oryg. „well-diversified, non-complex and cost-efficient financial instruments”

¹² Za: Anna Romanowska – Zielonka, Departament Prawny UKNF, materiały seminarium CEDUR z dn. 17 maja 2016 r. „Sankcje – wysokość, przesłanki wymiaru, przepisy przejściowe”.

OKIEM EKSPERTA: Ścieżka onboardingu klienta usług maklerskich – z góry czy pod górę?

przepisy prawa i oczekiwania nadzorcze, i które unicestwiają cel regulacji w postaci racjonalnej ochrony inwestorów na rynku kapitałowym – a konstrukcjami, które w umiejętny sposób zmierzać mają do ułatwiania onboardingu klienta i oferowania szerokiego katalogu instrumentów finansowych – jest w tym momencie absolutnie kluczowe. Wymaga jednak nie tylko mechanicznego stosowania regulacji i stanowisk nadzorczych, ale **głębokiego, praktycznego zrozumienia specyfiki polskiego detalicznego rynku kapitałowego i podejścia nadzorczego**, umożliwiającego wypracowywanie rozwiązań ułatwiających jednocześnie onboarding i uproduktowanie klienta usług maklerskich, z zachowaniem zasad bezpieczeństwa na rynku finansowym, niezbędnej ochrony inwestorów i stabilności rynku finansowego (o którego dbałość jest normatywnym obowiązkiem KNF).

Podsumowanie – którą na szczyt?

Jeśli ścieżka, po której idziemy wiedzie stromo pod górę – to znaczy, że jesteśmy na dobrej drodze na szczyt. To filozoficzne zdanie może nawet czasem motywować do pokonywania trudności, nie wiadomo natomiast, czy taka stroma ścieżka pod górę doprowadzi klienta usług maklerskich na szczyt inwestycyjnych możliwości, czy też szczyt zwykłej frustracji i zniechęcenia do inwestowania na rynku kapitałowym. Dlatego dostrzegając te za-

rysowane powyżej miejsca, w których ścieżka ta może prowadzić nieco z góry, a co najmniej się wypłaszczyć – warto zaapelować do wszystkich uczestników rynku, aby spojrzeli na ścieżkę klienta jako na centralny obszar, gdzie ma miejsce udział inwestorów detalicznych w rynku kapitałowym. A jak wskazuje zarówno Prezes IDM Waldemar Markiewicz, jak i Przewodniczący KNF, prof. Jacek Jastrzębski – rynek kapitałowy ma służyć przede wszystkim do finansowania obciążonych ryzykiem innowacji. Aby tą rolę spełnił – **nie możemy poprzestać na rozwiązaniach, które ułatwiają ścieżkę klienta wyłącznie w zakresie instrumentów bezpiecznych, nieskomplikowanych**, skłaniając także racjonalne zarządy firm inwestycyjnych do konstruowania oferty usług inwestycyjnych do dostępnych uproszczeń w procedurach klientowskich. Warto rozpocząć dyskusję i prace także w tym znacznie trudniejszym obszarze – czyli w jaki sposób klienci detaliczni w szerszym zakresie mogą uczestniczyć – z wykorzystaniem bardziej ryzykownych i skomplikowanych instrumentów – w rynku kapitałowym i finansowaniu często innowacyjnych, ryzykownych projektów. W przeciwnym razie – w szczególności z nadchodzącymi rozwiązaniami w zakresie preferencji podatkowych (OKI) portfele klientów będą zapełniane przez instrumenty finansowe – ale niekoniecznie te w największym stopniu finansujące potrzeby rozwijającej się polskiej gospodarki.



Osobiste Konta Inwestycyjne – praktyczne wyzwania dla domów maklerskich.

Tobiasz Dolny, Partner, doradca podatkowy, ALTO

Jakub Sobieski, Assistant Manager, radca prawny, doradca podatkowy, ALTO



zwolnień oraz szereg innych wymogów ustawowych związanych z OKI generują liczne praktyczne wyzwania dla instytucji wdrażających ten produkt.

Aktywa dopuszczalne na rachunku OKI

Pomimo, że OKI będzie mogło funkcjonować m.in. w formie rachunku maklerskiego, nie wszystkie kategorie aktywów standardowo dopuszczalne na takim rachunku będą mogły być na nim zapisane w ramach OKI.

Ustawa przewiduje zamknięty katalog aktywów dopuszczalnych, obejmujący m.in. środki i należności na rachunku pieniężnym, skarbowe obligacje oszczędnościowe, papiery wartościowe notowane na wybranych rynkach regulowanych i w ASO oraz jedynie wybrane instrumenty finansowe niebędące papierami wartościowymi (do aktywów OKI nie zaliczymy na przykład kontraktów terminowych, opcji oraz innych instrumentów pochodnych). Domy maklerskie będą musiały dostosować systemy i procesy, tak aby na rachunku OKI mogły być ewidencjonowane wyłącznie aktywa spełniające warunki ustawowe. Już na etapie wdrożenia jest to jedno z istotnych wyzwań operacyjnych.

Aktywa zwolnione i opodatkowane

W przestrzeni publicznej pojawia się coraz więcej informacji o OKI. Najczęściej akcentowana jest kwestia zwolnienia z podatku aktywów do 100 tys. zł oraz różnego rodzaju kalkulacje pokazujące, kiedy inwestowanie w ramach OKI będzie korzystniejsze od inwestycji na standardowym rachunku. Znacznie rzadziej zwraca się uwagę na to, że nie wszystkie aktywa, które mogą zostać zapisane na OKI, będą korzystały ze zwolnienia.

OKI ma wspierać rozwój polskiego rynku kapitałowego, więc zwolnienie jest zasadniczo ukierunkowane na polskie instrumenty finansowe. Przykładowo w przypadku akcji zwolnieniem mają być objęte wyłącznie akcje wyemitowane przez spółki, których kapitał zakładowy jest denominowany w PLN. Może to być zaskoczeniem dla części inwestorów, ponieważ niektóre spółki identyfikowane jako polskie i notowane w PLN na polskiej giełdzie nie będą objęte zwolnieniem, jeżeli ich siedziba znajduje się za granicą, a kapitał zakładowy jest denominowany w walucie obcej. Zwolnienie nie obejmie również akcji spółek zagranicznych, nawet jeżeli są notowane w PLN na GlobalConnect, ani popularnych zagranicznych funduszy ETF.

W przypadku certyfikatów inwestycyjnych i jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych sytuacja jest jeszcze bardziej złożona, ponieważ warunkiem zwolnienia z podatku jest odpowiednia struktura aktywów funduszu, tj. lokowanie co najmniej 70% aktywów w tzw. aktywa kwalifikowane.



Ustawa o OKI została już uchwalona i wchodzi w życie 1 stycznia 2027 r. Założeniem nowego produktu inwestycyjnego jest zachęcenie Polaków do aktywniejszego inwestowania i w efekcie skierowanie na rynek kapitałowy części środków zgromadzonych obecnie na depozytach bankowych.

Jednymi z kluczowych podmiotów zaangażowanych w tę inicjatywę powinny być domy i biura maklerskie, za pośrednictwem których inwestorzy będą lokować środki na rynku kapitałowym. Jednocześnie przewidziana w ustawie zupełnie nowa koncepcja opodatkowania podatkiem od wartości aktywów, system

Podział dostępnych aktywów na zwolnione i opodatkowane generuje po stronie domu maklerskiego **obowiązek odpowiedniego oznaczenia poszczególnych instrumentów oferowanych w ramach OKI**. Będzie to niezbędne dla prawidłowego raportowania danych do urzędu skarbowego.

Stopień skomplikowania systemu zwolnień prowadzi również do praktycznego pytania, jak skonstruować ofertę OKI dla klienta:

1. **Czy udostępnić klientowi na rachunku wyłącznie aktywa zwolnione z podatku?** Taka konstrukcja ograniczałaby ryzyko wątpliwości i pomyłki po stronie klienta co do kwalifikacji poszczególnych aktywów.
2. **Czy udostępnić klientowi zarówno aktywa zwolnione, jak i opodatkowane?** Takie rozwiązanie zwiększa elastyczność oferty, ale generuje ryzyko niezrozumienia zasad opodatkowania przez klienta i potencjalnych reklamacji. W przypadku udostępnienia różnych kategorii aktywów kluczowe będzie odpowiednie informowanie klienta o kwalifikacji podatkowej poszczególnych instrumentów.

Informowanie klienta o zasadach opodatkowania OKI – jak to zrobić?

Przepisy przewidują, że jednym z elementów umowy o prowadzenie OKI będzie oświadczenie klienta, że zapoznał się z zasadami opodatkowania aktywów zgromadzonych na OKI podatkiem od wartości aktywów. Oświadczenie ma obejmować w szczególności akceptację zasad rozliczania podatku oraz świadomość braku możliwości rozpoznania straty podatkowej.

