

Gość wydania:
Wojciech Sieńczyk,
Wiceprezes Zarządu ING Bank Śląski S.A.

Okiem praktyka biznesu:
Rynek kryptowalut – korzyści i wyzwania
w dialogu ekspertów

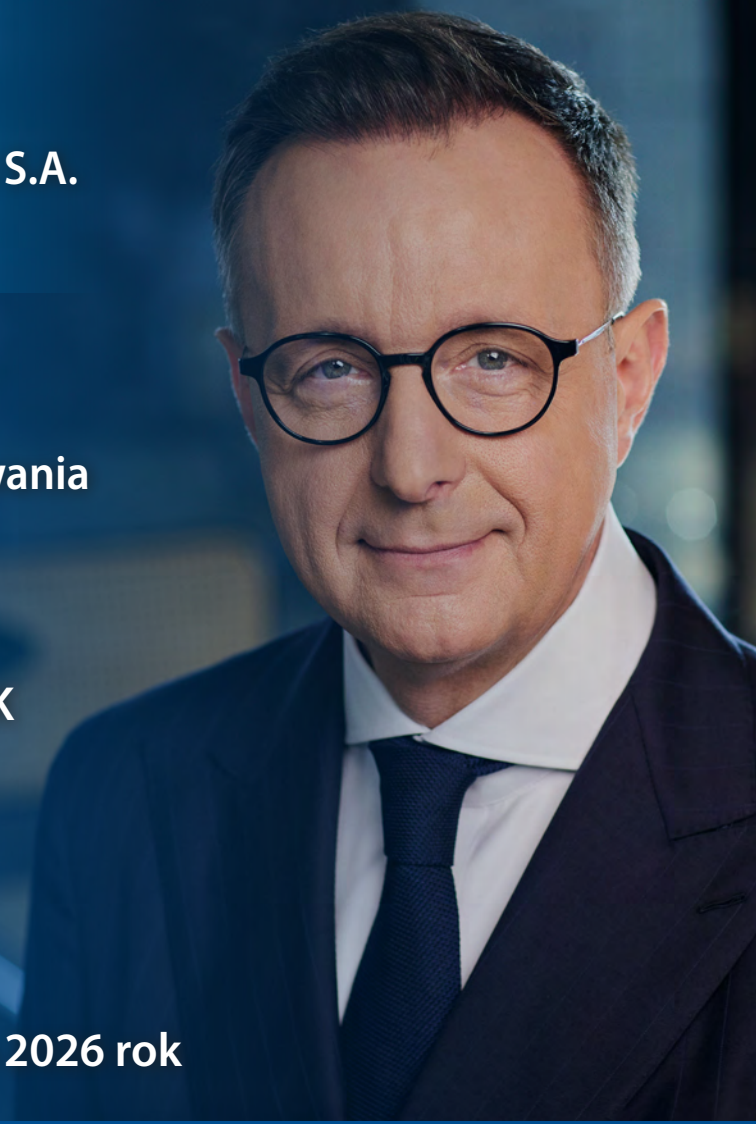
**Cyberzagrożenia dla domów
maklerskich – okiem eksperta NASK**

Wspieramy różnorodność:
wywiad z Joanną Wróbel,
Prezes BondSpot S.A.

Tematy regulacyjne i biznesowe na 2026 rok

KRK'26 w fotorelacji

Po godzinach:
Małgorzata Paszkiewicz
o swojej pasji do łyżwiarstwa



- str. 3 **GOŚĆ WYDANIA:**
Private banking na rynku kapitałowym
wywiad z Wojciechem Sieńczykiem, Wiceprezesem Zarządu, ING Banku Śląskiego S.A., odpowiedzialnym za pion Private Banking i Inwestycji
- str. 6 **WSTĘPNIAK:**
Bukowina, Bukowina i po Bukowinie... ale echa Bukowiny wciąż nie milkną
Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich
- str. 8 **OKIEM EKSPERTA:**
Ujawnienia insiderów – praktyczne spojrzenie na reżim 19 MAR
mec. Katarzyna Majer-Gębska, radca prawny, Managing Counsel, kancelaria Sadkowski i Wspólnicy
- str. 11 **Best execution po liftingu, czyli koniec z „Top 5”**
mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners
- str. 15 **Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej i możliwości jego wykorzystania przez firmy inwestycyjne**
mec. Kacper Czyżewski, radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.
- str. 18 **Działalność maklerska a VAT – wybrane aspekty**
dr Grzegorz Keler, adwokat, partner w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego
Barbara Błaszczak, doradca podatkowy, Senior Associate w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, doktorantka w Szkole Doktorskiej Nauk Społecznych Uniwersytetu Warszawskiego w dyscyplinie nauki prawne
- str. 21 **ESG po Omnibusach: między uproszczeniami regulacyjnymi a twardą odpowiedzialnością**
dr Jolanta Turek, ESG Director w CVI DM – firmie zarządzającej funduszami private debt
Aleksandra Rutkowska, doktorantka, Menedżerka ds. Zrównoważonych Finansów i Analiz w banku Credit Agricole
- str. 24 **Z OSTATNIEJ CHWILI:**
#OKI nabierają tempa i kształtu korzystnego dla rynku!
- str. 25 **OKIEM PRAKTYKA BIZNESU:**
Korzyści i wyzwania rynku kryptowalut. Jestem na Tak! Jestem na NIE!
Filip Kaczmarzyk, Członek Zarządu, XTB
Samer Masri, Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego
- str. 27 **Rewizja SFDR**
Michał Kulton, ekspert z Biura Maklerskiego Pekao
- str. 29 **Cyberzagrożenia dla domów maklerskich**
wywiad z Marcinem Grabarczykiem, Dyrektorem Pionu Transferu Technologii i Rozwoju Biznesu, NASK
- str. 33 **WSPIERAMY RÓŻNORODNOŚĆ:**
Kobiety powinny być odważne
wywiad z Joanną Wróbel, Prezes BondSpot S.A.
- str. 35 **STANOWISKA IDM:**
Tematy regulacyjne i biznesowe na 2026 rok
mec. Jarosław Kubiak, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich
- str. 38 **Compliance 2.0. Gdy technologia przestaje być problemem, a zaczyna być rozwiązaniem**
mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich
- str. 40 **EDUKACJA FINANSOWA:**
Działania edukacyjne członków IDM
- str. 45 **FOTORELACJA:**
26. Konferencja Rynku Kapitałowego w fotorelacji
- str. 51 **PO GODZINACH:**
Moje hobby to łyżwiarstwo
wywiad z Małgorzatą Paszkiewicz, Head of Operations, Biuro Maklerskie Citi Handlowy

Redakcja: Wioletta Buczek

Private banking na rynku kapitałowym

wywiad z **Wojciechem Sieńczykiem**, Wiceprezesem Zarządu, ING Banku Śląskiego S.A., odpowiedzialnym za pion Private Banking i Inwestycji



Na jesieni 2025 r., Bank zaprezentował 10-letnią strategię rozwoju. Jaką rolę odgrywa w tej strategii pion klienta zamożnego i inwestycji, którym Pan kieruje, i w jaki sposób wspiera jej realizację?

Rzeczywiście, jesienią ubiegłego roku zaprezentowaliśmy w Katowicach naszą nową strategię rozwoju do 2035 roku. Zakłada ona m.in. podwojenie liczby klientów, dwukrotny wzrost portfela kredytowego, dynamiczną ekspansję w obszarze inwestycji, emerytur i oszczędności oraz budowę pozycji technologicznego lidera bankowości. Projektując tę strategię, uwzględniliśmy najważniejsze zmiany zachodzące zarówno w Polsce, jak i globalnie – czyli procesy demograficzne, starzenie się społeczeństw, zmieniające się style życia oraz oczekiwania kolejnych pokoleń klientów. Duży nacisk kładziemy również na rolę technologii, w tym sztucznej inteligencji, która w coraz większym stopniu wpływa na sposób korzystania z usług finansowych i zarządzania majątkiem.

Jednocześnie widzimy istotne szanse rozwojowe dla polskiej gospodarki – związane z inwestycjami infrastrukturalnymi, transformacją energetyczną, napływem kapitału do Polski oraz rosnącą aktywnością inwestycyjną polskich firm za granicą. W tym kontekście obszar inwestycji jest jednym z kluczowych filarów, który kontrybuuje do naszej strategii. Potwierdzeniem tego kierunku jest przejście przez ING pełnej kontroli nad towarzystwem funduszy inwestycyjnych Goldman Sachs TFI, które znacząco wzmacnia nasze kompetencje w zakresie zarządzania aktywami i pozwala rozwijać ofertę inwestycyjną w sposób bardziej kompleksowy i długoterminowy.

W praktyce oznacza to, że zmiany strategiczne banku – w tym stworzenie nowego Pionu Klientów Private Banking i Inwestycji – nabierają realnych kształtów: w ofercie dla klientów, sposobie doradztwa i decyzjach inwestycyjnych. Naszym celem jest stworzenie rozwiązań, które realnie pomagają klientom odnaleźć się w zmiennym otoczeniu rynkowym i efektywnie wykorzystywać możliwości, jakie daje rynek kapitałowy, przy jednoczesnym zachowaniu prostoty i transparentności oferty.

Jak zmienia się postrzeganie segmentu klientów zamożnych w strategii banku – z obszaru typowo relacyjnego, w kierunku tworzenia ekosystemu do zarządzania majątkiem klienta?

Postrzeganie segmentu klientów zamożnych w strategiach banków w ostatnich latach wyraźnie przesuwają się z klasycznego, relacyjnego podejścia w stronę pełnienia roli strategicznego partnera w zarządzaniu majątkiem oraz tworzenia „inwestycyjnego ekosystemu” obejmującego rozwiązania odpowiadające na różnorodne potrzeby klientów. Ten trend widać zarówno na świecie, jak i u nas w Polsce. Transformacja obejmuje wdrażanie rozwiązań takich jak: aplikacje pomagające w analizie portfela, platformy inwestycyjne, mechanizmy monitorowania ryzyka czy planowanie sukcesji. Dlatego nasze działania w najbliższym czasie są i będą niekierowane na pomoc klientowi w planowaniu finansowym przy uwzględnieniu struktury jego majątku oraz jego celów w krótkiej i długiej perspektywie czasu, a także na zabezpieczenie przyszłości i sukcesji jego majątku.

W jaki sposób otoczenie rynkowe – zmienność, poziom stóp procentowych, napięcia geopolityczne – wpływa na decyzje inwestycyjne klientów zamożnych?

Otoczenie rynkowe – niezależnie od tego, czy mówimy o rosnącej zmienności, zmianach poziomu stóp procentowych czy napięciach geopolitycznych – zawsze generuje silne emocje. A emocje, choć naturalne, są jednym z głównych wrogów racjonalnego inwestowania. W tym sensie klienci private banking nie różnią się od innych inwestorów: reagują podobnie, z tą różnicą, że skala ich decyzji jest większa, a ewentualne błędy mają znacznie większą wagę.

Dlatego tak istotna jest edukacja inwestorów i trzymanie się jasno określonych zasad budowania portfela. Konsekwencja w działaniu, zrozumienie mechanizmów rynkowych oraz właściwe odseparowanie emocji od decyzji finansowych stają się fundamentem skutecznego inwestowania. Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że odejście od przyjętej strategii w obliczu rynkowych turbulencji często prowadziło do niepotrzebnej realizacji strat, których trudno było później odrobić.

W ING Private Banking doradztwo inwestycyjne zostało zaprojektowane właśnie po to, by wspierać klientów w podejmowaniu

GOŚĆ WYDANIA: Private banking na rynku kapitałowym

decyzji inwestycyjnych i patrzeć na swoje cele finansowe w dłuższym horyzoncie. Rolą doradców jest „odczarowywać” złożoność współczesnego świata – pomóc w budowaniu strategii inwestycyjnych odpornych na krótkoterminowe zawirowania i przekładaniu na jasne działania. Dzięki temu klienci z większym spokojem zmagają się z realizacją swoich celów, nawet w niepewnym otoczeniu rynkowym.

W tym wszystkim bardzo ważną jest dywersyfikacja, w tym geograficzna. Dlatego wprowadziliśmy właśnie do naszej oferty fundusze zagraniczne z Grupy ING (ING ARIA) zarządzane przez ING Solutions Investment Management w Luksemburgu. Dzięki temu klienci podejmują decyzje bardziej świadomie i z większym spokojem, nawet w niepewnym otoczeniu rynkowym.

Jaką rolę w obsłudze klientów odgrywa dziś Biuro Maklerskie banku i na czym polega jego nowe pozycjonowanie w strategii całej grupy?

Biuro Maklerskie na dziś umożliwia swoim klientom inwestycje w ramach tradycyjnych klas aktywów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych. Mówimy tu przede wszystkim o akcjach, obligacjach Skarbu Państwa czy coraz szerszej ofercie w zakresie ETFów, czy to emitowanych przez polskie instytucje, czy te zagraniczne w ramach rynku Global Connect. Nasza strategia, o której szerzej mówiłem przed chwilą, zakłada większą aktywność Biura Maklerskiego w zakresie dostarczania naszym klientom produktów i usług jakich oni potrzebują. Nie zapomniemy oczywiście o elementach, które wykreowały sukces naszego Biura w zakresie obsługi klientów detalicznych, tym niemniej, aby spełnić założenia ze strategii, będziemy uzupełniać ofertę o produkty dedykowane dla grupy najzamożniejszych klientów naszego banku. Jesteśmy tu na etapie doprecyzowywania ostatnich szczegółów.

W jakim kierunku ewoluuje oferta inwestycyjna biura – jeśli chodzi o dostęp do rynku akcji, obligacji, rynku pierwotnego czy produktów bardziej zaawansowanych?

Nasza oferta dla klientów, w tym tych z segmentu Private Banking, rozwija się dziś w kilku kierunkach. Rozbudowujemy funkcjonalności modułu Makler w Moje ING, tak aby inwestorzy mogli korzystać z narzędzi o jeszcze wyższej wygodzie i szybkości działania. To fundament, na którym budujemy kolejne elementy oferty dla osób z bardziej złożonymi potrzebami.

Prowadzimy zaawansowane prace w zakresie kont emerytalnych IKE oraz IKZE jak również OKI, które mogą stanowić uzupełnienie ich portfela inwestycyjnego.