Wątpliwości budzi jednak to, jaką funkcję ma pełnić takie oświadczenie i czy jego złożenie przez klienta rzeczywiście będzie równoznaczne ze zrozumieniem zasad opodatkowania OKI.

Chociaż przepisy nie wskazują tego wprost, w praktyce to instytucja finansowa, jako profesjonalny podmiot pozostający w relacji z konsumentem, będzie odpowiedzialna za właściwe poinformowanie klienta o zasadach podatkowych związanych z OKI. Ważne będzie więc przygotowanie odpowiednich materiałów informacyjnych, które w prosty i zrozumiały sposób wyjaśnią klientowi zasady funkcjonowania OKI. Nie będzie to jednak łatwe zadanie, ponieważ pomimo deklarowanej prostoty nowy produkt w praktyce może okazać się dość skomplikowany.

To domy maklerskie będą w przyszłości mierzyły się z reklamacjami klientów, którzy z uwagi na niezrozumienie zasad OKI mogą zgłaszać wątpliwości związane z rozliczeniem podatku, zakresem zwolnienia lub kwalifikacją poszczególnych aktywów. Prawidłowość postępowania wobec klienta, w tym sposób informowania go o zasadach funkcjonowania OKI, może być również przedmiotem zainteresowania organów państwowych, takich

jak Rzecznik Finansowy czy UOKiK. Dlatego już na etapie wdrożenia istotne będzie odpowiedzialne podejście do komunikacji z klientem.

Raportowanie i kalkulacja wartości aktywów

Jednym z kluczowych obowiązków instytucji prowadzących OKI będzie raportowanie:

1. **do urzędu skarbowego** – informacji o prowadzeniu OKI, która będzie zawierała w szczególności dane o średniej wartości aktywów,
2. **do klienta** – informacji o aktywach OKI, zgodnie z zasadami określonymi w umowie o prowadzenie OKI
3. **do KNF** – informacji o prowadzonych OKI obejmujących dane wskazane w przepisach

Raportowanie będzie dużym wyzwaniem dla instytucji finansowych. Konieczne będzie dostosowanie systemów operacyjnych w taki sposób, aby umożliwiała generowanie kompletnych i prawidłowych danych.

Szczególne znaczenie będą miały informacje przekazywane do urzędów skarbowych, na podstawie których Krajowa Administracja Skarbowa (KAS) będzie ustalała kwotę podatku do zapłaty przez klienta. W raportach do administracji skarbowej konieczne będzie właściwe wyodrębnienie poszczególnych kategorii aktywów i przekazanie danych w ustrukturyzowanej formie zgodnie ze schemą.

Istotne wątpliwości praktyczne wiążą się również z przewidzianym w projekcie wzorem ustalania średniej wartości aktywów, w tym z zasadami korygowania tej wartości o wpłaty. Mechanizm ten będzie musiał zostać prawidłowo zaimplementowany w systemach operacyjnych instytucji prowadzących OKI w taki sposób, aby uwzględniać różne możliwe scenariusze operacji realizowanych przez klientów.

Szansa dla branży maklerskiej, ale nie bez wyzwań

OKI mogą stać się istotnym impulsem do rozwoju rynku kapitałowego i zwiększenia aktywności inwestorów indywidualnych. Z perspektywy domów maklerskich nie będzie to jednak wyłącznie nowy produkt sprzedażowy, ale również złożony projekt regulacyjny, podatkowy i operacyjny.

Dlatego wdrożenie OKI wymaga od domów maklerskich odpowiednio wczesnego przygotowania systemów, procedur, dokumentacji i materiałów informacyjnych. Instytucje, które podejść do tego procesu kompleksowo, mogą wykorzystać OKI jako realną szansę biznesową. Te, które ograniczą się wyłącznie do formalnego uruchomienia rachunku, mogą natomiast szybko zderzyć się z ryzykiem reklamacji, błędów raportowych i wątpliwości regulacyjnych.

Ewolucja doradztwa inwestycyjnego: od rekomendacji do długotrwałego partnerstwa.

Eliza Dąbrowska, Dyrektor do spraw rozwoju usługi doradztwa inwestycyjnego, Departament Analiz i Doradztwa Noble Securities S.A.



a jednocześnie to człowiek pozostaje najbardziej zaufanym źródłem porad inwestycyjnych. Rola doradcy przesuwana się więc z dostawcy informacji w stronę jej kuratora, weryfikatora i tłumacza. Nie oznacza to, że rekomendacja przestaje być ważna. Przeciwnie – pozostaje fundamentem doradztwa inwestycyjnego. Tyle że samo pytanie „co kupić?” coraz częściej jest początkiem, a nie końcem procesu. W jakiej części portfela? Przy jakim poziomie ryzyka? Co zrobić, jeśli scenariusz się nie zrealizuje? I kiedy z inwestycji wyjść? W Noble Securities odpowiedzią nie zawsze jest kolejna transakcja. Wydajemy również rekomendacje z zaleceniem „Trzymaj”, w których aktualizujemy poziom zlecenia zabezpieczającego, czyli poziom wyjścia z inwestycji. Klienci doceniają takie podejście do inwestowania na GPW, choć – co jest już częścią natury inwestowania – nie zawsze stosują się do proponowanych zabezpieczeń. Właśnie tutaj najlepiej widać, że wartość doradztwa powstaje także pomiędzy rekomendacją kupna i sprzedaży. Inwestor nie podejmuje bowiem decyzji w próżni. Towarzyszą mu strach, chciwość, nadmierna pewność siebie czy FOMO. W czasie hossy zabezpieczenie wydaje się niepotrzebne, po gwałtownym spadku sprzedaż zaczyna wyglądać jak wybawienie. Rynek się zmienia, natura inwestora – znacznie mniej. Czasami największą wartością doradcy nie jest więc przekonanie klienta do wykonania transakcji, ale przekonanie go, żeby jej nie wykonywał. Potwierdzają to również badania Vanguard. Wśród ponad 12 tys. badanych inwestorów 86 proc. klientów korzystających z doradztwa deklarowało, że daje im ono większy spokój w kwestiach finansowych. Co więcej, wysoki poziom stresu finansowego deklarowało 14 proc. klientów korzystających z doradztwa wobec 27 proc. inwestujących samodzielnie.

Jedenaście lat to na rynku kapitałowym wystarczająco długo, by przeżyć bessy, hossy, gwałtowne korekty, pandemię, powrót inflacji i wysokich stóp procentowych, wojnę za wschodnią granicą, ale też prawdziwą rewolucję w dostępie do informacji i inwestowania. To również wystarczająco długo, by zobaczyć, jak zmienia się klient korzystający z doradztwa inwestycyjnego – i czego oczekuje od swojego doradcy. W Noble Securities przez ten czas próg aktywów wymaganych do podpisania umowy doradztwa wzrósł z 25 do 50 tys. zł. Dziś w portfelach objętych usługą znajduje się ponad 1,7 mld zł aktywów, a od początku jej funkcjonowania wydaliśmy ponad 5 tys. rekomendacji w ramach czterech strategii inwestycyjnych. Zmieniły się jednak nie tylko liczby. Jeszcze kilkanaście lat temu sam dostęp do informacji finansowej miał wartość. Dziś inwestor ma w telefonie notowania, raporty spółek, serwisy analityczne, media społecznościowe i aplikacje inwestycyjne, a od niedawna także sztuczną inteligencję. Problemem coraz rzadziej jest brak informacji. Coraz częściej – jej nadmiar, selekcja i interpretacja.

Czy w takim świecie doradca jest jeszcze potrzebny? Badanie CFA Institute z 2026 r., przeprowadzone wśród ponad 2400 zamożnych inwestorów, pokazuje ciekawy paradoks. Około jedna trzecia młodych inwestorów korzysta już z generatywnej AI do edukacji finansowej, 43 proc. przedstawicieli Gen Z korzysta z robo-advisory,

Badania Morningstar pokazują, że inwestorzy rzeczywiście doceniają taką rolę. W trzech z czterech analizowanych badań wsparcie behawioralne znalazło się wśród najważniejszych źródeł wartości doradcy. Maksymalizacja stopy zwrotu zajęła pierwsze miejsce tylko w jednym. W innym badaniu Morningstar, dotyczącym powodów kontynuowania współpracy z doradcą, jakość porady wskazało 22 proc. odpowiedzi, wsparcie behawioralne 16 proc., a czynniki związane z wynikami inwestycyjnymi – 12 proc. Z naszej perspektywy równie ważna jest trwałość relacji. Klienci Noble Securities pozostają z nami przez lata, a doradcy poznają ich sposób inwestowania, reakcje na zmienność i podejście do ryzyka. W tym czasie zmienia się rynek, ale zmienia się również klient – jego majątek, doświadczenie, cele i horyzont inwestycyjny. Dobre doradztwo musi zmieniać się razem z nim.