Otwarcie nowego rozdziału w historii naszego biura maklerskiego będzie możliwością zakładania kont dla fundacji rodzinnych. Będą one ważnym narzędziem dla klientów o rozbudowanej

strukturze majątkowej, ale też pomocą w sukcesji majątkowej, czyli temacie, który w najbliższych latach będzie nabierał na znaczeniu. Takie rozwiązanie pozwoli klientom zabezpieczyć swój majątek i zapewnić jego przekazanie następnym pokoleniom w uporządkowany sposób.

Wreszcie, naturalnym etapem rozwoju jest dla nas poszerzenie dostępu do rynków zagranicznych. Widzę w tym ogromny potencjał, szczególnie dla klientów Private Banking, którzy coraz częściej poszukują szerokiej dywersyfikacji i możliwości inwestowania w globalne megatrendy. To kierunek, który analizujemy i do którego wdrożenia przygotowujemy się w sposób przemyślany.

Podsumowując – nasza oferta inwestycyjna ewoluuje ku większej różnorodności, większej technologicznej dojrzałości oraz elastyczności w obsłudze zarówno tradycyjnych, jak i zaawansowanych potrzeb inwestycyjnych. Naszym celem jest stworzenie środowiska, w którym każdy klient – niezależnie od stopnia skomplikowania jego portfela – otrzyma narzędzia adekwatne do swoich potrzeb inwestycyjnych



Czy cyfryzacja i nowe technologie zmieniają model Private Banking? Jak AI i analityka danych mogą wspierać doradców, a czy mogą ich zastąpić?

Cyfryzacja i nowe technologie istotnie zmieniają model Private Banking, ale nie poprzez osłabienie relacji doradca-klient. Wręcz przeciwnie – technologia wzmacnia ją, pozwalając doradcom być

bliżej klienta, szybciej odpowiadać na jego potrzeby i lepiej zarządzać złożonością współczesnego świata finansów. Klienci zamierzają oczekiwać dziś nie tylko ekspertyzy, lecz również wygody i elastyczności, dlatego rozwiązania cyfrowe stają się naturalnym elementem ich doświadczenia. Praktycznym przykładem tego wzmocnienia są rozmowy wideo. Dzięki nim klienci mogą połączyć się z doradcą praktycznie z dowolnego miejsca na świecie, a jednocześnie nadal czują się tak, jakby rozmowa odbywała się „przy kuchennym stole”. Taka forma kontaktu nie tylko nie osłabia relacji – często pozwala ją jeszcze pogłębić, ułatwiając częstsze, a zarazem swobodne rozmowy.

Duży wpływ na rozwój Private Banking ma także analityka danych oraz sztuczna inteligencja. To obszar, który w praktyce dopiero się rozwija, ale już dziś widać jego ogromny potencjał. Algorytmy mogą wspierać doradców w szybkim analizowaniu trendów, monitorowaniu portfeli czy identyfikowaniu ryzyk, które w tradycyjnych modelach mogłyby pozostać niezauważone. AI nie zastępuje doradców – daje im nowe narzędzia, dzięki którym może pracować bardziej efektywnie. W Private Banking to szczególnie ważne, bo strategia inwestycyjna musi być dopasowana do indywidualnej sytuacji, emocji i celów klienta – a to obszary, w których rola człowieka pozostaje kluczowa.

GOŚĆ WYDANIA: Private banking na rynku kapitałowym

Technologia jest więc dla nas elementem wspierającym relację, nie konkurującym z nią. Nasze rozwiązania projektujemy tak, aby wzmacniały możliwości doradców i ułatwiały klientom koncentrację na długoterminowych celach, oferując jednocześnie większe wsparcie analityczne, kontrolę i komfort komunikacji – niezależnie od miejsca, w którym się znajdują. Z mojej perspektywy dalszy

rozwój oferty dla zamożnych i aktywnych inwestycyjnie klientów naszego banku powinien podążać w trzech głównych kierunkach: wzmacnianie osobistych relacji wspartych technologią, realizacja postępującej globalizacji potrzeb oraz dobrze poukładana sukcesja. Te właśnie kierunki pokazaliśmy jako filary strategii ING „W Rytmie życia 2035”.





Waldemar Markiewicz
Prezes Izby Domów Maklerskich

„Budźmy rynek kapitałowy” to hasło przewodnie 26. Konferencji Rynku Kapitałowego! Część Państwa na pewno ze zdziwieniem przyjęła to hasło, ponieważ akurat warszawska giełda notuje w ostatnim czasie rekord za rekordem. A jednak! Nie bez powodu hasło tegorocznej konferencji wskazywało na potrzebę budzenia rynku kapitałowego, bo tego potrzebuje polska gospodarka.

Krótko parę wskaźników, które realnie mówią, gdzie jesteśmy:

- **25%, tylko 25% wynosi kapitalizacja** warszawskiej giełdy w stosunku do rocznego dochodu narodowego brutto. 25% tj. dużo poniżej średniej unijnej, dla której ten wskaźnik wynosi ok. 60% i daleko poniżej krajów wysoko rozwiniętych, gdzie osiąga on poziom 100%.
- **Mała baza inwestorów instytucjonalnych, którzy są kluczowi nie tylko dla podaży kapitału krajowego**, ale także nadzoru właścicielskiego inwestorów instytucjonalnych, co zwiększa efektywność spółek giełdowych i stopy zwrotu. Wielkość aktywów funduszy emerytalnych w stosunku w PKB w Polsce wynosi mniej niż 10%, licząc razem OFE i PPK, podczas gdy w krajach skandynawskich, jak Szwecja, przekracza 100%. Aktywa zgromadzone przez fundusze wspólnego inwestowania, czyli TFI, to obecnie 12% PKB Polski, podczas gdy średnia europejska wynosi ponad 60%. Co więcej, krajowe fundusze inwestycyjne mają jeden z najniższych udziałów w akcjach w Europie – na poziomie zaledwie 10%.

Te dane pokazują niski poziom rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Ktoś powie, no dobrze, ale przecież gospodarka się rozwija, PKB rośnie Przejdźmy zatem do potrzeb polskiej gospodarki.

Zasadniczą słabością polskiej gospodarki jest niska stopa inwestycji, niska innowacyjność i produktywność na tle innych krajów EU.

Po pierwsze: **Polska musi zwiększyć inwestycje.**

Bo trwały wzrost zapewniają inwestycje, nie konsumpcja. W latach 2015-2024 udział inwestycji w PKB spadł z **20% do 16,9%**, przy średniej unijnej na poziomie **21,2%** w 2024 r.

Ekspertki wskazują, że dla zdrowej modernizacji gospodarki, szczególnie w obliczu wyzwań demograficznych i transformacji energetycznej, poziom ten powinien wynosić co najmniej 21-22% PKB. Banki nie udźwigną same tych inwestycji! Potrzebny jest drugi filar finansowania – rynek kapitałowy.

Po drugie: **Polska gospodarka potrzebuje zwiększenia innowacyjności i produktywności. Bo to jest warunek konkurencyjności gospodarki.**

Wzrost wzrostowi nie równy. Dla trwałości wzrostu gospodarczego bardzo ważna jest stopa inwestycji, czyli ilościowa strona wzrostu, ale nie mniej ważna jest jakość wzrostu i oparcie go na innowacjach, które są głównym źródłem poprawy produktywności oraz tworzenia wysokiej jakości, dobrze płatnych miejsc pracy. Polska gospodarka jest znacząco w tyle za innymi krajami UE po względem innowacyjności i produktywności. Według rankingu Innovation Union Scoreboard (2022) wyprzedzamy jedynie 3 kraje w UE (Rumunię, Łotwę i Bułgarię). Ekonomiści Banku Światowego w raporcie pt. „**Paths and Drivers of Productivity Growth in Poland**” wskazują, że pomimo nieprzeciętnych wskaźników wzrostu gospodarczego osiągniętych przez ostatnie trzy dekady, jeżeli Polska chce dogonić kraje wyżej rozwinięte i się bogacić, to produktywność musi być głównym źródłem wzrostu gospodarczego.

Po trzecie: **Local content wymaga local capital market.**

Polska stoi przed wyzwaniem dużych inwestycji strategicznych – energetycznych i zbrojeniowych.

Chcemy, aby polskie przedsiębiorstwa jak najwięcej skorzystały z tych projektów jako partnerzy zagranicznych firm. Ale jeśli chcemy, aby w Polsce rozwijały się firmy, które będą na tyle dojrzałe i silne, aby realizować jako partnerzy wiodące inwestycje infrastrukturalne i strategiczne to potrzebujemy Local capital market.

Po czwarte: **wobec niekorzystnych zmian demograficznych, większego niż kiedykolwiek znaczenia nabiera kwestia efektywności oszczędzania na emeryturę.**

W dłuższym terminie inwestowanie na rynku kapitałowym przynosi znacząco wyższe zyski niż trzymanie gotówki na lokatach bankowych, zaś te ostatnie obecnie dominują w strukturze oszczędności gospodarstw domowych w Polsce. Rozwój rynku kapitałowego jest więc potrzebny zarówno ze względu na starzejące się społeczeństwo, jak i dla gospodarki jako całości.

Sprawny rynek kapitałowy jest fundamentem jakościowego rozwoju gospodarczego.

Komisja Europejska wskazuje, że „Europa jest daleko w tyle za Stanami Zjednoczonymi pod względem finansowania gospodarki przez rynki kapitałowe, przez co jest też daleko w tyle pod względem innowacyjności małych i średnich przedsiębiorstw. Powinniśmy wyciągnąć wnioski z tych danych. UE nie zmniejszy dystansu do USA bez trwałego przyśpieszenia wzrostu produktywności, a do to potrzeba silnych rynków kapitałowych w Europie. Zatem nie ma wątpliwości, że Europa jak i Polska musi postawić na rynek kapitałowy.

Co więcej, UE zauważa, że poprawa dostępu do rynków kapitałowych dla MiŚP i start-upów ma zasadnicze znaczenie dla wyzwań konkurencyjności, przed którymi stoi Europa. Czyli kluczowy jest dostęp do kapitału wyższego ryzyka dla firm sektora MiŚP. Pełna zgoda co do diagnozy.

WSTĘPNIAK: Bukowina, Bukowina i po Bukowinie... ale echa Bukowiny wciąż nie milkną.

Ale czy proponowana przez UE centralizacja rynków kapitałowych w Europie temu sprzyja?

Nie, ze względu na prawidłowość, że pomimo globalizacji rynków finansowych w lokalne spółki MiSP inwestuje przede wszystkim kapitał lokalny. Spółki tego sektora potrzebują stacji zasilania w kapitał wyższego ryzyka, lokalnie tam, gdzie mają inwestorów, swoje siedziby, gdzie mają głównych klientów i rynki zbytu.

Dlatego potrzebny jest lokalny ekosystem rynku kapitałowego, a więc krajowi brokerzy, krajowa giełda, krajowa izba rozliczeniowa, krajowa baza inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, krajowy nadzór etc.

Tymczasem w myśl zasady „duży może więcej” UE stawia tezę o potrzebie centralizacji rynków, która ma pozytywnie przełożyć się na jego skalę i płynność!

Ale koncentracja usług finansowych w skali europejskiej sprzyjać będzie dużym graczom kosztem małych. I choć może to poprawić konkurencyjność unijnych instytucji finansowych wobec podmiotów zewnętrznych gł. z UK i USA, to z drugiej strony odciągnie kapitał i osłabi konkurencyjność mniejszych rynków, utrudniając wypełnianie ich podstawowej funkcji w gospodarce jaką jest finansowanie MiSP.

Dlatego, na budowie wspólnego scentralizowanego rynku najbardziej skorzystają największe i najsilniejsze rynki – ze szkodą dla polskiej gospodarki.

Szwedzki rynek kapitałowy, uznawany za wzór w Europie, jest świetnym przykładem rynku kapitałowego wspierającego rozwój szwedzkich firm, przy dużym zaangażowaniu oszczędności społeczeństwa. W ciągu ostatnich 10 lat w Szwecji zadebiutowało 501 spółek, co przekracza łączną liczbę IPOs we Francji, Niemczech, Holandii i Hiszpanii razem wziętych. I to zostało osiągnięte pomimo braku jednego wspólnego rynku kapitałowego w Europie.

Fragmentaryzacja rynków kapitałowych w Europie nie jest głównym problemem a centralizacja nie jest właściwym rozwiązaniem. Głównymi barierami do zwiększenia roli rynków kapitałowych w finansowaniu gospodarek europejskich są nadmierne regulacje i brak wystarczających zachęt - i na tym powinniśmy się skoncentrować.

*Szanowni Państwo,
Silny krajowy rynek kapitałowy to interes polskiej gospodarki, to interes polskiego społeczeństwa a proponowana koncentracja usług finansowych zaszkodzi polskiej gospodarce i osłabi zdolność polskiego rynku kapitałowego do wspierania krajowych przedsiębiorców. Silne krajowe rynki kapitałowe są szczególnie ważne w odniesieniu do słabiej rozwiniętych gospodarczo państw członkowskich UE, w tym Polski ze względu na konieczność nadrobienia zaległości rozwojowych do krajów najbardziej rozwiniętych. Musimy więc postawić na rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Bo polska gospodarka potrzebuje nowego silnika wzrostu.*

W ostatnich miesiącach obserwujemy wiele cennych inicjatyw rządu dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Z dużym uznaniem patrzymy na działania Ministra Domańskiego, który podjął inicjatywę wprowadzenia nowego ciekawego rozwiązania jakim są Oszczędnościowe Konta Inwestycyjne. Ale należy także usnąć silne uprzywilejowanie podatkowe rynku nieruchomości mieszkaniowych względem rynku kapitałowego. Wysoko na agendzie rządu pozostają również działania związane z deregulacją rynku kapitałowego, choć – kluczowe decyzje w tym zakresie zapadają na poziomie Unii Europejskiej. Doceniamy ogromne zaangażowanie przedstawicieli KNF i MF w prace Okrągłego Stołu Rynku Kapitałowego. Z dużą nadzieją podchodzimy do zapowiedzianego przez prof. Adamskiego bardziej liberalnego podejścia do oferowania nieskomplikowanych instrumentów finansowych, nabywanych z inicjatywy klienta. Skomplikowane procedury, wynikające z wymogów MIFID II powodują, że klienci coraz częściej zniechęcają się do inwestowania. Dokumentacja staje się barierą w rozwoju rynku i upowszechnianiu inwestowania przez społeczeństwo.