Technologia ten proces będzie wspierać. AI może szybciej analizować informacje, algorytm monitorować portfel, a ETF tania zapewnić ekspozycję na rynek. Badania CFA Institute pokazują zresztą, że młodzi inwestorzy nie wybierają pomiędzy technologią a człowiekiem. Korzystają z obu. Kierunek zmian prowadzi więc raczej do modelu hybrydowego niż zastąpienia doradcy przez algorytm. Po jedenastu latach doświadczeń coraz wyraźniej

OKIEM PRAKTYKA BIZNESU: Ewolucja doradztwa inwestycyjnego: od rekomendacji do długotrwałego partnerstwa.

widzimy, że rekomendacja pozostaje sercem doradztwa, ale nie wyczerpuje jego wartości. Ta powstaje także w zarządzaniu ryzykiem, tłumaczeniu rynku, aktualizowaniu wcześniejszych zaleceń i powstrzymywaniu pochopnych decyzji.

Doradztwo ewoluuje więc od odpowiedzi na pytanie „co zrobić dzisiaj?” do znacznie trudniejszego: „**jak dobrze inwestować przez lata?**”

Źródła i badania

CFA Institute, „Next-Gen Investors: A Guide for Wealth Managers and Financial Advisors”, 2026 – badanie ponad 2400 inwestorów z sześciu rynków; wykorzystanie AI i robo-advisory, zaufanie do doradców oraz rozwój hybrydowego modelu doradztwa.

CFA Institute – pełny raport

Morningstar, „Why Do Clients Think Advisors Are Valuable?”, 2024 – analiza czterech badań dotyczących tego, jakie elementy współpracy z doradcą klienci uważają za najbardziej wartościowe.

Morningstar – badanie wartości doradztwa

Morningstar, „Why Do Investors Keep Their Financial Advisors Around?” – badanie 620 klientów doradców dotyczące powodów kontynuowania współpracy.

Morningstar – badanie trwałości relacji z doradcą

Vanguard, „The Emotional and Time Value of Advice”, 2025 – badanie 12 443 amerykańskich inwestorów, w tym 7 746 korzystających z doradztwa; analiza emocjonalnej i czasowej wartości profesjonalnego doradztwa.

Vanguard – Emotional and Time Value of Advice

Materiał stanowi informację handlową i jest rozpowszechniany w celu reklamy lub promocji usług Noble Securities S.A. („NS”). Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z możliwością utraty nawet całości zainwestowanego kapitału. Szczegółowe informacje o NS oraz o ryzyku związanym z inwestowaniem w instrumenty finansowe znajdują się na stronie: www.noblesecurities.pl, w zakładce: Dom maklerski | Rachunek maklerski | Dokumenty.



Inicjatywa uproszczenia procesu badania adekwatności oraz wzmocnienie przejrzystości zasad komunikacji z klientem.

mec. Justyna Jarząbek, radca prawny, Izba Domów Maklerskich



Dla rozwoju rynku i lepszej obsługi inwestorów. Izba Domów Maklerskich przedstawia postulaty dotyczące komunikacji z klientami i zarządzania produktowego

Rozwój rynku kapitałowego wymaga stabilnych regulacji i wysokich standardów ochrony inwestorów, jak również rozwiązań, które umożliwiają firmom inwestycyjnym efektywne świadczenie usług. Kluczowa pozostaje także edukacja klientów na temat rynku i jego produktów. Mając na względzie powyższe czynniki, Izba Domów Maklerskich (IDM) w sierpniu 2026 r. przekazała do Komisji Nadzoru Finansowego oraz Ministerstwa Finansów pakiet siedmiu postulatów dotyczących komunikacji z klientami, zarządzania produktowego oraz jakości danych produktowych na rynku.

Przedstawione propozycje wpisują się w szerszą dyskusję o tym, jak rozwijać polski rynek kapitałowy przy jednoczesnym zachowaniu wysokich standardów ochrony inwestorów. W ocenie IDM wiele zgłaszanych kwestii nie dotyczy samych przepisów, lecz sposobu ich interpretacji i stosowania w szybko zmieniającym się, cyfrowym środowisku usług inwestycyjnych. Doprecyzowanie tych obszarów mogłoby zapewnić stabilność regulacyjną, ułatwić prowadzenie działań edukacyjnych i informacyjnych oraz w konsekwencji poprawić doświadczenia klientów korzystających z usług firm inwestycyjnych.

Dlaczego temat jest ważny?

Polski rynek kapitałowy stoi dziś przed wyzwaniem mobilizacji oszczędności gospodarstw domowych. Jednocześnie firmy inwestycyjne funkcjonują w środowisku regulacyjnym, w którym niektóre przepisy oraz interpretacje mogą prowadzić do niepewności co do zakresu dopuszczalnej komunikacji z klientami. W rezultacie część podmiotów zachowuje daleko idącą ostrożność, ograniczając działania informacyjne i edukacyjne nawet tam, gdzie ich celem nie

jest promowanie konkretnego produktu, lecz dostarczanie wiedzy niezbędnej do samodzielnego inwestowania.

Zdaniem IDM potrzebne jest więc znalezienie równowagi pomiędzy ochroną klienta a możliwością przekazywania rzetelnych informacji, które pomagają inwestorom lepiej rozumieć rynek i dostępne instrumenty finansowe.

Szczegółowe postulaty IDM:

Postulat 1. Jasne zasady dotyczące inicjatywy własnej klienta

Kluczowym postulatem przedstawionym przez IDM jest doprecyzowanie zasad dotyczących tzw. inicjatywy własnej klienta. Izba wskazuje, że obecne przepisy oraz praktyka ich interpretacji pozostawiają istotne wątpliwości dotyczące tego, kiedy komunikacja firmy inwestycyjnej może być uznana za wpływającą na decyzję inwestycyjną klienta, a kiedy transakcja nadal ma charakter działania podejmowanego z inicjatywy samego inwestora.

IDM proponuje, aby za okoliczność wyłączającą inicjatywę własną klienta uznawać takie działania firmy inwestycyjnej, które jednocześnie mają charakter spersonalizowany oraz są ukierunkowane na wywarcie wpływu na decyzję klienta dotyczącą nabycia konkretnego instrumentu finansowego lub zawarcia określonej umowy. O kwalifikacji danego działania powinny decydować przede wszystkim jego cel, charakter i kontekst, a nie sam fakt przekazania informacji czy wykorzystany kanał komunikacji.

Postulat zakłada również wyraźniejsze rozróżnienie pomiędzy inicjatywą klienta przy zawarciu umowy a inicjatywą klienta przy podejmowaniu konkretnej decyzji inwestycyjnej. Większa precyzja w tym zakresie mogłaby ograniczyć rozbieżności interpretacyjne oraz ułatwić jednolite stosowanie przepisów przez uczestników rynku.

IDM zwraca również uwagę na potrzebę określenia zasad dotyczących okresu, przez jaki komunikat skierowany do klienta powinien być uwzględniany przy ocenie inicjatywy własnej klienta. W ocenie Izby wraz z upływem czasu maleje znaczenie wcześniejszej komunikacji dla późniejszych działań inwestora, dlatego kwestia ta wymaga bardziej jednoznacznych ram interpretacyjnych.

Proponowane zmiany mogłyby ograniczyć niepewność regulacyjną związaną z komunikacją prowadzoną przez firmy inwestycyjne. Przełożyłoby się to na szerszy dostęp inwestorów do informacji o rynku kapitałowym i instrumentach finansowych oraz zmniejszenie barier utrudniających aktywizację klientów.

Postulat 2. Neutralne funkcje platform nie powinny być traktowane jako wyłączenie inicjatywy klienta

STANOWISKA IDM: Inicjatywa uproszczenia procesu badania adekwatności.

Nowoczesne platformy inwestycyjne oferują klientom wykresy, dane historyczne, raporty emitentów, wskaźniki analityczne czy dokumenty KID. Są to podstawowe narzędzia służące podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych. Zdaniem IDM samo prezentowanie takich informacji nie powinno automatycznie oznaczać aktywnego zachęcania do zawarcia transakcji.

Wg IDM o charakterze komunikatu powinny decydować jego cel, forma i kontekst, a nie sam fakt udostępnienia określonych danych.

Takie podejście mogłoby wspierać rozwój nowoczesnych narzędzi inwestycyjnych przy jednoczesnym zachowaniu wymogów ochrony klienta.