Bardzo cenny jest program Innovate Poland, bo wychodzi na naprzeciw kluczowemu wyzwaniu stojącemu przed polską gospodarką, jakim jest zwiększenie jej innowacyjności. Innovate Poland buduje ekosystem pod rozwój innowacyjnych firm, zanim są gotowe pozyskać pieniądze z banku czy giełdy. W kolejnych krokach część z tych firm na pewno trafi na giełdę.

Sukces polskiego rynku kapitałowego jest **fundamentalnym interesem Polski, polskiej gospodarki oraz każdego z nas, obywateli.** Rynek kapitałowy nie istnieje sam dla siebie. Pełni służebną funkcję w gospodarce. Dlatego myślenie o rozwoju krajowego rynku kapitałowego powinno wpisywać się w strategię rozwoju polskiej gospodarki.



Ujawnienia insiderów – praktyczne spojrzenie na reżim 19 MAR

mec. Katarzyna Majer-Gębska, radca prawny, Managing Counsel, kancelaria Sadkowski i Wspólnicy



Ujawnienia menadżerskie z art. 19 MAR stanowią istotny element regulacji zapewniającej transparentność obrotu na rynku zorganizowanym. Prawidłowe wdrożenie przepisów tego artykułu wśród uczestników rynku jest jednym z istotnych filarów zarówno systemu compliance MAR jak i szerszego budowania relacji z interesariuszami.

Obowiązki z art. 19 ust. 1–10 MAR (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014) pełnią dwie kluczowe funkcje dla obrotu rynkowego: sygnalizacyjną oraz prewencyjno-nadzorczą.

Z jednej strony, ujawnienia transakcji osób pełniących obowiązki zarządcze (PDMR) i osób blisko z nimi związanych (PCA) dostarczają inwestorom istotnej informacji o decyzjach osób najlepiej znających realne funkcjonowanie emitenta, a więc o potencjalnie silnym znaczeniu cenotwórczym, pozwalając ocenić ich nastawienie do przyszłości spółki i poziom zaangażowania w jej instrumenty finansowe, co odbywać się musi, rzecz jasna, przy poszanowaniu zakazu wykorzystywania informacji poufnych z art. 14 lit. a MAR.

Z drugiej strony, system ujawnień wzmacnia integralność rynku, ograniczając ryzyko nadużyć wynikających z asymetrii informacyjnej poprzez zapewnienie właściwemu organowi, emitentowi, a w dalszej kolejności także opinii publicznej, przejrzystości dokonywanych transakcji, co zarówno działa odstrasżająco, jak i ułatwia wykrywanie oraz badanie ewentualnych naruszeń. Raportowaniu w trybie 19 MAR podlega szeroki katalog odpłatnych lub nieodpłatnych transakcji (zob. art. 10 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/522). Ich wspólnym mianownikiem jest ekonomiczne zaangażowanie (zajęcie pozycji) PDMR lub PCA w instrumenty finansowe danego emitenta lub inne walory z nimi powiązane, w tym w szczególności instrumenty pochodne lub tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania.

Raportowaniu podlegają wszystkie transakcje opiewające na kwotę przewyższającą 20.000 euro w danym roku obrotowym, a po przekroczeniu tego progu, sumując transakcje bez kompensowania – wszystkie kolejne transakcje. Co istotne, transakcja warunkowa raportowana jest dopiero z chwilą ziszczenia warunku i faktycznego dokonania transakcji (art. 10 ust. 2 lit. i RTS 2016/522), celem niewprowadzania uczestników rynku w błąd. W przypadku jednak, gdy mechanizm warunkowości „zaszyty” jest w instrumencie pochodnym (np. opcji menadżerskiej), zawarcie transakcji na instrumencie pochodnym podlega raportowaniu.

Celem reżimu 19 MAR jest takie ukształtowanie kręgu osób zobowiązanych, treści powiadomień, a także terminów ich przekazywania, aby wszyscy adresaci informacji mogli ją niezwłocznie w prawidłowy sposób ocenić i zinterpretować. Krąg osób zobowiązanych do składania raportów w tym trybie podlega przy tym monitorowaniu przez emitenta, a osoby te muszą zostać pouczone o swoim statusie i płynących zeń konsekwencjach prawnych (art. 19 ust. 5 MAR).

Zakres podmiotowy

Zakres podmiotowy art. 19 MAR jest relatywnie szeroki, obejmując osoby mające istotny wpływ na biznes oraz posiadające potencjalną przewagę informacyjną nad pozostałymi uczestnikami rynku. Do kategorii osób pełniących obowiązki zarządcze (PDMR) wchodzi bowiem, oprócz członków organów (PDMR w sensie formalnym), również członkowie kadry kierowniczej wyższego szczebla którzy mają określone kompetencje decyzyjne w przedsiębiorstwie emitenta, a także posiadają stały dostęp do informacji poufnych (PDMR w sensie materialnym).

W przypadku tej drugiej kategorii osób, pewne wątpliwości na rynku budzi status prokurenta jako szczególnego typu pełnomocnika przedsiębiorcy będącego emitentem. Sam fakt udzielenia prokury (i wpisania osoby w tym charakterze do stosownego rejestru) nie przesądza o statusie prokurenta jako PDMR w rozumieniu MAR. Prokurent może, ale nie musi posiadać szerokich kompetencji decyzyjnych w przedsiębiorstwie oraz może, ale nie musi, mieć dostępu do informacji poufnych. Jego status winien być zatem, tak jak w odniesieniu do wszystkich innych PDMR w znaczeniu materialnym, rozstrzygany ad casu w strukturze konkretnego emitenta, mając na uwadze zarówno obowiązujące w tym zakresie regulacje wewnętrzne, umowę pomiędzy emitentem a daną osobą, jak i istniejący stan faktyczny i faktyczną zdolność do podejmowania decyzji w imieniu emitenta.

Status osób blisko związanych (PCA) posiadają z kolei po pierwsze członkowie rodziny PDMR (tj. małżonek lub osoba o statusie równoważnym z małżonkiem, pozostające na utrzymaniu dzieci oraz członkowie rodziny zamieszkujący w tym samym gospodarstwie domowym przez okres co najmniej roku) jak i podmioty

OKIEM EKSPERTA: Ujawnienia insiderów – praktyczne spojrzenie na reżim 19 MAR

prawne i jednostki organizacyjne w określony sposób powiązane z PDMR lub z PCA. MAR ustanawia w tym zakresie relatywnie szeroki katalog podmiotów, obejmujący podmioty, w których obowiązki zarządcze pełni PDMR lub PCA, lub nad którą osoba taka sprawuje pośrednią lub bezpośrednią kontrolę, lub która została utworzona, by przynosić korzyści takiej osobie, lub której interesy gospodarcze są w znacznym stopniu zbieżne z interesami takiej osoby.

Jednostki, w których PDMR sprawuje obowiązki zarządcze jako członek organu, wspólnik prowadzący sprawę spółki lub uprawniony do podejmowania decyzji członek kadry kierowniczej są PCA w rozumieniu MAR. Również podmioty bezpośrednio lub pośrednio zależne od PDMR niewątpliwie należą do tej kategorii. Największe wątpliwości budzą jednak dwie ostatnie przesłanki, a to przynoszenie korzyści PDMR/PCA lub interes gospodarczy w znacznym stopniu zbieżny z interesem tej osoby.

Po pierwsze, nie sposób w tym zakresie ustanowić jakiegokolwiek ilościowego kryterium zaangażowania PDMR/PCA w danej osobie prawnej lub jednostce organizacyjnej. Przykładowo, zaangażowanie PDMR poniżej 50 lub 25% udziałów lub głosów na zgromadzeniu udziałowców danego podmiotu nie przesądza o braku statusu tej osoby jako PCA.

Niezbędne jest zbadanie zaangażowania PDMR w dany podmiot i ich wzajemnego znaczenia, co musi nastąpić dwutorowo – z jednej strony, badaniu podlega istotność zaangażowania PDMR dla podmiotu (stopień kontroli), z drugiej, niejako pomocniczo, istotność zaangażowania w podmiocie dla PDMR (stopień powiązania interesów gospodarczych i przynoszenie korzyści). W tym drugim zakresie można ostrożnie zwrócić uwagę na to, jaką wartość ma zaangażowanie w dany podmiot w stosunku do całości majątku PDMR, o ile oczywiście udział PDMR w podmiocie jest odpowiednio istotny. PDMR, którego życiowe interesy są mocno związane z danym podmiotem może mieć bowiem istotną motywację do wykorzystania go w obrocie instrumentami finansowymi emitenta lub instrumentami z nimi powiązanymi.

Po drugie, status PCA może wynikać zarówno z okoliczności prawnych (formalna własność udziałów, praw wspólnika lub kontrola) jak i faktycznych. Zastosowanie winna znajdować w tym zakresie swoiście rozumiana zasada przewagi treści ekonomicznej nad formą prawną. Przykładowo, PDMR będący komandytariuszem może sprawować faktyczną kontrolę nad spółką komandytową, a także jego interes może być z tą spółką istotnie związany i zbieżny. Granicą jest za każdym razem ekonomiczna korzyść PDMR – nie sposób uznać za PCA podmioty prawne którym PDMR wyłącznie doradza lub takie, wobec których wpływ PDMR

wynika wyłącznie ze stosunków o charakterze interpersonalnym, nieposiadającym jakiegokolwiek mocy prawnej.

Po trzecie, w przypadku istotnych, niedających się usunąć wątpliwości należy, przy zachowaniu odpowiedniej ostrożności, zaliczyć dany podmiot do kręgu PCA. W tym zakresie sformułować można zasadę „w razie wątpliwości na rzecz transparentności”, z tym zastrzeżeniem, że wątpliwości te winny być istotne i rzeczywiście niedające się usunąć. Nie jest dobrą praktyką wciąganie wszelkich podmiotów jakkolwiek związanych z PDMR na listę PCA – może to bowiem prowadzić do wprowadzania na rynek niepotrzebnego zamętu, a w skrajnych sytuacjach może stanowić manipulację w rozumieniu art. 15 w zw. z art. 12 MAR.

W odniesieniu do szczególnego typu potencjalnego PCA – fundacji rodzinnej – jej status stał się przedmiotem niedawnego Stanowiska UKNF z 20 stycznia 2026 roku dot. interpretacji przepisów rozporządzenia MAR w kontekście statusu fundacji rodzinnej, której beneficjentami są osoby pełniące obowiązki zarządcze. Komisja słusznie przyjęła, że w przypadku, gdy PDMR jest beneficjentem fundacji, sama fundacja jest PCA w oparciu o przesłankę przynoszenia korzyści tej osobie. Dla porządku należy w tym zakresie przypomnieć, że w przypadku popularnego na

rynku przenoszenia instrumentów finansowych pomiędzy PDMR a fundacją będącą jego PCA, oba podmioty winne złożyć odrębne raporty o transakcjach – tj. w jednym przypadku o nabyciu, a w drugim o zbyciu instrumentu.

Terminy

Regulacja dotycząca terminów uporządkowana została w oparciu o Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2115. W poprzednim stanie prawnym, ten sam, maksymalnie trzydniowy termin od daty transakcji przewidziany został zarówno w odniesieniu do powiadomienia emitenta i właściwego organu (przez PDMR/PCA) jak i w odniesieniu do publicznego raportowania transakcji przez emitenta. Rodziło to problem w sytuacji, w której PDMR/PCA wykonali swój obowiązek w ostatnim dniu terminu, w sposób faktycznie uniemożliwiający emitentowi ogłoszenie transakcji w tym samym dniu.

Obecnie, PDMR/PCA dokonuje powiadomień niezwłocznie i nie później niż w trzy dni robocze po dniu transakcji, a emitent jest zobowiązany przekazać informację do wiadomości publicznej nie później niż dwa dni robocze od daty otrzymania powiadomienia.

Użyte przez ustawodawcę określenie „niezwłocznie” interpretować należy, zgodnie z utrwalonym poglądem jako oznaczające konieczność powiadomienia bez zbędnej zwłoki, w normalnym toku czynności. Oznacza to zatem, że powiadomienie powinno



zostać złożone tak szybko jak to możliwe, jednak nie musi zostać złożone natychmiast. W każdym jednak razie, nie jest prawidłową praktyką odnoszenie się wyłącznie do maksymalnego, trzydniowego terminu – o ile to racjonalnie możliwe (tj. nie występują istotne okoliczności wymuszające zwłokę), powiadomienie powinno zostać złożone wcześniej. Na aspekt ten zwraca uwagę KNF w niedawnym Stanowisku dotyczącym wypełniania obowiązków ustanowionych w art. 19 Rozporządzenia MAR w zakresie powiadomień o transakcjach osób pełniących obowiązki zarządcze oraz osób blisko z nimi związanych z 17 lutego 2026 roku (, w którym wskazano wprost: „Z reguły wymóg niezwłoczności powinien być dochowywany w ten sposób, że powiadomienia o transakcjach należy przekazać emitentowi nie później niż przed zakończeniem sesji giełdowej w dniu, w którym przedmiotowe transakcje zostały dokonane. Wyjątkiem od tej reguły, dla którego prawodawca europejski przewidział ostateczny i nieprzekraczalny termin trzech dni roboczych, są sytuacje o podłożu losowym, życiowym lub operacyjnym (...).”