Postulat 3. Więcej możliwości edukowania potencjalnych inwestorów

Kolejna propozycja dotyczy możliwości kierowania ogólnych informacji inwestycyjnych, komentarzy rynkowych i materiałów edukacyjnych również do osób, które nie zawarły jeszcze umowy z firmą inwestycyjną.

IDM wskazuje, że edukacja finansowa jest szczególnie potrzebna osobom dopiero rozważającym rozpoczęcie inwestowania. Jednocześnie materiały takie nie zawierają indywidualnych rekomendacji inwestycyjnych. Ich udostępnianie mogłoby zwiększyć świadomość finansową społeczeństwa i zachęcać do bardziej aktywnego korzystania z rynku kapitałowego.

Postulat 4. Edukacja bez ryzyka uznania za dystrybucję

Czwarty postulat koncentruje się na relacji między edukacją a regulacjami dotyczącymi dystrybucji produktów inwestycyjnych.

IDM proponuje doprecyzowanie przepisów w taki sposób, aby neutralne materiały edukacyjne, informacje o klasach aktywów czy wyjaśnienia dotyczące zasad funkcjonowania instrumentów finansowych nie były automatycznie traktowane jako oferowanie konkretnego produktu.

Rozwiązanie to mogłoby zwiększyć skalę działań edukacyjnych prowadzonych przez instytucje nadzorowane, a jednocześnie zachować wyraźną granicę między edukacją a sprzedażą.

Postulat 5. Proporcjonalne informowanie o ryzyku

W obszarze komunikacji marketingowej IDM proponuje przyjęcie bardziej proporcjonalnego podejścia do prezentowania informacji o ryzyku.

W praktyce oznaczałoby to możliwość stosowania krótkich, czytelnych ostrzeżeń wraz z odesłaniem do pełnych informacji o ryzyku w przypadku krótkich komunikatów, takich jak banery, wiadomości w aplikacji czy posty w mediach społecznościowych.

Celem nie jest ograniczenie zakresu informacji przekazywanych klientowi, lecz poprawa ich przejrzystości i skuteczności. Zbyt rozbudowane komunikaty często utrudniają bowiem odbiorcy zrozumienie najważniejszych informacji.

Postulat 6. Równe standardy dla wszystkich uczestników rynku
IDM zwraca również uwagę na potrzebę zapewnienia porównywalnych standardów komunikacji i ochrony klienta dla wszystkich podmiotów świadczących usługi inwestycyjne w Polsce.

Postulat zakłada objęcie zagranicznych firm inwestycyjnych działających na polskim rynku takimi samymi oczekiwaniami dotyczącymi marketingu, komunikacji z klientem czy zarządzania produktowego, jakie stosowane są wobec krajowych podmiotów.

Rozwiązanie to miałooby sprzyjać wyrównaniu warunków konkurencji oraz zapewniać inwestorom podobny poziom ochrony niezależnie od tego, z usług którego podmiotu korzystają.

Postulat 7. Jedno źródło danych produktowych dla rynku

Ostatni postulat dotyczy infrastruktury rynku i jakości danych produktowych. IDM proponuje stworzenie przez GPW jednolitego, aktualnego i ustrukturyzowanego standardu informacji o instrumentach finansowych notowanych na giełdzie.

W praktyce oznaczałoby to stworzenie centralnego źródła danych obejmującego m.in. dokumenty KID, informacje o ryzyku, charakterystyce produktów czy ich kwalifikacji regulacyjnej.

Dla firm inwestycyjnych przełożyłoby się to na większą automatyzację procesów i ograniczenie ryzyka korzystania z nieaktualnych danych, natomiast klienci otrzymywaliby bardziej spójne informacje niezależnie od instytucji, z której usług korzystają.

Podsumowanie

Wspólny cel: rozwój rynku przy zachowaniu wysokich standardów

Wszystkie siedem postulatów IDM łączy wspólny cel: zapewnienie ram regulacyjnych, które z jednej strony gwarantują wysoki poziom ochrony inwestorów, a z drugiej pozwalają firmom inwestycyjnym efektywnie realizować funkcje informacyjne, edukacyjne i marketingowe.

Przedstawione propozycje stanowią wkład w dalszą dyskusję o kierunkach rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Doprecyzowanie wybranych obszarów regulacyjnych mogłoby sprzyjać zwiększeniu aktywności inwestorów, ograniczeniu niepewności interpretacyjnej oraz budowie bardziej konkurencyjnego, nowoczesnego rynku kapitałowego, który wspiera rozwój polskiej gospodarki.

Wyzwania związane z rozwojem rynku kapitałowego wymagają wspólnego poszukiwania rozwiązań. Przedstawione postulaty mają stanowić wkład w tę dyskusję i wspierać wypracowanie rozwiązań odpowiadających zarówno potrzebom inwestorów, jak i oczekiwaniom regulacyjnym. Izba pozytywnie ocenia otwartość Komisji Nadzoru Finansowego na dialog z rynkiem, uznając ją za ważny element budowania skutecznych i proporcjonalnych ram funkcjonowania rynku kapitałowego.

TOP WYDARZENIE BRANŻY FIRM INWESTYCYJNYCH

 30 lat
Izba
Domów
Maklerskich Forum Firm
Inwestycyjnych

***Kierunek – klient!
Nowe produkty,
nowe technologie,
wyzwania regulacyjne.***

**3 listopada 2026 r.
Sala notowań GPW,
Warszawa, ul. Książęca 4**

ZAREJESTRUJ SIĘ NA FFI'26

<https://idm.com.pl/forum-firm-inwestycyjnych-1>

PATRONAT MEDIALNY



Bankier.pl

Comparic



inwestorzy.tv

inwestycje.pl


INVEST CUFFS
POLAND 2025 pap
biznesPOLAK
inwestor Portfel
Polaka SOF
subiektywnie
o finansach Strefa
Inwestorów STOCKBROKER TELEWIZJA
BIZNESOWA TRAMPKI
NA GIEŁDZIE

Kobiety rynku kapitałowego.

Wywiad z **Barbarą Stęchły**, Dyrektor Zarządzającą Obszaru Klientów Prywatnych IPOPEMA Private Investments w IPOPEMA Securities



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

To nie był przypadek. Świadomie wybrałam finanse i bankowość i od początku wiedziałam, że chcę rozwijać swoją drogę zawodową w tym obszarze (od szkoły podstawowej uwielbiałam matematykę i uczestniczyłam w olimpiadach z matmy również na poziomie wojewódzkim – czyli cyfry, logika ect).

A rynek kapitałowy zainteresował mnie szczególnie, bo łączy różne światy, które są mi bliskie i w których się świetnie czuję: liczby i relacje, analityczne oraz strategiczne myślenie i intuicję, wiedzę i umiejętność podejmowania decyzji w warunkach, w których nigdy nie mamy stuprocentowej pewności.

Współpraca z ludźmi – klientami i współpracownikami od samego początku była dla mnie ważna i cenna. Mam to szczęście, że robiłam i robię to co lubię. Przez lata kariery mogłam i mogę się wciąż rozwijać – w bankach, w których budowałam jedne z największych obszarów private bankingu, odpowiedzialności nad biurem maklerskim czy zarządzaniem ponad 4 – tysięcznym zespołem dedykowanym klientom indywidualnym, zamożnym i biznesowym. Doświadczenia praktyczne zdobywałam także jako członek Rady Nadzorczej. A obecnie – jako zarządzająca Obszarem Klientów Prywatnych IPOPEMA Private Investments – stawiając na dynamiczny rozwój jakościowego wealth management dla klientów prywatnych, fundacji, firm i family office.

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

Pomaga przede wszystkim wiedza, kompetencje i ludzie, którzy potrafią dostrzec potencjał niezależnie od płci. Sama miałam szczęście spotkać na swojej drodze osoby, które patrzyły przede wszystkim na to, co potrafię, jakie mam doświadczenie,

osiągnięcia, wartości i cele oraz jakie mamy wspólne aspiracje w zakresie współpracy i rozwoju.

A co utrudnia? Niestety – część barier nadal siedzi w stereotypach oraz w naszych „głowach” i w nas samych – kobietach. Na szczęście sytuacja się zmienia i trend jest pozytywny, bo kobiety stają się coraz bardziej odważne, niezależne, mocno stawiające na rozwój – choć nadal często chcą być świetnie, ba nawet perfekcyjnie przygotowane, zanim powiedzą: „jestem gotowa”. Mężczyźni statystycznie częściej mówią to znacznie wcześniej. Dlatego kobietom pomaga otwarte otoczenie oraz determinacja by sięgać po więcej. To duże uproszczenie – temat jest tak złożony, że mogłoby wyczerpać całą naszą rozmowę.