Treść powiadomienia

Treść obowiązku informacyjnego wynika z art. 19 ust. 6 MAR, na podstawie którego został opracowany wzór powiadomienia stanowiący załącznik do Rozporządzenia Wykonawczego Komisji (UE) nr 2016/523. W praktyce, niezbędne jest wypełnienie stosownego formularza dostępnego w stworzonym przez KNF serwisie [19mar.knf.gov.pl](https://www.knf.gov.pl), który w tej samej treści powinien zostać przesłany zarówno organowi (w portalu) jak i samemu emitentowi (rozliczalną i poufną drogą, np. zaszyfowanym e-mailem, po pobraniu PDF z portalu). Emitent, realizujący swój obowiązek informacyjny w systemie ESPI, nie ma przy tym jakiegokolwiek obowiązku ani prawa ingerowania w treść raportu, choć, jak się zdaje, ma prawo opatrzyć raport komentarzem (w szczególności pochodzącym od PDMR/PCA), w takim zakresie w jakim przepisy prawa nie stoją temu na przeszkodzie. Należy jednak zachować w tym zakresie szczególną ostrożność, aby nie narazić się na zarzut manipulacji, na co zwróciła uwagę KNF w Stanowisku z 17 lutego, wskazując: „Instrumentalne wykorzystanie powiadomień dokonanych w trybie art. 19 ust. 1 Rozporządzenia MAR, którego skutkiem może być intencjonalne wprowadzenie inwestorów w błąd co do podaży lub popytu na instrument finansowy jest niedozwolone i będzie rozpatrywane w kontekście potencjalnej manipulacji informacją, o której mowa 12 ust. 1 lit. c) Rozporządzenia MAR”.

Zwrócić należy w szczególności uwagę na fakt, że raport wymaga oznaczenia instrumentu finansowego będącego przedmiotem transakcji (art. 19 ust. 6 lit. d) MAR), a jednocześnie, jak wskazuje KNF (https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Informacje_dla_podmiotow_nadzorowanych/mar/notyfikacje_insiderow?articleId=47303&p_

id=18, pytanie 24) raportowania wymaga również pośrednie nabycie tegoż instrumentu. Przez pośrednie nabycie rozumieć należy w mojej ocenie zarówno nabycie instrumentu przez podmiot pośrednio lub bezpośrednio zależny, jak i – co istotne w tym kontekście – nabycie istotnych udziałów w podmiocie posiadającym instrumenty finansowe emitenta, w tym w szczególności w przypadku, w którym instrumenty te stanowią istotny składnik majątku tego podmiotu. W innym bowiem przypadku, obowiązek z art. 19 MAR mógłby być w łatwy sposób obchodzony, poprzez obrót udziałami np. spółek z o.o., których jedynym (lub absolutnie dominującym) składnikiem aktywów są rzeczony instrumenty finansowe.

W przypadku, w którym udziały będące bezpośrednim przedmiotem transakcji nie są instrumentem finansowym, w raporcie należy referować do instrumentu „bazowego” – czyli instrumentu stanowiącego dominujący składnik majątku danego podmiotu, podając jego ISIN oraz wolumen. Należy jednak wyraźnie zaznaczyć w raporcie, że przedmiotem transakcji jest pośrednie nabycie lub zbycie instrumentu finansowego poprzez nabycie lub zbycie udziałów, a sama transakcja odbywa się poza systemem obrotu. Nigdy nie jest prawidłowe określanie miejscowości, w której zawarto umowę jako miejsca transakcji – transakcja odbywa się albo w systemie obrotu, który oznacza się stosownym kodem MIC (np. XWAR dla rynku głównego akcji GPW), albo „poza systemem obrotu”.

Niektórym PDMR/PCA problem sprawia również prawidłowe określenie ceny i wolumenu transakcji. W sekcji „Cena i wolumen” wskazać należy poszczególne transakcje, wraz z jednostkową ceną nabycia instrumentu. Z kolei sekcja „Informacje zbiorcze – Łączny wolumen – Cena” zawierać powinna sumę wolumenu oraz średnią ważoną cen nabywanych instrumentów (w przypadku jednej transakcji – po prostu cenę po jakiej nabyto instrumenty). Nie jest prawidłowe wskazywanie zbiorczej ceny (sumy) nabywanych instrumentów, nawet w sytuacji, w której transakcja odbyła się na podstawie umowy cywilnoprawnej w której oznaczono zbiorczą cenę. Referencja zawsze musi być czyniona do średniej ceny nabywanego instrumentu, na przykład jednej akcji emitenta.

Podsumowanie

Prawidłowe wypełnianie obowiązków z art. 19 MAR jest elementem szerszego systemu zapewniania zgodności z MAR. Jako obszar szczególnie delikatny, wymaga z jednej strony prawidłowej identyfikacji podmiotów objętych obowiązkiem i relevantnych transakcji, z drugiej należytego ukształtowania treści raportów, z trzeciej zachowania szczególnej ostrożności celem niewprowadzania uczestników rynku w błąd. We wszystkich tych obszarach niezbędna może być fachowa pomoc prawna.

Best execution po liftingu, czyli koniec z „Top 5”

mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners



Best execution po nowemu

Jeszcze niedawno best execution w wielu firmach żyło w dwóch równoległych światach. W świecie pierwszym – operacyjnym – trading, dealing desk i operacje podejmowały tysiące mikrodecyzji dziennie: gdzie wysłać zlecenie, czy je podzielić, jak obsłużyć częściowe wykonanie albo jak zapanować nad poślizgiem. W świecie drugim – raportowym – co roku powstawał dokument z listą pięciu najczęściej używanych systemów wykonywania zleceń (RTS 28)¹, czytany przez wąskie grono i rzadko pełniący funkcję narzędzia porównawczego.

Unijny regulator uznał, że ten drugi świat nie dowoził obiecanej wartości. Zmiany w art. 27 MiFID II² nie są więc „poluzowaniem” reżimu best execution. To korekta kursu: mniej publikowania danych, więcej nacisku na jakość procesu decyzyjnego, jego kontrolę i zdolność do wykazania – ex post i na żądanie nadzoru – że firma faktycznie działała w najlepiej pojętym interesie klienta.

Co się zmieniło w art. 27 MiFID II i dlaczego RTS 28 odchodzi do historii

Z perspektywy domów maklerskich najbardziej „odczuwalna” jest zmiana dotycząca art. 27(6) MiFID II: uchylono obowiązek corocznej publikacji wykazu pięciu najlepszych systemów wykonywania zleceń (top five) i informacji o jakości wykonania. W polskim porządku prawnym ten obowiązek jest dziś odzwierciedlony w art. 73c u.o.i.f.³ – przepis nakazuje publikację raz do roku raportu, w którym firma wskazuje pięć najlepszych systemów wykonywania zleceń dla każdej kategorii instrumentów oraz dołącza informacje o jakości wykonania.

Równolegle dyrektywa 2024/790 modyfikuje też art. 27(3) MiFID II, czyli obowiązki po stronie systemów obrotu i podmiotów systematycznie internalizujących w zakresie publikowania danych o jakości wykonania. Oba filary są przebudowywane.

Dlaczego to się dzieje? Uzasadnienie jest w gruncie rzeczy bezlitosne dla starego modelu: dowody i informacje zwrotne od zainteresowanych stron wykazały, że sprawozdania były rzadko czytane i nie pozwalały inwestorom ani innym użytkownikom na miarodajne porównania. Podobny wniosek przebijał wcześniej w materiałach ESMA: konsultacje wskazywały na ograniczone wykorzystanie RTS 28 (zwłaszcza przez inwestorów detalicznych), trudności z dostępem do raportów, problemy jakości danych i porównywalności.⁴

ESMA w 2024 r. wydała publiczne stanowisko, w komunikowała, że w reżimie po przeglądzie MiFID II firmy inwestycyjne nie będą już zobowiązane do corocznego raportowania RTS 28, oraz że oczekuje od krajowych nadzorów depriorityzacji działań nadzorczych związanych z egzekwowaniem tego obowiązku w okresie przejściowym.⁵

Okres przejściowy: formalnie stare, praktycznie nowe

W praktyce 2024–2026 to czas „pomiędzy”. Dyrektywa 2024/790 została opublikowana w Dzienniku Urzędowym 8 marca 2024 r. i weszła w życie 20 dni po publikacji; państwa członkowskie miały wdrożyć zmiany dyrektywy do 29 września 2025 r.

Jednocześnie obowiązki wynikające z art. 27(6) (a więc i RTS 28) w praktyce „wygaszają się” dopiero z chwilą transpozycji dyrektywy

¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/576 z dnia 8 czerwca 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących podawania co roku do wiadomości publicznej przez firmy inwestycyjne informacji o tożsamości systemów wykonywania zleceń i jakości wykonywania zleceń (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 166).

² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. U. UE. L. z 2024 r. poz. 790).

³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.).

⁴ Recital 8 do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r.

⁵ ESMA Public Statement Deprioritisation of supervisory actions on the obligation to publish RTS 28 reports in light of the agreement on the MiFID II/MiFIR review https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-02/ESMA35-335435667-5871_Public_Statement_on_deprioritisation_of_supervisory_actions_on_RTS_28_reporting.pdf

OKIEM EKSPERTA: Best execution po liftingu, czyli koniec z „Top 5”

do prawa krajowego. ESMA zwracała uwagę, że firmy mogą nadal być zobowiązane do publikacji raportów za 2024 r. i w kolejnych okresach, aż do daty transpozycji w danym państwie.

Dla polskich domów maklerskich oznacza to spełniania dwóch obowiązków jednocześnie: po pierwsze, spełniać nadal obowiązki krajowe (np. art. 73c – dopóki obowiązuje); po drugie, projektować procesy już „pod nowy standard”, bo to on będzie miernikiem oczekiwań nadzorczych i rynkowych. W polskim Sejmie procedowany jest projekt ustawy (*druk sejmowy nr 2159*)⁶, którego celem jest wdrożenie dyrektywy 2024/790 oraz związanych z nią zmian, m.in. przez uchylenie art. 73c.

ESMA podkreśla w szczególności, że logika polityki i wyniki monitoringu best execution mają być teraz bardziej widoczne dla kierownictwa i funkcji kontrolnych firmy inwestycyjnej. W praktyce best execution przestaje być wyłącznie tematem dealing desku – staje się jeszcze bardziej tematem zarządczym, bo zarząd musi umieć obronić przed nadzorem, że proces działa.

Nowy art. 27(10) i nowe RTS ESMA: koniec z rocznym rankingiem

Najważniejsza zmiana o dodanie w art. 27 nowego ust. 10, który nakazuje ESMA opracowanie regulacyjnych standardów technicznych określających kryteria brane pod uwagę przy opracowywaniu i ocenie skuteczności polityki wykonywania zleceń – z rozróżnieniem klientów detalicznych i profesjonalnych.

ESMA wykonała ten mandat w Final Report z dnia 10 kwietnia 2025 r.⁷, dołączając final draft Rozporządzenia RTS. Warto podkreślić: to nie są „wytyczne w miękkiej formie”, a rozporządzenie Komisji Europejskiej⁸, które będzie stosowane bezpośrednio w państwach członkowskich. Na moment pisania Komisja Europejska nie przyjęła jeszcze tych RTS.

W Final Report ESMA proponuje także okres *vacatio operandi*: zastosowanie RTS ma nastąpić po 18 miesiącach od wejścia w życie rozporządzenia, aby firmy miały realny czas na przebudowę polityk, danych i narzędzi monitoringu⁹.

Nowe RTS nie narzucają jednego modelu best execution, ale narzucają standard uzasadniania i testowania modelu. Polityka ma więc

przestać być jedynie deklaracją, a stać się bardziej udokumentowanym procesem decyzyjnym.

Polityka wykonywania zleceń: koniec ogólników

RTS ESMA kładą nacisk na to, aby polityka wykonywania zleceń w sposób precyzyjny wyjaśniała logikę decyzji. Nie wystarczy wymienić czynników (cena, koszt, szybkość, prawdopodobieństwo). Firma ma pokazać, jak te czynniki waży, w jakich warunkach który „wygrywa” i dlaczego – osobno dla każdej klasy instrumentów i z uwzględnieniem tego, czy działa dla klientów detalicznych czy profesjonalnych.

W praktyce przekłada się to na trzy obszary, które w wielu organizacjach będą wymagały zmian:

1. Segmentacja instrumentów i profilu zleceń. ESMA oczekuje, że firma zdefiniuje klasy instrumentów oraz – gdy to uzasadnione – podklasy, biorąc pod uwagę m.in. typ instrumentu, cechy płynności, typowe wielkości zleceń i częstotliwość ich składania.

2. Wybór miejsc wykonania i uzasadnienie „listy” venue. RTS wymaga, aby firma jasno opisała kryteria doboru miejsc wykonania, a nie tylko podała ich nazwy. W praktyce to oznacza, że polityka musi wytłumaczyć, dlaczego dane venue/broker/OTC counterparty znajduje się na liście, jakie ma przewagi i jakie ryzyka; oraz w jaki sposób firma zapewnia, że wybrane miejsca „w sposób ciągły” umożliwiają uzyskanie najlepszego wyniku.

3. Koszty rozumiane szerzej niż prowizja. ESMA wskazuje, że przy ocenie kosztów firma powinna uwzględniać nie tylko opłaty transakcyjne, ale także koszty pośrednie i infrastrukturalne, jeżeli mają one znaczenie dla wyniku klienta (np. koszty dostępu do venue, clearing, rozrachunku, depozytu/custody, koszty FX, itp.).

Jedno miejsce wykonania: dozwolone, ale pod lupą

ESMA odnotowuje, że model jednego miejsca wykonania dla danej klasy instrumentów bywa praktyką rynkową. Nie jest to automatycznie sprzeczne z best execution, ale wymaga szczególnej



⁶ <https://www.sejm.gov.pl/Sejm10.nsf/druk.xsp?nr=2159>

⁷ Final Report Technical Standards specifying the criteria for establishing and assessing the effectiveness of investment firms' order execution policies 10th April 2025 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-04/ESMA35-335435667-6253_Final_Report_-_MiFID_IL_RTS_on_order_execution_policies.pdf

⁸ Commission Delegated Regulation (EU) supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for the criteria to be taken

into account in establishing and assessing the effectiveness of order execution policies of investment firms

⁹ art. 11

OKIEM EKSPERTA: Best execution po liftingu, czyli koniec z „Top 5”

staranności w doborze i w stałym potwierdzaniu, że ten wybór nadal jest najlepszy. I tu pojawia się ciekawa ciągłość historyczna: w Wytycznych CESR (poprzednik ESMA) z 2007 r. (jeszcze pod MiFID I)¹⁰ opisywano sytuacje, w których firma korzysta tylko z jednego miejsca wykonania, wskazując m.in. na konieczność uzasadnienia tego wyboru i regularnej weryfikacji, czy nadal jest właściwy. Dzisiejsze RTS ESMA – choć osadzone w innym rynku – w pewnym sensie nawiązuje do tamtego dokumentu: pojedyncze venue jest dopuszczalne, ale trzeba to dobrze uzasadnić.