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

Zmienia się i to bardzo wyraźnie. Kiedy zaczynałam pracę w finansach, był to świat bardziej męski niż dzisiaj. Dziś obecność kobiet na stanowiskach zarządczych, eksperckich i menedżerskich nikt już nie dziwi, choć nadal nie wszędzie proporcje są na odpowiednim poziomie.

Czy kobiety trzeba wspierać? Tak – mądrze. Nie jestem zwolenniczką tworzenia przekonania, że kobiety potrzebują specjalnej taryfy ulgowej. Potrzebują natomiast dostępu do ambitnych projektów, możliwości awansu i równych szans, również w procesach rekrutacji na bazie kompetencji i doświadczeń. Czasami rzeczywiście wystarczy po prostu nie przeszkadzać i równie ważne jest aktywne otwieranie drzwi, które przez lata dla kobiet pozostawały mniej dostępne.

Takie wsparcie jest korzystne dla samych organizacji, bo jak wskazują badania McKinsey „Diversity Matters” z 2020, firmy z wyższym udziałem kobiet w zespołach zarządzających mają większe osiągnięcia w obszarze wzrostu rentowności.

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

Mam do niej podejście pragmatyczne. W idealnym świecie taka regulacja nie byłaby potrzebna, bo o składzie władz spółek decydowałyby wyłącznie kompetencje, doświadczenie i różnorodność perspektyw, a kobiety miałyby dokładnie takie same możliwości rozwoju i dojścia na najwyższe stanowiska i nie byłoby tzw. „szklanego sufitu”.

Skoro jednak przez wiele lat zmiana następowała w Polsce wolno – regulator zdecydował się ją przyspieszyć – cieszę się, że na początku lipca 2026 ustawa wdrażająca dyrektywę UE 2022/2381 została uchwalona przez Sejm oraz podpisana przez Prezydenta.

Widzę sens w tym impulsie i ważne jest, aby w tej zmianie widzieć efekty, które zaistniały już wcześniej w tysiącach firm, w których zróżnicowane zarządy przełożyły się na wyższe rezultaty.

5. Czy i kiedy rynek kapitałowy będzie kobietą? Czy dyrektywa to początek realnej zmiany? Tak... Nie...

WSPIERAMY RÓŻNORODNOŚĆ: Kobiety rynku kapitałowego.

Powiedziałabym: **tak** – początek realnej zmiany, ale nie dzięki samej dyrektywie.

Regulacja da transparentne fundamenty i może otworzyć „szerzej drzwi”, ale nie zbuduje za nas całej ścieżki zawodowej kobiet – począwszy od chęci do ciągłego uczenia się, odpowiedzialności, konsekwencji w dążeniu do rozwoju, cierpliwości oraz drogi przez pierwsze stanowiska, role eksperckie i menedżerskie, aż po zarządy i rady nadzorcze.

A czy rynek kapitałowy będzie kobietą? Mam nadzieję, że nie będzie ani kobietą, ani mężczyzną. Będzie po prostu miejscem, w którym o pozycji zawodowej decydują kompetencje, wyniki i zdolność do budowania wartości. Dla mnie właśnie to będzie oznaką prawdziwej zmiany.

6. Jakie widzi Pani wyzwania i korzyści z wdrożenia dyrektywy?

Największym wyzwaniem jest uniknięcie podejścia czysto formalnego i wdrożenie przejrzystych procesów rekrutacyjnych i nominacyjnych oraz przygotowanie odpowiedniej puli kandydatów i kandydatek. Jeśli wdrożenie dyrektywy ograniczy się do poszukiwania kobiet tylko po to, żeby spełnić wymagany wskaźnik, zgubimy jej sens.

Korzyści – to znacznie lepsze wykorzystanie talentów wraz z ograniczeniem ryzyka pomijania kompetentnych osób w danej firmie, większa różnorodność w podejmowaniu decyzji biznesowych, wzmocnienie ładu korporacyjnego czy potencjalnie lepsze wyniki biznesowe i finansowe oraz wzrost konkurencyjności.

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

Jednym z największych wyzwań jest pokazanie ludziom, że rynek kapitałowy nie jest światem zarezerwowanym dla ekspertów śledzących notowania od rana do wieczora. Polacy zgromadzili ponad 3 biliony oszczędności i ... znaczna ich część nadal pozostaje poza rynkiem kapitałowym na nisko oprocentowanych kontach.

Wyzwaniem dla naszej branży jest wciąż potrzeba realnej i rzetelnej edukacji finansowej Polek i Polaków oraz zadbania o ich zdrowie finansowe. Ważne są kolejne wdrożenia ułatwień w procesach długoterminowego inwestowania (np. ulgi podatkowe) czy rozliczanie przychodów z zagranicznych inwestycji.

Kolejnym wyzwaniem jest zmieniający się świat i klient. Dostęp do informacji i produktów jest dziś niemal natychmiastowy. Sama informacja przestała więc być przewagą. Coraz większą wartością staje się umiejętność jej interpretacji, selekcji możliwości i przełożenia ich na dobrą decyzję.

I tu widzę ogromną rolę profesjonalnego planowania finansowego oraz doradztwa inwestycyjnego. Technologia może podać nam tysiąc odpowiedzi. Dobry doradca pomaga zadać właściwe pytanie.

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

Mam trzy bardzo konkretne cele.

Pierwszy – dynamiczny rozwój w IPOPEMA Private Investments modelu, w którym klient otrzymuje więcej wartości niż sam dostęp do produktów finansowych. Rozwijamy organizację, notowaną od 17 lat na GPW, która łączy kompetencje rynku kapitałowego z indywidualnym podejściem do klienta i profesjonalnym doradztwem inwestycyjnym wraz z otwartą architekturą produktową. Zależy mi na tworzeniu silnego zespołu doradców, maklerów i środowiska, w którym ludzie mają przestrzeń do rozwoju, przedsiębiorczości, brania odpowiedzialności i proponowania rozwiązań.

Drugi cel – to zdrowie finansowe i dobrostan finansowy milionów Polek i Polaków. W EFPA Polska, z którym jestem związana od blisko 17 lat, a obecnie jako wiceprezesa zarządu EFPA Polska, wdrożyliśmy 2 lata temu i dynamicznie rozwijamy Program Zdrowia Finansowego. Dzięki dofinansowaniu z Ministerstwa Finansów oraz mBanku, partnera strategicznego, skalujemy go, aby dotrzeć w ciągu roku do kilkunastu tysięcy Polaków. Sercem programu są przeglądy Zdrowia Finansowego realizowane przez certyfikowanych Trenerów zdrowia finansowego.

A trzeci cel – od kilku lat dzielę się swoją wiedzą podczas wykładów oraz jako mentorka młodych ludzi i przyszłych liderów. Daje mi to niesamowite spełnienie i radość – w ten cel zamierzam zaangażować się jeszcze bardziej.

A szerzej? Żebyśmy jako branża mówili o inwestowaniu bardziej zrozumiałym językiem. Rynek kapitałowy nie potrzebuje kolejnych barier tworzonych przez skomplikowane słownictwo, procesy czy procedury. Potrzebuje większego zaufania, dobrej i sprawdzonej edukacji finansowej oraz rozmowy z klientem o tym, co dla niego naprawdę ważne. Wdrożenie OKI będzie dla branży finansowej dużym, ogólnopolskim sprawdzianem transparentnej, zrozumiałej komunikacji dotyczącej tego produktu. Trzymam za nas kciuki!

Jeżeli swoją pracą dokładam do tego choć kawałek – zarówno rozwijając IPOPEMA Private Investments i EFPA Polska, jak i pokazując innym kobietom, że w finansach jest dla nich miejsce również na najwyższych szczeblach – to jest to kierunek, który daje mi dużą satysfakcję, zadowolenie i dumę.

9. Kogo wskazałaby Pani do kolejnego wywiadu?

Anna Kujawska, Executive Director, Goldman Sachs, z którą współpracowałam w Raiffeisen Polbank. Wysokiej klasy profesjonalistka, łącząca karierę w strukturach zagranicznych ze wsparciem rozwoju rynku w Polsce. Ogromna wiedza merytoryczna, głęboka znajomość rynku lokalnego, a przy tym zrozumienie potrzeb klienta i empatia.



PO GODZINACH: Długi horyzont. Czego sport wytrzymałościowy nauczył mnie o czasie, decyzjach i przywództwie.

Długi horyzont. Czego sport wytrzymałościowy nauczył mnie o czasie, decyzjach i przywództwie.

Krzysztof Dresler, Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego, triathlonista amator, autor bloga Dresler.pl



Im dłużej pracuję na rynku finansowym, tym bardziej dochodzę do wniosku, że najcenniejszym zasobem współczesnego świata nie jest kapitał, technologia ani nawet sztuczna inteligencja.

Jest nim zdolność myślenia w długim horyzoncie.

Żyjemy w epoce natychmiastowości. Wyniki rozliczamy kwartalnie, informacje konsumujemy w kilkunastosekundowych filmach, a nowe technologie przyzwyczajają nas do odpowiedzi otrzymywanych niemal natychmiast. Wszystko ma być szybciej.

Paradoksalnie właśnie dlatego sport wytrzymałościowy stał się dla mnie czymś znacznie więcej niż aktywnością fizyczną.

Stał się szkołą czasu.

Kilka lat temu stanąłem na starcie swojego pierwszego maratonu w Berlinie. Później przyszedł pierwszy pełny Ironman, a kolejne lata przyniosły starty w Tokio, Nowym Jorku, Chicago, Sydney, Bostonie i Cape Town, przeplatane zawodami triathlonowymi.

Z perspektywy kibica najważniejszym momentem jest przekroczenie linii mety. Dla zawodnika jest ona jedynie krótkim epilogiem znacznie dłuższej historii. To, co naprawdę zmienia człowieka, wydarza się dużo wcześniej – podczas setek zwyczajnych

treningów, poranków, w których łatwiej byłoby zostać w domu, i chwil zwątpienia, które uczą wytrwałości.

Arystoteles pisał, że „*jesteśmy tym, co robimy wielokrotnie. Doskonałość nie jest więc czynem, lecz nawykiem.*” Trudno o trafniejszy opis sportów wytrzymałościowych.

Ironman czy maraton nie zaczynają się na linii startu. Rozpoczynają się setkami zwyczajnych dni, kiedy budzik dzwoni wcześniej niż zwykle, a trening wykonuje się nie dlatego, że ma się na niego ochotę, lecz dlatego, że jest częścią większego planu.

To doświadczenie niezwykle przypomina budowanie wartości w biznesie. Największe osiągnięcia rzadko rodzą się z jednego spektakularnego działania. Są efektem cierpliwej kumulacji dobrze wykonanej pracy.

Anders Hansen w książce *Mózg* przypomina, że nasz mózg nie ewoluował po to, aby planować strategię na dekady czy przygotowywać się przez rok do Ironmana. Powstał po to, aby przetrwać. Dlatego biologicznie jesteśmy zaprogramowani na natychmiastową nagrodę. Sport wytrzymałościowy uczy nas działać wbrew temu mechanizmowi.

Każdy trening jest inwestycją, której efektów nie zobaczymy jutro. Każdy kilometr jest niewielkim depozytem składanym na konto przyszłej lepszej wersji samego siebie. Może właśnie dlatego tak wielu ludzi rynku kapitałowego odnajduje się w sportach długiego dystansu. W obu przypadkach wartość powstaje poprzez konsekwencję, a nie pojedynczy spektakularny ruch.

Pierwszy Ironman nauczył mnie jeszcze jednej rzeczy. Przez kilkanaście godzin organizm nieustannie wysyła sygnały, aby zwolnić. Prawdziwym przeciwnikiem nie jest jednak sam dystans. Jest nim sposób, w jaki interpretujemy zmęczenie.



PO GODZINACH: Długi horyzont. Czego sport wytrzymałościowy nauczył mnie o czasie, decyzjach i przywództwie.



Od kilku lat w PKO Banku Polskim budujemy społeczność osób biegających i uprawiających triathlon. Coraz więcej pracowników decyduje się na pierwszy bieg, pierwszy maraton czy pierwszy triathlon.

Podczas tegorocznych Mistrzostw Polski PKO Banku Polskiego w triathlonie, rozegranych w ramach Challenge Gdańsk, po raz drugi z rzędu wygrałem swoją kategorię wiekową.

To był miły sportowy akcent. Największą dumę poczułem jednak, obserwując naszych debiutantów przekraczających linię mety. Ich radość przypominała mi emocje towarzyszące mojemu pierwszemu startowi.

Wtedy doświadczyłem, że entuzjazm naprawdę jest bardzo zaraźliwy. Odwaga jednego człowieka często staje się początkiem drogi dla kolejnych.

Coraz bardziej wierzę, że rolą lidera nie jest wyłącznie osiąganie własnych wyników. Jest nią tworzenie środowiska, w którym inni odkrywają możliwości, których wcześniej w sobie nie dostrzegali.

Profesor Tadeusz Gadacz dobrze to uchwycił pisząc, że *„droga jest ważniejsza od celu, ponieważ to ona nas zmienia.”*

Być może właśnie dlatego sport wytrzymałościowy tak mocno do mnie przemawia.

Nie uczy wygrywania. Uczy stawania się.

Dlatego uważam, że jest jedną z najlepszych inwestycji, jakie można zrobić w siebie. Jej stopa zwrotu nie jest mierzona medalami ani rekordami.

Mierzy się spokojem podejmowanych decyzji, jakością relacji, ludźmi, których udało się zainspirować do ruchu, i przekonaniem, że rzeczy naprawdę wartościowe buduje się nie z dnia na dzień, lecz cierpliwie – kilometr po kilometrze.



Z wiekiem coraz bardziej przekonuję się, że odporność psychiczna nie polega na ignorowaniu dyskomfortu. Wymaga uważności i umiejętności właściwego odczytywania sygnałów. Każdy sportowiec wie, że istnieje różnica między naturalnym zmęczeniem będącym elementem adaptacji a bólem, który jest sygnałem ostrzegawczym.

Podobnie jest w życiu zawodowym. Każdego dnia funkcjonujemy w ogromnym natłoku informacji, opinii i emocji. Większość z nich stanowi jedynie szum. Znacznie trudniej dostrzec sygnały świadczące o trwałej zmianie trendu lub konieczności korekty własnych założeń.

Claude Shannon, twórca teorii informacji, pokazał, że **każda cena na informację dociera do nas w otoczeniu zakłóceń**. Paradoks współczesności polega na tym, że nie cierpimy na niedobór danych, lecz na ich nadmiar. Ta sama zasada obowiązuje również w odniesieniu do własnego organizmu.

Najważniejszą kompetencją nie jest odporność na ból. Jest nią umiejętność oddzielenia sygnału od szumu.

Każdy z moich startów pozostawił inną lekcję. Tokio zachwyliło kulturą procesu i szacunkiem dla detalu. Nowy Jork pokazał, jak zachować własne tempo w świecie pełnym bodźców. Boston przypomniał, że prawdziwy prestiż jest konsekwencją wieloletniej pracy, a Cape Town – że świat nieustannie pisze nowe rozdziały i warto mieć odwagę je odkrywać.

Sport wytrzymałościowy stał się również sposobem poznawania świata. Biegając ulicami kolejnych miast, odkrywałem nie tylko ich architekturę, lecz przede wszystkim ludzi, kulturę i wartości. Każdy start był kolejną lekcją pokory i ciekawości.

Z czasem odkryłem jednak coś jeszcze. **Największą satysfakcję zaczęły przynosić mi nie własne wyniki, lecz obserwowanie ludzi, którzy stawiają swoje pierwsze kroki.**



Giełda bije rekordy i traci publiczność. Raport analityczny RES FUTURA.

Res Futura, analiza monitoringu mediów społecznościowych i sieci

USTALENIE	WARTOŚĆ	OPIS
Własny głos giełdy	2,2	Reakcje na przeciętną wypowiedź o zarządzie, systemie transakcyjnym i decyzjach GPW. Średnia rynkowa to 9,2
Kto ustawia obraz giełdy	49%	Udział dziesięciu kont w reakcjach, spośród ponad dwudziestu tysięcy piszących o rynku
Kurczenie się publiczności	38%	Spadek liczby rynkowych wpisów użytkowników między styczniem a sierpniem, mimo rekordów indeksu

Indeksy szły w górę, a rozmowa o polskiej giełdzie się kurczyła. Przejrzeliśmy wszystko, co przez osiem miesięcy napisano publicznie w internecie o warszawskim parkiecie, i wyszły z tego trzy ustalenia. **Rekordy indeksu nie przyniosły publiczności, bo liczba wpisów użytkowników spadła o 38 proc. Ścieżkę wejścia na rynek kontrolują sprzedawcy rachunków.** Najgłośniejszym dniem badania okazało się wystąpienie Donalda Tuska na parkiecie.

O warszawskiej giełdzie mówią w sieci trzy głosy: polityków, sprzedawców rachunków inwestycyjnych i botów.