Specyficzne instrukcje klienta: autonomia kontra spójność procesu

RTS przewidują także, że polityka ma opisywać, jak firma postępuje w przypadku specyficznych instrukcji klienta oraz jak obsługuje sytuację, w której klient wybiera miejsce wykonania. To istotne praktycznie: w realnym obrocie instrukcja klienta może „wyłączyć” część obowiązku best execution w zakresie objętym instrukcją, ale firma nadal musi zapewnić najlepszy wynik w pozostałym zakresie. Z perspektywy organizacyjnej oznacza to konieczność jasnych reguł: co jest instrukcją, jak ją rejestrujemy, jak edukujemy klienta o skutkach, kiedy możemy odmówić jej realizacji (np. z uwagi na ryzyko operacyjne), i jak mierzymy skuteczność procesu tam, gdzie instrukcje są częste.

Monitoring: best execution

Jeżeli nowy reżim ma być realniejszy, to kluczem jest monitoring. RTS ESMA wymaga regularnej oceny skuteczności polityki i uzgodnień wykonawczych. W Final Report ESMA podkreśla, że celem nie jest narzucenie jednego narzędzia, ale wymóg, aby firma była w stanie wykazać, że monitoring faktycznie jest prowadzony i że ma on sensowny punkt odniesienia.

W praktyce warto myśleć o monitoringu w trzech warstwach:

- **Metryki.** Najprostsze pytanie brzmi: „co mierzymy?”. W zależności od rynku i instrumentu wchodzi w grę porównanie np. ceny do benchmarku, miary poślizgu, odsetek częściowych wykonań, czas do wykonania, prawdopodobieństwo rozrachunku, koszty, stabilność jakości u brokerów, itp.
- **„Reference dataset”.** ESMA wprost wymaga, aby firma określiła zestaw danych referencyjnych używany do oceny skuteczności polityki i uzgodnień. Co ważne, ESMA dopuszcza różne źródła (w tym dane rynkowe, dane wewnętrzne, dane od podmiotów trzecich), ale oczekuje uzasadnienia wyboru. W przypadku klas wykonywanych OTC reference dataset ma zapewniać możliwość oceny „rzetelności ceny” w rozumieniu art. 64(4) rozporządzenia delegowanego 2017/565¹¹. To dokładnie ten moment, w którym best execution styka się z obowiązkiem „godziwej ceny”.

Review: konfrontacja z rynkiem

Przegląd polityki wykonywania zleceń (review) ma charakter strategiczny. To moment, w którym firma powinna sprawdzić, czy dotychczasowy model nadal odpowiada realiom rynkowym. ESMA podkreśla, że review nie powinien być rutynowym „odhaczeniem” raz do roku, lecz ma wynikać z realnej analizy zmian w strukturze rynku i w profilu zleceń.

W praktyce oznacza to dwie kategorie przeglądów:

- przegląd okresowy (najczęściej roczny, ale dla niektórych segmentów sensowniejszy może być krótszy cykl),
- przegląd ad hoc, gdy pojawia się istotne zdarzenie: zmiana w modelu opłat na venue, spadek płynności, pojawienie się nowego systemu, awarie, istotna skarga klienta, wprowadzenie nowego produktu albo zmiana struktury klientów.

Co istotne, jeżeli monitoring (także outsoursowany) prowadzą podmioty trzecie, ESMA oczekuje, że firma inwestycyjna dokona dokładnego przeglądu działań monitorujących realizowanych przez te podmioty. Innymi słowy: „outsourcing nie outsoursuje odpowiedzialności”.

Dealing on own account: uczciwa cena w modelu

Szczególne znaczenie w nowych RTS ma sytuacja, w której firma wykonuje zlecenia klienta jako druga strona transakcji (dealing on own account) – czyli w praktyce: market making, internalizacja, kwotowanie OTC. W takim modelu konflikt interesów jest wpisany niejako w „konstrukcję modelu”, a klient ma prawo oczekiwać, że cena jest uczciwa.

RTS nakłada na politykę best execution obowiązek opisanie, jak firma zapewnia, że oferowane ceny są uczciwe. ESMA wskazuje, że rzetelność ceny można oceniać przez porównanie do cen obserwowanych w rynku, do cen instrumentów porównywalnych, albo przez metodologię oparte na danych rynkowych i modelach wewnętrznych. W szczególności dotyka to zagadnienia różnego rodzaju błędów cenowych: istotne, nieuzasadnione odchylenie ceny transakcyjnej od warunków rynkowych – wymagające wykrycia i korekty. Oczywiście w dynamicznym rynku odchylenia będą się zdarzać.

Kluczowe nie jest to, czy każda cena jest idealna, tylko czy firma ma:

- obiektywną metodę weryfikacji rynkowości (np. źródła danych, modele, porównania,
- mechanizm detekcji (np. alerty na odchylenie od benchmarku),

¹⁰ CESR Best Execution under MiFID Questions and Answers, May 2007 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_320.pdf

¹¹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 1 z późn. zm.).

OKIEM EKSPERTA: Best execution po liftingu, czyli koniec z „Top 5”

- procedurę reakcji (korekta, kompensata, anulowanie, analiza przyczynowa),
- ścieżkę governance (kto decyduje, kto zatwierdza wyjątki, kto raportuje do kierownictwa).

Polskie doświadczenie: Wytyczne KNF OTC z 2016 r. jako „poligon” pod europejskie RTS

Dla polskich firm to nie jest zupełnie nowa planeta. W Wytycznych KNF dotyczących rynku OTC z 2016 r.¹² pojawiają się już elementy zbieżne z logiką nowych RTS ESMA. Po pierwsze, KNF oczekiwał mierników i monitoringu: m.in. zdefiniowania standardowego czasu realizacji zlecenia (z uwzględnieniem sytuacji, gdy klient wprowadza opóźnienie), co jest w praktyce odpowiednikiem mierzenia „speed” i „likelihood” w best execution. Po drugie, KNF wskazywał na potrzebę monitorowania wyników klientów – np. odsetka klientów zyskujących i tracących na danym typie produktu. Po trzecie kwestie błędów w cenach, Wytyczne KNF wymagały, aby firma określiła zasady identyfikowania przypadków błędnego kwotowania (np. rażąco błędnej ceny) i sposoby postępowania w takich sytuacjach. Wprost pojawia się też wymóg, aby firma weryfikowała ceny kwotowane klientom w oparciu o źródła rynkowe i ujawniała klientom informacje o pochodzeniu kwotowań, a na żądanie – podstawę wyliczenia kwotowania (w tym elementy mark-up/spread).

Nowe RTS ESMA oczywiście nie kopiuje Wytycznych KNF 1:1, ale idą w pewnym sensie w tym samym kierunku: uczciwość ceny

w modelach OTC i dealing on own account ma być wykazywana w sposób metodyczny, a nie deklaracyjny. To dlatego praktyka polskich domów maklerskich wypracowana przy wdrażaniu Wytycznych KNF może dziś być użyteczna. Firmy, które mają już mapę źródeł danych, mechanikę benchmarków, procedury wykrywania odchyłań i eskalacji, startują z innego poziomu niż te, które traktowały best execution wyłącznie jako „dokument dla klienta”.

Koszty, dokumenty i (nie)czytelność: druga strona medalu

Nie ma co udawać: best execution w nowej odsłonie może być bardziej realne, ale jest kosztowne. Monitoring bez danych rynkowych jest fikcją, a dane kosztują – i to nie tylko w rozumieniu abonamentu na feed. Prawdziwy koszt to integracja, utrzymanie jakości, archiwizacja, budowa benchmarków, testowanie, a wreszcie praca ludzi, którzy muszą umieć te dane interpretować.

Jest też koszt „papierowy”. Paradoks ochrony inwestora jest znany: im więcej dokumentów, tym większe ryzyko, że klient końcowy (zwłaszcza detaliczny) przestaje je czytać. Z jednej strony, regulator odchodzi od rocznych raportów top five, bo były rzadko użyteczne; z drugiej strony, nowe RTS mogą pośrednio dołożyć kolejną warstwę dokumentacji. I tu pojawia się pytanie, które rynek będzie sobie zadawał coraz częściej: czy klient faktycznie skorzysta z większej szczegółowości polityki, czy zyska przede wszystkim nadzór – w postaci lepszej możliwości egzekwowania standardu.

¹² Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych, Warszawa 2016 https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/wytyczne_%20OTC_24_43962_94559.05_43962_94559.2016_94559.pdf (Archiwalne)



Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej i możliwości jego wykorzystania przez firmy inwestycyjne

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



Tożsamość cyfrowa nie jest w Polsce pojęciem nowym ani egzotycznym. Dla milionów obywateli od kilku lat stała się elementem codziennego funkcjonowania za sprawą aplikacji mObywatel, która umożliwia posługiwanie się m.in. mDowodem osobistym czy innymi dokumentami cyfrowymi. Co istotne, rozwiązania te zaczęły stopniowo wychodzić poza sferę relacji obywatel-administracja publiczna i znajdować zastosowanie również w sektorze prywatnym. Przykładem może być wykorzystywanie mDowodu osobistego w wybranych procesach bankowych czy identyfikacyjnych.

Zakres tego wykorzystania pozostaje jednak ograniczony. Cyfrowa tożsamość funkcjonuje dziś raczej jako wsparcie wybranych czynności niż jako pełnoprawny, powszechnie akceptowany mechanizm nawiązywania i obsługi relacji z instytucjami finansowymi. Brakuje jednolitego, transgranicznego standardu, który pozwalałby klientom w sposób prosty, bezpieczny i prawnie skuteczny potwierdzać swoją tożsamość oraz określone cechy czy uprawnienia w relacjach z podmiotami rynku finansowego, niezależnie od państwa pochodzenia.

Rozporządzenie eIDAS jako początek rewolucji cyfrowej

Pierwszą próbą uporządkowania zagadnień identyfikacji elektronicznej na poziomie unijnym było rozporządzenie znane powszechnie jako eIDAS¹ (Electronic Identification, Authentication and Trust Services). Regulacja ta, obowiązująca od lipca 2016 r., miała na celu zwiększenie bezpieczeństwa transakcji elektronicznych oraz wsparcie budowy jednolitego rynku cyfrowego w Unii Europejskiej poprzez stworzenie wspólnych ram prawnych dla identyfikacji elektronicznej i usług zaufania.

Znaczenie eIDAS polegało przede wszystkim na ujednoczeniu rozproszonych wcześniej regulacji krajowych. Przed jego wejściem w życie podpisy elektroniczne czy systemy identyfikacji funkcjonowały w oparciu o lokalne przepisy, które – co do zasady – nie były wzajemnie uznawane. eIDAS wprowadził katalog usług zaufania oraz wspólne standardy ich funkcjonowania. Najbardziej widocznym efektem było ustandaryzowanie kwalifikowanego podpisu elektronicznego, który uzyskał w całej Unii Europejskiej skutek prawny równoważny podpisowi własnoręcznemu. Regulacja objęła również m.in. pieczęcie elektroniczne oraz elektroniczne znaczki czasu.

Mimo tego postępu eIDAS nie doprowadził do pełnej integracji rynku identyfikacji elektronicznej. Wzajemne uznawanie krajowych systemów identyfikacji elektronicznej miało w praktyce ograniczony zasięg, a ich wykorzystanie przez sektor prywatny okazało się skomplikowane i kosztowne. Rozporządzenie nie było też projektowane z myślą o powszechnej mobilności ani o realnej kontroli użytkownika nad zakresem udostępnianych danych. W rezultacie rozwiązania takie jak mObywatel, choć skuteczne na poziomie krajowym, pozostały zamknięte w granicach jednego państwa, a luka ta została częściowo wypełniona przez globalne platformy technologiczne oferujące własne mechanizmy identyfikacji.

Te ograniczenia stały się impulsem do przyjęcia nowej regulacji. Odpowiedzią Unii Europejskiej jest rozporządzenie zwane eIDAS 2.0² oraz koncepcja Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej (EUDI Wallet), które otwierają nowy etap wykorzystania tożsamości cyfrowej, również w relacjach prywatnych i na rynku finansowym, w tym w działalności firm inwestycyjnych.

Dzięki nowej regulacji firmy inwestycyjne mogą zyskać nowe narzędzie do porządkowania procesów, uproszczenia onboardingu, ułatwienia nawiązywania relacji z klientami z zagranicy (w tym prowadzenia ekspansji zagranicznej), a także utrzymywania i integrowania swoich systemów i aplikacji z narzędziami codziennymi klienta.

Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej – nowa logika identyfikacji

Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej został zaprojektowany jako narzędzie umożliwiające użytkownikowi (klientowi) bezpieczne przechowywanie danych dotyczących jego tożsamości, danych uwierzytelniających oraz tzw. atrybutów, a następnie selektywne udostępnianie ich wybranym podmiotom, w tym instytucjom finansowym. Kluczowym założeniem tego rozwiązania jest realna

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 910/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie identyfikacji elektronicznej i usług zaufania w odniesieniu do transakcji elektronicznych na rynku wewnętrznym oraz uchylające dyrektywę 1999/93/WE

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1183 z dnia 11 kwietnia 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 910/2014 w odniesieniu do ustanowienia europejskich ram tożsamości cyfrowej

kontrola użytkownika nad danymi. To on decyduje, jakie informacje są przekazywane, komu, w jakim zakresie i na jakich warunkach.

Z perspektywy instytucji finansowych oznacza to istotną zmianę filozofii działania. Model oparty na szerokim i często nadmiarowym gromadzeniu danych klienta ustępuje miejsca podejściu opartemu na zasadzie minimalizacji, celowości i przejrzystości przetwarzania informacji. W dłuższej perspektywie może to prowadzić nie tylko do uproszczenia procesów i obniżenia kosztów operacyjnych, lecz także do wzmocnienia relacji z klientami poprzez większą transparentność i przewidywalność. Europejski portfel może mieć istotny potencjał w stosowaniu wobec klientów środków bezpieczeństwa finansowego na potrzeby procesów AML/CFT.