I. PUBLICZNOŚĆ

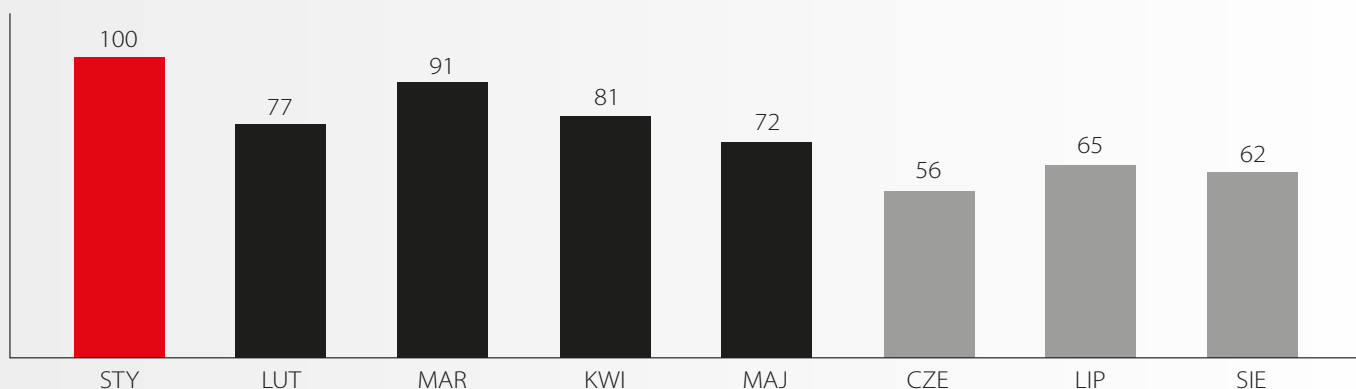
Im lepiej na parkiecie, tym mniej rozmów o giełdzie

Najlepszy rok indeksu w tym stuleciu nie przełożył się na zainteresowanie. Przełożył się na dwa dni.

Najgłośniejszym dniem całego badania jest 18 lutego, kiedy Donald Tusk wystąpił na warszawskim parkiecie i zapowiedział „rok turboprzyspieszenia”. Dzień zebrał czterokrotność średniej dobowej, a najmocniejsze zasięgowo materiały tej doby wyszły z tvp.info i Onetu, nie od uczestników rynku. Drugi szczyt to 3 stycznia, kiedy profil KO podał, że WIG urosł w 2025 r. o 47 proc. i sięgnął historycznego maksimum. Ten jeden wpis zebrał więcej reakcji niż jakakolwiek inna publikacja o giełdzie w całym badaniu. Najszerzy zasięg w całym badaniu dała rynkowi komunikacja polityczna.

Poza tymi dwoma punktami krzywa idzie w dół. Liczba rynkowych wpisów użytkowników spadła między styczniem a sierpniem o 38 proc. Spadek jest jednolity we wszystkich kanałach: serwis X traci 36 proc., Facebook 64 proc., TikTok 56 proc., fora dyskusyjne 24 proc. W tym samym czasie liczba tekstów publikowanych w portalach rośnie o 23 proc.

Rynkowe wpisy użytkowników, styczeń = 100



Rośnie więc strona instytucjonalna, a ubywa użytkowników. Komunikaty bieżące spółek to blisko 9 proc. całej produkcji portalowej i praktycznie nie zbierają reakcji, co jest zgodne z ich funkcją. Rekord indeksu nie przekłada się na uwagę, ponieważ publiczność, do której miałyby trafić, jest o ponad jedną trzecią mniejsza niż na początku roku. Nastroj odczytywany z sieci opiera się więc na próbie, która kurczy się z miesiąca na miesiąc. Kto ją tworzy, pokazują dane o autorach.

UWAGA METODOLOGICZNA

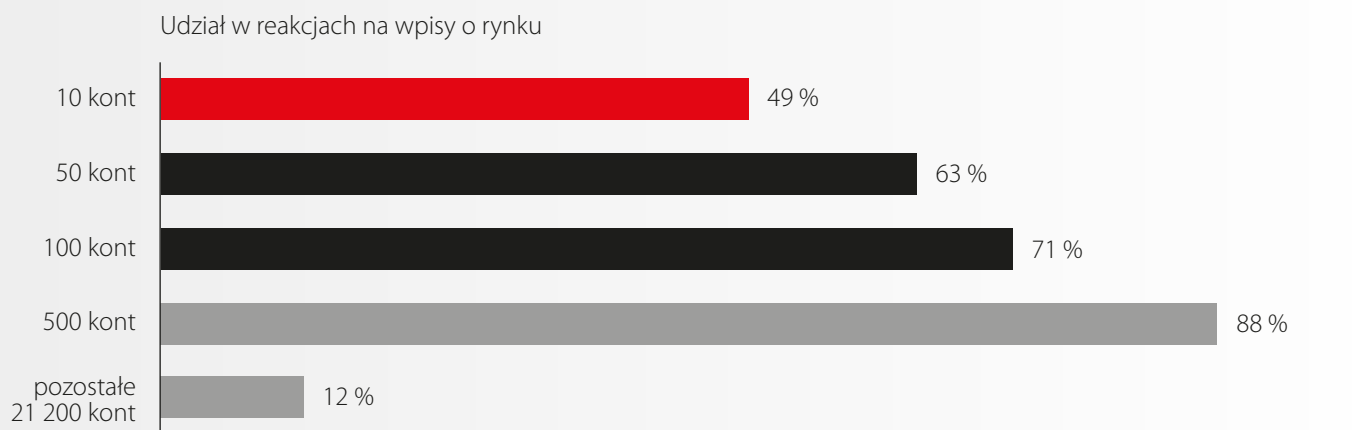
Z analizy trendu wyłączyliśmy segment wideo, w którym liczba materiałów rośnie kilkunastokrotnie w sposób niemożliwy do wyjaśnienia zachowaniem publiczności. Wzrost pokrywa się ze zmianą zakresu zbierania danych, a nie ze zmianą zainteresowania. Włączenie tego segmentu odwróciłoby wynik i dałoby fałszywy obraz rosnącej rozmowy o giełdzie.

II. NADAWCY

O rynku pisze dwadzieścia tysięcy kont, słyszać dziesięć

Ponad połowa uczestników odezwała się jeden raz. Wszystkie liczby w tym rozdziale dotyczą wyłącznie wpisów o rynku.

O warszawskim rynku wypowiedziało się w badanym okresie 21,7 tys. kont, więc zwykły użytkownik w tej rozmowie jest. Nie widać go tylko w wynikach. Dziesięć kont zbiera 49 proc. wszystkich reakcji, sto kont 71 proc., przy czym ta setka odpowiada zaledwie za 31 proc. wpisów. Po drugiej stronie 56 proc. kont opublikowało dokładnie jeden wpis, a wszystkie te konta razem dały 10 proc. wpisów. Współczynnik koncentracji wynosi 0,73.

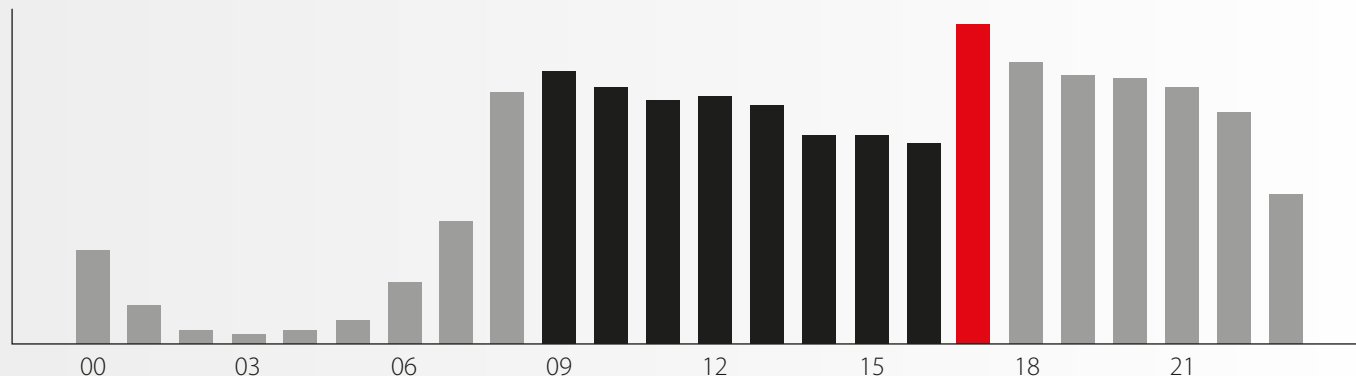


Osobno policzyliśmy 160 kont, które mają giełdowy szyld w nazwie profilu, od serwisów po prywatnych komentatorów. To 0,7 proc. wszystkich piszących o rynku, a przypada na nie 43 proc. reakcji przy 10 proc. wpisów. Środowisko, które określa się nazwą giełdy, dominuje więc widoczność rozmowy o niej, i to przy pomiarze obejmującym wyłącznie wypowiedzi, które faktycznie dotyczą rynku.

Czołówka nie zachowuje się przy tym jak uczestnicy dyskusji. Strefa Inwestorów publikuje 13,2 wpisu rynkowego dziennie, konto GPW okiem AI 13,4, Lukasz_on_GPW 10,3, wszystkie bez przerw weekendowych i urlopowych. GPW okiem AI otwarcie deklaruje automatyzację i wypuszcza komunikaty o nabyciu i zbyciu kontraktów terminowych.

Zależność między tempem publikacji a zasięgiem jest odwrotna. Dwa konta o najwyższej częstotliwości, jedno redakcyjne i jedno automatyczne, zbierają odpowiednio 1,2 i 1,5 reakcji na wpis. Konto Informacje Giełdowe, publikujące sześć razy dziennie, zbiera 262. Kanał premiuje komentarz, nie informację. Kto czyta sieć jako wskaźnik nastrojów, mierzy w praktyce decyzje redakcyjne kilkudziesięciu nadawców.

Udział wpisów o rynku w dobie, proc. Czerwony słupek to godzina 17



W godzinach sesji powstaje 45 proc. wpisów, a między 17 a 23 kolejne 41 proc. Szczyt doby przypada na godzinę 17, już po zamknięciu sesji. Prawie co czwarty wpis powstaje w sobotę lub niedzielę.

Rozmowa o rynku toczy się więc w większości poza godzinami sesji, a jej dobowy szczyt wypada po jej zamknięciu. Reakcje widoczne w sieci są zatem opóźnione wobec notowań i nie nadają się na wskaźnik wyprzedzający. Osobne pytanie brzmi, czyje wypowiedzi w ogóle się w tej rozmowie przebijają.

III. KONWERSJA

Ścieżka wejścia na rynek należy do sprzedawców

Pytanie o to, czy czytelnik tej rozmowy chce zainwestować, zadaje się w analizach dyskursu rzadko, a jest jedynym, które przekłada się na rachunek wyniku.

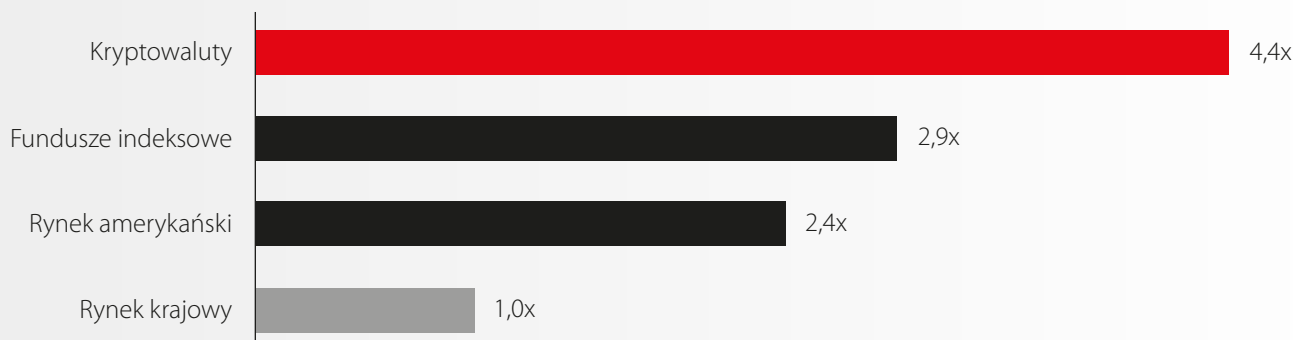
Wypowiedzi, w których ktoś deklaruje chęć rozpoczęcia inwestowania albo pyta o wybór rachunku i pośrednika, to 0,3 proc. całej rozmowy społecznościowej wraz z komentarzami pod materiałami wideo. Pytania wprost o założenie rachunku maklerskiego to 0,13 proc. Deklaracje zakupu są dwa razy częstsze niż deklaracje wyjścia lub straty, ale obie kategorie mieszczą się poniżej jednego procenta, więc nie da się z nich zbudować żadnego wskaźnika nastroju.

Ważniejsze jest, gdzie te sygnały siedzą i czyje są. Blisko połowa powstaje w tekstach portali, a jedna czwarta pod materiałami wideo. W serwisie X, czyli tam, gdzie powstaje najwięcej wpisów, jest ich niecałe 15 proc., a na forach dyskusyjnych praktycznie żadne. Materiał o największym oddźwięku w całej kategorii wejścia na rynek zaczyna się od zachęty do założenia konta z kodem promocyjnym i obietnicy bezpłatnego kursu dla początkujących.

Ścieżka wejścia na polski rynek kapitałowy nie ma więc w sieci charakteru dyskusji. Jest kanałem sprzedażowym prowadzonym przez kilkanaście kanałów wideo, i finansowanym z prowizji od zakładanych rachunków. Jedynym wątkiem okołowejściowym, o którym pisze naprawdę wielu i który niesie się ponad trzy razy szerzej od przeciętnej, są IKE i IKZE, i to jedyne miejsce, w którym argument podatkowy działa w tej rozmowie na korzyść rynku.

Rozmowa rzadko dotyczy przy tym konkretnej spółki. Tylko 13 proc. rynkowych wpisów w mediach społecznościowych wymienia nazwę konkretnej spółki notowanej w Warszawie. Reszta mówi o giełdzie jako o pojęciu albo o indeksie, czyli o czymś, czego nie da się kupić. Równoległe wątki konkurencyjne o ten sam pieniądź niosą wielokrotnie lepiej niż rynek krajowy. Bezpośrednich zestawień w rodzaju „zamiast GPW” jest w całym materiale kilkanaście. Nikt się z tą konkurencją nie spiera. Jest przyjęta.

Siła oddźwięku wątków konkurencyjnych wobec rynku krajowego



IV. KONKLUZJE

Pięć obserwacji na koniec

1. Mechanizm dystrybucji w tym kanale nagradza komentarz. Konta publikujące najwięcej rzetelnej treści rynkowej zbierają po 1,2 i 1,5 reakcji na wpis, a konto komentujące 262. Dopóki komunikacja instytucji rynku pozostaje w formule komunikatu, jej zasięg najprawdopodobniej nie wzrośnie, bez względu na nakład.
2. Spadek liczby wpisów użytkowników jest równomierny we wszystkich kanałach i trwa od stycznia bez odbicia. Jeżeli tempo z pierwszych ośmiu miesięcy się utrzyma, a nie pojawi się wstrząs w rodzaju dużego debiutu albo gwałtownej przeceny, rozmowa o rynku będzie na koniec 2026 r. mniejsza o ponad połowę względem stycznia.
3. Wpływ na obraz rynku jest tańszy, niż wynikałoby to z liczby uczestników. Skoro dziesięć kont zbiera połowę reakcji, a ponad połowa piszących odzywa się raz, punktem zaczepienia dla każdego, kto chce w tej rozmowie cokolwiek zmienić, jest kilkadziesiąt adresów.
4. Uwaga idzie za konfliktem. Spółka z wątkiem państwowym lub związkowym jest w sieci siedem razy głośniejsza od banku o kilkakrotnie większej wartości rynkowej, a wypowiedź pozytywna niesie się gorzej niż jakakolwiek inna. Nasłuch ustawiony według udziału w indeksie będzie więc systematycznie mijał się z tym, gdzie realnie powstaje ryzyko.
5. Najbardziej wymierną konsekwencję ma to w pozyskaniu klienta. Ścieżka wejścia na rynek istnieje w tej rozmowie w jednej warstwie, w wideo finansowanym z prowizji od zakładanych rachunków. Instytucji rynku nie ma w niej wcale. Przy utrzymaniu obecnej struktury tej warstwy napływ nowych rachunków pozostanie zależny od modelu prowizyjnego pośredników, a nie od komunikacji samego rynku.

METODOLOGIA

Podstawą analizy jest pełny zbiór publicznych wypowiedzi zawierających odwołanie do warszawskiego parkietu, zebranych w monitoringu mediów społecznościowych i sieci od 1 stycznia do 9 września 2026 r., obejmujący 247 tys. publicznych wypowiedzi z serwisu X, portali, forów, serwisów wideo, Facebooka, TikToka, Reddita, Instagrama i blogów. Materiał przeszedł autorską procedurę Res Futura: kontrolę trafności zebranego materiału, oddzielenie warstwy nierynkowej, kontrolę zmienności zbierania danych w czasie oraz redystrybucję klasyfikacji sentymentu według kontekstu wypowiedzi. Siłę oddźwięku liczymy jako średnią liczbę reakcji przypadających na jedną wypowiedź w danej kategorii, odniesioną do średniej dla całego materiału. Wskaźnik koncentracji autorów podano jako współczynnik Giniego rozkładu liczby wpisów na konto.

Źródła: monitoring mediów społecznościowych i sieci, analiza własna Res Futura | resfutura.pl