Firma inwestycyjna jako strona ufająca

Stroną ufającą w rozumieniu nowych regulacji jest podmiot, który polega na identyfikacji elektronicznej danych pochodzących z Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej lub na usługach zaufania świadczonych zgodnie z eIDAS 2.0. Firmy inwestycyjne w naturalny sposób wpisują się w tę definicję, jednak korzystanie z tego statusu nie ma charakteru czysto technicznego i wiąże się z konkretnymi obowiązkami regulacyjnymi.

Projektowane przepisy krajowe dostosowujące polski porządek prawny do eIDAS 2.0 przewidują m.in. obowiązek rejestracji strony ufającej oraz uprzedniego określenia zakresu danych, które będą pozyskiwane od użytkowników Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej. Co istotne, firma inwestycyjna nie będzie uprawniona do żądania informacji wykraczających poza zadeklarowany zakres. W praktyce wymusza to świadome i precyzyjne zdefiniowanie rzeczywistych potrzeb informacyjnych instytucji, sprzyjając uporządkowaniu procesów onboardingowych, zwiększeniu przejrzystości relacji z klientem oraz ograniczeniu ryzyka nadmiernego lub nieuzasadnionego przetwarzania danych.

Onboarding klientów i wymiar transgraniczny

Najbardziej oczywistym obszarem wykorzystania Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej przez instytucje finansowe, w tym firmy inwestycyjne, jest proces onboardingu klientów. Oczekiwania klientów w tym zakresie są dziś jednoznaczne – onboarding powinien być szybki, prosty i możliwie bezproblemowy, niezależnie od kanału czy miejsca zamieszkania klienta. Narzędzia przewidziane w eIDAS 2.0 mogą pomóc firmom inwestycyjnym lepiej odpowiadać na te oczekiwania, jednocześnie zachowując wysoki poziom bezpieczeństwa i zgodności regulacyjnej.

Szczególne znaczenie ma wymiar transgraniczny. Dzięki Europejskiemu Portfelowi Tożsamości Cyfrowej firma inwestycyjna może polegać na danych i dokumentach o jednolitej „jakości regulacyjnej”,

niezależnie od państwa pochodzenia klienta. Ułatwia to pozyskiwanie klientów z innych rynków UE, ogranicza konieczność stosowania lokalnych, często rozbieżnych procedur identyfikacyjnych oraz zmniejsza ryzyko błędów i niejednoznaczności w procesie weryfikacji.

W efekcie Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej może stać się istotnym narzędziem wspierającym bezpieczną ekspansję transgraniczną i budowę skalowalnych modeli biznesowych firm inwestycyjnych. Nowe regulacje będą sprzyjać tworzeniu przez instytucje finansowe aplikacji, które mogą integrować się z europejskim portfelem.

Cyfrowe atrybuty i ich potencjalne znaczenie dla usług inwestycyjnych

Istotnym nowym elementem wprowadzonym przez eIDAS 2.0 są elektroniczne poświadczenia atrybutów. Atrybuty obejmują określone cechy, prawa lub uprawnienia osoby fizycznej lub prawnej, które są potwierdzane przez kwalifikowanego dostawcę usług zaufania. Rozporządzenie jednoznacznie przesądza, że kwalifikowane elektroniczne poświadczenie atrybutów wywołuje taki sam skutek prawny jak dokument w formie papierowej i podlega uznaniu na terytorium całej Unii Europejskiej.

Z perspektywy firm inwestycyjnych otwiera to nowe możliwości w zakresie wiarygodnego potwierdzania określonych cech klienta oraz porządkowania informacji wykorzystywanych przy świadczeniu usług, takich jak doradztwo inwestycyjne czy zarządzanie portfelem. Dane przekazywane przez klienta za pośrednictwem Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej mogą być wykorzystywane w procesie identyfikacji jego potrzeb inwestycyjnych oraz budowy profilu inwestycyjnego na potrzeby realizacji obowiązków wynikających z MiFID II. W efekcie elektroniczne poświadczenia atrybutów mogą przyczynić się do ułatwienia i usprawnienia procesów „zakupowych”, które dotychczas często opierają się na deklaracjach klienta lub dokumentach o zróżnicowanej jakości.

Trwały nośnik i obieg dokumentów

eIDAS 2.0 skłania również do ponownego spojrzenia na sposób przekazywania klientom informacji i dokumentów, które zgodnie z przepisami muszą być utrwalone na trwałym nośniku. Informacje o wykonaniu zleceń, rozliczenia podatkowe czy inne dokumenty generowane przez firmy inwestycyjne są dziś często przekazywane w sposób formalnie poprawny, lecz mało efektywny z punktu widzenia technologii oraz doświadczenia klienta. W praktyce oznacza to rozproszone kanały komunikacji i rozwiązania, które trudno skalować, zwłaszcza w relacjach transgranicznych.

Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej może w przyszłości stać się jednym z bezpiecznych i uporządkowanych kanałów przekazywania takich informacji. Zapewniałby on nie tylko wysoki poziom bezpieczeństwa i integralności danych, lecz także większą spójność



ARTYKUŁ: Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej i możliwości jego wykorzystania przez firmy inwestycyjne

procesu dokumentowego oraz lepszą kontrolę po stronie klienta nad otrzymywanymi dokumentami. Dla firm inwestycyjnych oznacza to możliwość uproszczenia obiegu dokumentów przy jednoczesnym zachowaniu wymogów regulacyjnych dotyczących trwałego nośnika.

Podpisywanie umów i elastyczność regulacyjna

eIDAS 2.0 nie wprowadza obowiązku stosowania kwalifikowanego podpisu elektronicznego przy zawieraniu umów z klientami. Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej umożliwia jednak klientowi firmy inwestycyjnej zawarcie, w tym podpisanie, umowy o świadczenie usług maklerskich z wykorzystaniem mechanizmów dostępnych w portfelu, które mogą pełnić rolę funkcjonalnego odpowiednika podpisu elektronicznego. Jednocześnie regulacja nie eliminuje innych dopuszczalnych prawnie form zawierania umów ani nie narzuca jednego, sztywnego modelu ich zawierania.

Firmy inwestycyjne zachowują tym samym istotną elastyczność w projektowaniu swoich procesów i mogą sięgać po rozwiązania oparte na Europejskim Portfelu Tożsamości Cyfrowej tam, gdzie rzeczywiście przynoszą one wartość biznesową lub operacyjną – w szczególności w kontekście zdalnego onboardingu, relacji transgranicznych oraz upraszczania ścieżki zawierania umów z klientami.

eIDAS 2.0 jako element strategii biznesowej, a nie tylko compliance

Rozporządzenie eIDAS 2.0 nie jest regulacją, którą firmy inwestycyjne mogą potraktować wyłącznie jako kolejny obowiązek compliance. Wdrożenie rozwiązań opartych na Europejskim Portfelu Tożsamości Cyfrowej wymaga decyzji o charakterze strategicznym, dotyczących cyfryzacji procesów, modelu relacji z klientem oraz sposobu korzystania z danych w zgodzie z zasadą minimalizacji i przejrzystości. Na początkowym etapie warto przeprowadzić audyt compliance, który pozwoli zaplanować odpowiednie wdrożenie eIDAS w strukturę organizacyjną firmy inwestycyjnej oraz zapewnić zgodność przyjętych rozwiązań z regulacjami sektora kapitałowego. Już od samego początku kluczowa jest współ-

praca z prawnikami, którzy doradzą, jak pogodzić dotychczasowe wymogi prawne firm inwestycyjnych z nowymi rozwiązaniami.

Dla części firm inwestycyjnych nowa regulacja może stać się impulsem do rozwoju działalności transgranicznej i pozyskiwania klientów na innych rynkach UE. Doświadczenie rynku finansowego pokazuje jednak, że tego typu rozwiązania technologiczne z czasem stają się standardem, a podmioty, które nie przygotują się do nich odpowiednio wcześniej, zmuszone są nadrabiać zaległości pod presją regulacyjną i konkurencyjną.

Harmonogram wdrożenia EUDI Wallet

eIDAS 2.0 bywa postrzegany jako projekt przyszłości, jednak jego kluczowe ramy czasowe są już znane. Rozporządzenie weszło w życie w 2024 r., natomiast państwa członkowskie zostały zobowiązane do wdrożenia rozwiązań w zakresie Europejskiego Portfela Tożsamości Cyfrowej najpóźniej do końca 2026 r. Równolegle prowadzone są prace nad aktami wykonawczymi oraz przepisami krajowymi regulującymi m.in. status i obowiązki stron ufających. Oznacza to, że już w najbliższych miesiącach firmy inwestycyjne powinny uwzględnić Europejski Portfel Tożsamości Cyfrowej w planowaniu rozwoju swoich procesów i modeli biznesowych.

W dniu 19 lutego 2026 r. Ministerstwo Cyfryzacji opublikowało pierwszy projekt ustawy wdrażającej regulację eIDAS 2.0 do polskiego porządku prawnego. Choć oczekiwano, że europejski portfel zostanie oparty na dobrze znanej polskiej aplikacji mObywatel, projekt przyjmuje odmienne podejście. W uzasadnieniu wskazano, że mObywatel – ze względu na krajową architekturę oraz model dokumentów – nie spełnia technicznych, interoperacyjnych i certyfikacyjnych wymogów eIDAS 2.0, co wyklucza jego dostosowanie do roli EUDI Wallet. W efekcie Polska opracuje odrębną aplikację europejskiego portfela, przy czym przez okres przejściowy mObywatel i EUDI Wallet będą funkcjonować równolegle. Zgodnie z deklaracjami Ministerstwa Cyfryzacji, europejski portfel ma uzupełniać istniejący ekosystem mObywatela, w szczególności w zakresie transgranicznego wykorzystania tożsamości cyfrowej.



Działalność maklerska a VAT – wybrane aspekty

dr Grzegorz Keler, adwokat, partner w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

Barbara Błaszczak, doradca podatkowy, Senior Associate w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, doktorantka w Szkole Doktorskiej Nauk Społecznych Uniwersytetu Warszawskiego w dyscyplinie nauki prawne



Prowadzenie działalności przez firmy inwestycyjne często wiąże się z dylematami dotyczącymi prawidłowego wywiązywania się z obowiązków podatkowych związanych ze świadczonymi usługami. W tym zakresie należy również uwzględnić obowiązki na gruncie VAT. Choć wiele usług świadczonych przez podmioty prowadzące działalność maklerską korzysta ze zwolnienia z VAT, w praktyce kwalifikacja podatkowa niektórych z nich nie zawsze jest jednoznaczna. Wręcz przeciwnie, ze względu na specyfikę wykonywanych usług, podmioty prowadzące działalność maklerską mogą doświadczyć szeregu wątpliwości dotyczących prawidłowego rozliczenia VAT w związku z podejmowanymi działaniami, jak również w zakresie uprawnień przysługujących na gruncie tego podatku. W niniejszym artykule omówione zostaną wybrane regulacje ustawy z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług (Dz. U. z 2025 r. poz. 775 z późn. zm., dalej: „**Ustawa o VAT**”) istotne z perspektywy działalności maklerskiej oraz wskazane przykładowe rodzaje usług, które, zgodnie ze stanowiskiem organów podatkowych, jak również sądów administracyjnych, nie korzystają ze zwolnienia z VAT.

Działalność maklerska a mały podatnik w VAT

Dla podatników prowadzących działalność maklerską przewidziano odmienny limit uznawania ich za małych podatników. Zgodnie z art. 2 pkt 25 ustawy o VAT w przypadku podatnika prowadzącego przedsiębiorstwo maklerskie (a także zarządzającego funduszami inwestycyjnymi, zarządzającego alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, będącego agentem, zleceniobiorcą lub inną osobą

świadczącą usługi o podobnym charakterze, z wyjątkiem komisju) za małego podatnika uznaje się podmiot, u którego kwota prowizji lub innych postaci wynagrodzenia za wykonane usługi brutto nie przekroczyła w poprzednim roku podatkowym równowartości 45 000 euro. Przeliczenie tych kwot na euro dokonuje się zgodnie z zasadami wskazanymi w ustawie o VAT, stosując średni kurs euro ogłaszany przez Narodowy Bank Polski na pierwszy dzień roboczy października poprzedniego roku podatkowego, w zaokrągleniu do 1000 zł.

Uzyskanie statusu małego podatnika wiąże się z szeregiem uprawnień, dzięki którym rozliczanie VAT może się okazać znacznie łatwiejsze. Takie rozwiązania to np. możliwość rozliczania podatku oraz składania deklaracji VAT za okresy kwartalne, a także rozliczanie podatku na zasadach kasowych (co oznacza, że obowiązek podatkowy powstaje co do zasady dopiero po otrzymaniu płatności).

Czasowe odwrotne obciążenie dla niektórych transakcji giełdowych

Kolejnym istotnym zagadnieniem na gruncie VAT, które powinny uwzględnić podmioty zaangażowane w obrót giełdowy, jest mechanizm czasowego odwrotnego obciążenia. Obejmuje on wybrane transakcje realizowane na rynku giełdowym, w szczególności dotyczące gazu, energii oraz uprawnień do emisji gazów cieplarnianych. Mechanizm ten, uregulowany w Rozdziale 1c ustawy o VAT, obowiązuje od 1 kwietnia 2023 r. i pierwotnie miał znaleźć zastosowanie do 28 lutego 2025 r. Obecnie został przedłużony do 31 grudnia 2026 r.

OKIEM EKSPERTA: Działalność maklerska a VAT – wybrane aspekty

Odwrotne obciążenie w omawianym zakresie przewiduje, że obowiązek rozliczenia podatku VAT spoczywa na nabywcy towarów lub usługobiorcy w przypadku dostaw gazu w systemie gazowym, energii elektrycznej w systemie elektroenergetycznym oraz usług polegających na przenoszeniu uprawnień do emisji gazów cieplarnianych, jeżeli transakcje te są realizowane – bezpośrednio lub za pośrednictwem podmiotu uprawnionego na:

- (I) giełdzie towarowej w rozumieniu przepisów o giełdach towarowych;
- (II) rynku regulowanym lub OTF w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm., dalej: „Ustawa o obrocie”).

W przypadku dostawy gazu lub energii elektrycznej, zastosowanie tego mechanizmu wymagane jest obligatoryjne w przypadku, w którym nabywca jest czynnym podatnikiem VAT, którego główna działalność polega na odsprzedaży gazu albo energii. Podobnie czynnym podatnikiem VAT powinien być usługobiorca (również czynny podatnik VAT), w szczególności:

- (I) będący spółką prowadzącą giełdę towarową w rozumieniu przepisów o giełdach towarowych;
- (II) będący towarowym domem maklerskim lub domem maklerskim w rozumieniu przepisów o giełdach towarowych;
- (III) będący spółką prowadzącą giełdową izbę rozrachunkową w rozumieniu przepisów o giełdach towarowych, Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A. lub spółką, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu zadań, o których mowa w art. 48 ust. 2 ustawy o obrocie;
- (IV) będący spółką prowadzącą jednocześnie izbę rozliczeniową i izbę rozrachunkową w rozumieniu ustawy o obrocie;
- (V) posiadający koncesję wydaną przez Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki umożliwiającą obrót tymi towarami wskazanymi lub posiadającego rachunek w rejestrze Unii, o którym mowa w art. 8 ust. 5 ustawy z dnia 12 czerwca 2015 r. o systemie handlu uprawnieniami do emisji gazów cieplarnianych (tj. Dz. U. z 2025 r., poz. 1685 ze zm.).

W konsekwencji, w przypadku transakcji giełdowych dotyczących gazu, energii oraz uprawnień do emisji gazów cieplarnianych, podmioty zaangażowane w obrót nimi powinny każdorazowo weryfikować, czy nie są zobowiązane do rozliczenia VAT w ramach mechanizmu odwrotnego obciążenia. W takim przypadku dostawca albo usługodawca nie rozliczy podatku należnego, natomiast dla nabywcy kwota podatku naliczonego stanowić będzie kwotę podatku należnego, co zapewni neutralność takiej transakcji z perspektywy VAT. Z oczywistych względów w zakresie świadczenia usług do emisji CO₂ wyłączono zastosowanie obowiązkowego mechanizmu podzielonej płatności, co może mieć istotne znaczenie z punktu widzenia płynności.

Podmioty zamierzające dokonywać opisanych czynności są zobowiązane do złożenia zawiadomienia do naczelnika urzędu skarbowego przed dokonaniem pierwszej z nich. Niezłożenie takiego zawiadomienia, jak również złożenie go po terminie albo podanie w nim danych niezgodnych ze stanem rzeczywistym, podlega karze grzywny za wykroczenie skarbowe.

Skomplikowane zwolnienie z VAT

W przypadku działalności maklerskiej wyróżnić można szereg świadczeń, które są objęte zwolnieniem z VAT. W szczególności na podstawie art. 43 ust. 1 pkt 41 ustawy o VAT dotyczy to usług, których przedmiotem są instrumenty finansowe, o których mowa w ustawie o obrocie, z wyłączeniem przechowywania tych instrumentów i zarządzania nimi, oraz usługi pośrednictwa w tym zakresie. Z kolei na gruncie art. 43 ust. 1 pkt 40a ustawy o VAT, zwolnieniu podlegają usługi, w tym także usługi pośrednictwa, których przedmiotem są udziały w spółkach i innych niż podmiotach mających osobowość prawną, z wyłączeniem usług przechowywania tych udziałów i zarządzania nimi.



Jednocześnie w ramach obrotu instrumentami finansowymi można wskazać na szereg czynności, w tym usług związanych z instrumentami finansowymi, które, zgodnie z utrwaloną praktyką organów podatkowych, aprobowaną również przez sądy administracyjne, nie korzystają ze zwolnienia z VAT. Dotyczy to usług mających charakter techniczny oraz administracyjny względem właściwych usług finansowych, które nie uznano za na tyle powiązane z działalnością maklerską, żeby uznać je za element kompleksowej usługi.

Istotnym punktem wyjścia przy analizie takich świadczeń jest orzecznictwo Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej (dalej: „TSUE”) dotyczące usług finansowych. W tym kontekście ważnymi wyrokami TSUE, na które niejednokrotnie powołują się polskie sądy oraz organy podatkowe są orzeczenia w sprawach: C-350/10 Nordea Pankki Suomi Oyj (z dnia 28 lipca 2011 r.), C- 29/08 AB SKF (z dnia 29 października 2009 r.); C-235/00 CSC Financial Services Ltd. (z dnia 13 grudnia 2001 r.) oraz w sprawie C-2/95 SDC (z dnia 5 czerwca 1997 r.). Zgodnie z tymi wyrokami, aby usługi finansowe podlegały zwolnieniu z VAT muszą one skutkować przekazaniem środków pieniężnych, jak również prowadzić do zmian prawnych i finansowych pomiędzy stronami transakcji. W konsekwencji świadczenia o charakterze technicznym lub administracyjnym, w których usługodawca ponosi jedynie odpowiedzialność wyłącznie za ich wykonanie w takim zakresie, nie powinny być objęte zwolnieniem z VAT. W takich przypadkach, w świetle orzecznictwa Naczelnego Sądu Administracyjnego (dalej: „NSA”) oraz praktyki organów podatkowych, usługa taka ma charakter usługi „odnoszącej się do” instrumentów finansowych, a nie usługi, której przedmiotem są instrumenty finansowe.

OKIEM EKSPERTA: Działalność maklerska a VAT – wybrane aspekty

Przykładem takich świadczeń, które w praktyce nie zostały uznane za uprawniające do skorzystania ze zwolnienia są:

- usługa udostępniania informacji o notowaniach instrumentów finansowych (zob. wyrok NSA z dnia 26 lipca 2023 r., sygn. akt I FSK 1728/19);
- pełnienie funkcji sponsora emisji i związane z tym czynności (zob. wyrok NSA z dnia 5 marca 2025 r., sygn. akt I FSK 1720/21).

Natomiast Dyrektor Krajowej Informacji Skarbowej wskazywał, że do zwolnienia nie uprawniają również takie czynności, jak:

- usługi organizatora emisji oraz agenta kalkulacyjnego i dokumentacyjnego (zob. interpretacja indywidualna z dnia 11 października 2022 r., sygn. 114-KDIP4-3.4012.464.2022.1.MP);
- odpłatne wystawianie opinii albo zaświadczeń i podobne czynności administracyjne (zob. interpretacja indywidualna z dnia 8 marca 2019 r., sygn. 0114-KDIP4.4012.869.2018.1.BS oraz interpretacja indywidualna z dnia 4 października 2024 r., sygn. 0114-KDIP4-3.4012.422.2024.2.IK).

Zwolnieniem nie będą również objęte usługi doradztwa inwestycyjnego (wynika to zarówno z praktyki organów podatkowych, jak również wprost z art. 43 ust. 15 pkt 2 ustawy o VAT). Natomiast za świadczenia korzystające ze zwolnienia z VAT można uznać np. czynności związane z wykonywaniem funkcji animatora emitenta instrumentów finansowych (zob. wyrok NSA z dnia 5 marca 2025 r., sygn. akt I FSK 2301/21).

W świetle powyższych przykładów można stwierdzić, że ostateczna ocena możliwości skorzystania ze zwolnienia z VAT wymaga każdorazowo indywidualnej analizy konkretnego świadczenia. Jednocześnie podobieństwo danego świadczenia do jednego z opisanych powyżej może stanowić istotny sygnał ostrzegawczy przy rozważaniu kwalifikacji danej czynności jako opodatkowanej VAT.

Brak zwolnienia, o ile kłopotliwy ze względu na konieczność ewentualnego rozliczenia VAT, stanowi również szansę na możliwość „odzyskania” części podatku naliczonego. Skorzystanie z tej możli-

wości wymaga jednak zastosowania odpowiednich mechanizmów alokacji kosztów, w tym przyporządkowania kwot podatku naliczonego do działalności opodatkowanej oraz zwolnionej.

Ze względu na specyfikę branży finansowej, w przypadku podatników prowadzących działalność maklerską, najbardziej prawdopodobna jest konieczność ustalenia tzw. współczynnika struktury sprzedaży (proporcji), która umożliwi procentowe ustalenie kwot podatku naliczonego możliwych do odliczenia, obliczanej zgodnie z wytycznymi wskazanymi w art. 90 ustawy o VAT (z uwzględnieniem specyfiki jego obliczania dla usług finansowych o charakterze pomocniczym).

Należy również pamiętać o możliwości rezygnacji ze zwolnienia z VAT szeregu usług finansowych, w tym z art. 43 ust. 1 pkt 40a i 41 ustawy o VAT, dotyczących działalności maklerskiej. Decyzja o rezygnacji ze zwolnienia może pozwolić na odzyskanie VAT od zakupów, choć z drugiej strony skutkuje wyższą ceną za świadczone usługi.

Warunkiem rezygnacji ze zwolnienia jest złożenie stosownego zawiadomienia do naczelnika urzędu skarbowego przed początkiem okresu rozliczeniowego, od którego podatnik rezygnuje ze zwolnienia. Zmiana decyzji o wyborze opodatkowania może nastąpić nie wcześniej niż po upływie 2 lat, licząc od początku okresu rozliczeniowego, od którego podatnik wybrał opodatkowanie usług.

Podsumowanie

Regulacje w zakresie VAT w istotny sposób oddziałują na funkcjonowanie podmiotów prowadzących działalność maklerską. Jednak niektóre przepisy budzą kontrowersje i są przedmiotem sporów z organami podatkowymi. Z tego względu, ustalenie zasad opodatkowania poszczególnych czynności wymaga dokładnej analizy, z uwzględnieniem wszystkich, nawet pozornie drugorzędnych, elementów danego świadczenia. Pominięcie takich okoliczności może bowiem prowadzić do nieprawidłowej kwalifikacji usług na gruncie ustawy o VAT.



ESG po Omnibusach: między uproszczeniami regulacyjnymi a twardą odpowiedzialnością

dr Jolanta Turek, ESG Director w CVI DM – firmie zarządzającej funduszami private debt

Aleksandra Rutkowska, doktorantka, Menedżerka ds. Zrównoważonych Finansów i Analiz w banku Credit Agricole



Europejskie regulacje ESG weszły w fazę dojrzałości. Uproszczenia wprowadzane w ramach pakietów Omnibus nie oznaczają deregulacji, lecz korektę kierunku: odejście od nadmierowej sprawozdawczości na rzecz jakości informacji, ich porównywalności oraz realnej odpowiedzialności za treść. Dla rynku finansowego oznacza to koniec komfortu formalnej zgodności i początek etapu, w którym ESG staje się integralnym elementem zarządzania ryzykiem, strategii oraz komunikacji z rynkiem.

Wprowadzenie: od ekspansji regulacyjnej do kalibracji systemu ESG

Lata 2025–2026 wyznaczają nową fazę unijnej polityki ESG. Z jednej strony porządkujemy ramy regulacyjne, z drugiej zaostrzamy odpowiedzialność uczestników rynku za jakość informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju. Po okresie intensywnego rozszerzania obowiązków raportowych Unia Europejska przeszła do etapu kalibracji regulacyjnej, w którym uproszczenia proceduralne nie oznaczają osłabienia wymogów, lecz przesunięcie akcentu na wiarygodność, spójność i użyteczność danych ESG.

W niniejszym artykule analizujemy kluczowe zmiany regulacyjne istotne dla instytucji finansowych, emitentów oraz pozostałych uczestników rynku. Koncentrujemy się na pakiecie Omnibus I – obejmującym zarówno dyrektywę „stop-the-clock”, jak i uzgodnione na poziomie politycznym zmiany w CSRD i CSDDD, a także na Environmental Omnibus, który wprowadza uproszczenia w wybranych obszarach prawa środowiskowego.

Równolegle omawiamy nowelizację rozporządzenia SFDR oraz rozporządzenie ustanawiające nadzór nad dostawcami ratingów ESG, które od lipca 2026 r. obejmie ten segment rynku formalnym nadzorem. Uzupełnieniem analizy są regulacje anty-greenwashingowe oraz projekt dyrektywy Green Claims, znacząco zmieniające zasady komunikowania informacji ESG w relacjach z inwestorami i konsumentami.

Obecna faza wdrożenia nie oznacza odwrotu od ESG, lecz jego dojrzałą rekonstrukcję. Uproszczenia regulacyjne idą w parze z twardszą odpowiedzialnością za treść ujawnień i komunikację rynkową, co w istotny sposób zmienia praktykę funkcjonowania instytucji finansowych oraz podejście do zarządzania ryzykiem i strategii biznesowej.

Omnibus I: regulacyjny „oddech” bez zmiany kierunku

Pakiet Omnibus I stanowi kluczowy element porządkowania unijnych regulacji ESG. Jest odpowiedzią na wyzwania związane z wdrażaniem CSRD i CSDDD, w szczególności w zakresie skali, złożoności i tempa nowych obowiązków. Jednocześnie nie oznacza odejścia od celów Europejskiego Zielonego Ładu, lecz próbę ich bardziej proporcjonalnej i przewidywalnej realizacji.

Najbardziej zaawansowanym elementem pakietu jest dyrektywa „stop-the-clock” (Dyrektywa (UE) 2025/794), obowiązująca od kwietnia 2025 r., która przesuwa terminy stosowania wybranych

obowiązków wynikających z CSRD i CSDDD. Ma ona charakter techniczny i przejściowy, zapewniając dodatkowy czas na przygotowanie systemów raportowania i należytej staranności.

Równolegle Omnibus I obejmuje zmiany merytoryczne w CSRD i CSDDD, mające na celu redukcję obciążeń administracyjnych i podniesienie konkurencyjności unijnych przedsiębiorstw. Dotyczą one m.in. zmiany zakresu podmiotowego poprzez podniesienie progów zatrudnienia i rocznego obrotu netto oraz wybranych obowiązków sprawozdawczych. Pod koniec 2025 r. Parlament Europejski i Rada UE osiągnęły w tym zakresie porozumienie polityczne. Aktualnie zmiany te oczekują na formalne zakończenie procedury legislacyjnej, w tym publikację w Dzienniku Urzędowym UE, co przesądzi o ich ostatecznym brzmieniu i zakresie zastosowania.

Istotnym sygnałem dla rynku jest również rozpoczęcie krajowych prac wdrożeniowych. W dniu 12 stycznia 2026 r. Ministerstwo Finansów poinformowało o rozpoczęciu prac nad implementacją Omnibus I do prawa krajowego, co oznacza wejście procesu w fazę operacyjną i konieczność bieżącego monitorowania zarówno poziomu unijnego, jak i krajowego.

Regulacyjny „oddech”, jaki daje Omnibus I, to czas, który powinien zostać wykorzystany na uporządkowanie procesów raportowych, wzmocnienie zarządzania danymi ESG oraz ich integrację z modelami biznesowymi i systemami zarządzania ryzykiem.

Environmental Omnibus: uproszczenia środowiskowe w cieniu spójności ESG

Environmental Omnibus (Pakiet Omnibus VIII), opublikowany przez Komisję Europejską 10 grudnia 2025 r., wpisuje się w proces racjonalizacji unijnego prawa środowiskowego. Jego celem jest ograniczenie nadmiernych obciążeń administracyjnych oraz uproszczenie procedur raportowych i monitoringowych, bez obniżania poziomu ochrony środowiska.

Projekt zakłada m.in. usprawnienie ocen oddziaływania na środowisko poprzez wprowadzenie „punktów kompleksowej obsługi” (single points of contact), cyfryzację procedur oraz mechanizmy milczącej zgody dla kluczowych projektów. Zmiany obejmują m.in. redukcję dublujących się obowiązków sprawozdawczych, lepsze wykorzystanie istniejących danych oraz większą elastyczność w spełnianiu wymogów informacyjnych. Dla systemu ESG kluczowe znaczenie ma wpływ tych uproszczeń na dostępność i jakość danych środowiskowych wykorzystywanych w raportowaniu CSRD oraz w ujawnieniach regulacyjnych instytucji finansowych.

Dla banków i funduszy oznacza to zmianę kontekstu informacyjnego, w jakim funkcjonują ich klienci korporacyjni, a w konsekwencji – konieczność dostosowania modeli oceny ryzyka środowiskowego i klimatycznego, w tym transformacyjnego. Uproszczenia proceduralne nie eliminują odpowiedzialności za

ocenę ryzyka ESG, lecz zwiększają znaczenie właściwej interpretacji danych oraz prawdopodobnie istotność wewnętrznych analiz due diligence instytucji finansowych. Z drugiej strony, zmiany te mogą przyczynić się do szybszych decyzji inwestycyjnych oraz zwiększenia liczby finansowanych projektów transformacyjnych.

SFDR po nowelizacji: od etykiet do treści

Projekt nowelizacji SFDR (tzw. SFDR 2.0), opublikowany przez Komisję Europejską w dniu 20 listopada 2025 r. jako propozycja legislacyjna, należy postrzegać jako jakościową zmianę podejścia do ujawnień ESG na rynku finansowym. Dotychczasowy model, oparty na klasyfikacji produktów zgodnie z art. 6, 8 i 9, w praktyce funkcjonował jako nieformalny system etykietowania, sprzyjający niejednoznacznościom i ryzyku greenwashingu. Projekt SFDR 2.0 zakłada wprowadzenie nowej klasyfikacji produktów finansowych (inwestycje w zrównoważony rozwój, inwestycje w transformację, produkty o podstawowych cechach ESG jako odpowiednik „łaqodnego” art. 8 „ESG”) aby była bardziej zrozumiała i porównywalna zwłaszcza dla inwestorów detalicznych. Fundamentalnym celem tych zmian jest usprawnienie przepływu kapitału w kierunku bardziej skutecznej realizacji celów zrównoważonego rozwoju.

Nowy model przesuwaa akcent **na jakość treści ujawnień**, w tym:

- sposób integracji ryzyka ESG,
- charakter i zakres celów zrównoważonego rozwoju,
- stosowane metodologie i ograniczenia danych.

Dla instytucji finansowych oznacza to konieczność ścisłego powiązania ujawnień regulacyjnych z rzeczywistą praktyką inwestycyjną i zarządzaniem ryzykiem oraz transparentnego komunikowania ograniczeń, jakie wynikają z jakości danych ESG. Projekt SFDR 2.0 przynosi z jednej strony prostsze i bardziej przejrzyste raportowanie oraz mniejsze koszty compliance, lecz z drugiej – prawdopodobną konieczność reklasyfikacji funduszy i zmiany nazw produktów finansowych.

Warto podkreślić, że wspomniany projekt jest obecnie w fazie tzw. sprzężenia zwrotnego, czyli jest otwarty na opinie do dnia 6 kwietnia 2026 r.

Ratingi ESG pod nadzorem: koniec „czarnej skrzynki”

Od lipca 2026 r. dostawcy ratingów ESG zostaną objęci formalnym nadzorem. Regulacja ta odpowiada na problemy fragmentacji rynku, braku przejrzystości metodologicznej i istotnych rozbieżności w ocenach.

Nowe przepisy wprowadzają obowiązek ujawniania metodologii, źródeł danych i potencjalnych konfliktów interesów, nie narzucając



ARTYKUŁ: Integracja Wytycznych EBA/GL/2024/14 z Procesami AML w instytucjach finansowych

jednocześnie jednolitego modelu oceny. Dla instytucji finansowych oznacza to konieczność krytycznego i odpowiedzialnego korzystania z ratingów ESG jako jednego z elementów analizy, a nie substytutu własnej oceny ryzyka. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) będzie bezpośrednim nadzorcą dostawców ratingów ESG działających w UE.

ESG jako odpowiedzialność prawna: regulacje anti-greenwashingowe oraz projekt dyrektywy Green Claims

Regulacje anti-greenwashingowe (Dyrektywa (UE) 2024/825) oraz projekt dyrektywy Green Claims (dotycząca „explicit environmental claims”) radykalnie zmieniają zasady komunikacji ESG. Ogólne deklaracje środowiskowe bez rzetelnego uzasadnienia stają się niedopuszczalne, a komunikacja marketingowa musi być spójna z ujawnieniami regulacyjnymi i danymi źródłowymi. Celem jest wzmocnienie pozycji konsumentów w procesie zielonej transformacji oraz walkę z wprowadzającymi w błąd praktykami marketingowymi.

Pierwsza wspomniana Dyrektywa będzie stosowana od września 2026 r. Zaostrza ona odpowiedzialność instytucji finansowych za sposób komunikowania produktów ESG wobec klientów detalicznych. Eliminuje w szczególności możliwość posługiwania się ogólnymi lub nieprecyzyjnymi hasłami marketingowymi bez jasnego uzasadnienia. Dla instytucji finansowych oznacza to weryfikację języka materiałów sprzedażowych i reklamowych. Projektowana Green Claims Directive poszłaby dużo dalej, przenosząc ciężar regulacyjny z samej komunikacji na obowiązek udowodnienia treści deklaracji środowiskowych – każda konkretna obietnica dotycząca

wpływu środowiskowego produktu finansowego musiałaby być oparta na określonej metodologii, danych i zewnętrznej weryfikacji jeszcze przed jej przedstawieniem klientom. Obie Dyrektywy oznaczają konieczność ścisłej współpracy obszarów biznesu, prawa, compliance, raportowania i marketingu. ESG przestaje być narracją – staje się obszarem twardej odpowiedzialności regulacyjnej.

Podsumowanie: uproszczenia bez pobłażliwości

Zmiany regulacyjne z lat 2025–2026 pokazują, że ESG nie traci znaczenia, lecz przechodzi w fazę dojrzałości. Odzwierciedla ono dążenie UE do realizacji celów zrównoważonego rozwoju przy jednoczesnej konieczności ograniczenia kosztów regulacyjnych i zwiększenia efektywności rynku. Uproszczenia regulacyjne zwiększają przestrzeń operacyjną, ale jednocześnie rosną oczekiwania wobec jakości, spójności i wiarygodności informacji ESG.

Dla instytucji finansowych oznacza to konieczność integracji ESG z podstawowymi procesami decyzyjnymi, zarządzaniem ryzykiem i komunikacją z rynkiem. Nie obserwujemy odwrotu od ESG, lecz jego ewolucję w kierunku bardziej odpowiedzialnego, egzekwowalnego i trwałego modelu. W ujęciu systemowym wdrażane i planowane zmiany legislacyjne sprzyjają bardziej selektywnej alokacji kapitału w kierunku projektów, które są dobrze udokumentowane, dysponują danymi wysokiej jakości, o krótszym horyzoncie realizacji i większej odporności na zmiany regulacyjne. Zmiany te powinny wzmocnić tempo i skuteczność transformacji klimatycznej, które istotnie wpływają na stabilność gospodarczą, bezpieczeństwo inwestycyjne oraz długoterminową odporność i konkurencyjność rynku europejskiego.



Z OSTATNIEJ CHWILI: #OKI nabierają tempa i kształtu korzystnego dla rynku!

#OKI nabierają tempa i kształtu korzystnego dla rynku! Planowany start 1 stycznia 2027 r.

Nowa wersja projektu po konsultacjach uwzględnia wiele postulatów rynku w tym:

- Umowa parasolowa i prostszy model dla klienta.
- Szerszy katalog aktywów – w tym listy zastawne i IPO. Dzięki temu OKI może wspierać nie tylko inwestowanie na rynku wtórnym, ale także pozyskiwanie kapitału przez emitentów już na etapie oferty.
- Rezygnacja z ograniczenia do jednego OKI w okresie przejściowym.
- Waloryzacja limitów podatkowych – bez niej zachęta podatkowa traciłaby realną wartość z biegiem czasu.
- Odejście od miesięcznego raportowania do KAS i przejście na model roczny. To ogranicza obciążenia operacyjne i ryzyko rozbieżności.

Do rozwiązania pozostają tematy takie jak:

- Pełny opis scenariuszy przenoszenia OKI między instytucjami i między różnymi formami produktu. To może utrudniać transfery i osłabiać konkurencję.
- W jakim zakresie instytucja może pobierać opłaty pokrywające realne koszty transferów, raportowania i bieżącej obsługi.
- Otwarcie OKI dla osób małoletnich oraz uproszczenie zasad na wypadek zdarzeń nadzwyczajnych po stronie instytucji, takich jak przejęcie portfela lub likwidacja produktu.



Rynek kryptowalut – jestem na TAK!

Filip Kaczmarzyk, Członek Zarządu, XTB



Drogi Samerze,

Rok 2026 będzie rokiem krypto. To samo powiedziałem dokładnie rok temu o 2025 roku i nie mogłem się bardziej mylić. Byłem przekonany, że implementacja dyrektywy MICA przebiegnie sprawnie, firmy inwestycyjne będą prześcigać się w atrakcyjnościach swoich ofert, a kryptowaluty momentalnie trafią pod strzechy. Dyrektywy ani nowych licencji na poziomie europejskim praktycznie nie było, a cena najważniejszej kryptowaluty Bitcoina spadła o prawie 7% w skali roku. W tym roku rynek spadł już o ponad 20%, **a ja mimo wszystko powtórzę: rok 2026 będzie rokiem krypto.**

z bo uregulowanie rynku było niezbędne. Pierwotny zamysł istnienia rynku bez regulacji czy udziału banków i instytucji finansowych po prostu nie wypalił. Nikt z nas nie lubi nadmiernej regulacji, ale przypadek krypto pokazał, że jej kompletny brak nie jest rozwiązaniem. Obecnie, w momencie wejścia w życie MICA na rynek wchodzi podmioty o kompletnie innej renomie oraz wiarygodności, **a kryptowaluty w niedługim czasie staną się regularnym elementem wielu portfeli inwestycyjnych.**

Drogi Samerze, potencjał wykorzystania kryptoaktywów jest bardzo szeroki. Mogą być one traktowane jako samodzielne aktywa takie jak akcje czy obligacje z określoną potencjalną stopą zwrotu przy zadanym poziomie ryzyka. Naturalnie poziomy te znacznie odbiegają od wymienionych akcji czy obligacji. Przykładowo, wskaźnik Sharpa dla Bitcoina wahał się w 2025 roku od -5 do 40, a obecnie wynosi około -10. Dla akcji jest to zwykle wartość bliższa przedziałowi (-1,1), co idealnie obrazuje jak innym w stosunku do tradycyjnych finansów aktywem jest Bitcoin.

Może ci się to podobać albo nie, ale coraz więcej zarządzających próbuje wykorzystać wyżej opisane cechy w swoich portfelach inwestycyjnych, gdyż mają one pozytywny wpływ na poziom

dywersyfikacji. Warto zwrócić uwagę, że są to wciąż relatywnie niskie poziomy zaangażowania, nieprzekraczające 10% wartości portfela dla strategii agresywnych. W lutym 2025 roku Blackrock oznajmił, że po raz pierwszy włącza ETF na Bitcoin do swoich portfeli inwestycji alternatywnych na poziomie 1-2%, a kilka dni temu dyrektor spółki na Azję oznajmił, że włączenie krypto ETF do standardowych portfeli inwestycyjnych w Azji na poziomie 1% może spowodować napływy do funduszy w kwocie prawie 2 biliony dolarów. Znaczenia tych liczb chyba nie trzeba Ci tłumaczyć.

Kolejnym potencjalnym źródłem dochodu z kryptowalut jest staking, czyli w skrócie udostępnianie własnych kryptowalut na potrzeby rozwoju sieci blockchain. Jest to szczególnie atrakcyjne dla długoterminowych inwestycji, gdyż pozwala uzyskać dodatkowy dochód z przetrzymywanej pozycji. Druga najpopularniejsza kryptowaluta ETH pozwoliła zarobić dodatkowo między 3-5% w 2025 roku, podczas gdy lokaty dolarowe to obecnie poziom ok. 0.5%. Naturalnie, wciąż musimy pamiętać o relatywnie dużych wahaniami cen instrumentu bazowego, ale biorąc pod uwagę długoterminowe inwestycje, to istnienie takiego dodatkowego dochodu może okazać się bardzo atrakcyjne.

Warto zwrócić uwagę, że istnieje wiele wehikułów, poprzez które możemy uzyskać ekspozycję na rynek kryptoaktywów. Instrumenty spot czy ETF opisane powyżej to tylko niektóre z nich. Przez lata

z powodu braku odpowiednich regulacji oraz niechęć nadzorców, duże podmioty osiągały ekspozycje na krypto poprzez inwestycje w firmy prowadzące usługi na tym rynku. Jako przykład może posłużyć inwestycja Mastercard w Ciphertrace, firmę zajmującą się AML w przestrzeni krypto czy inwestycja BNY Mellon w Fireblocks, firmę dostarczającą technologię do przechowywania kryptoaktywów.

Drogi Samerze, są to bezpośrednie dowody na to, że ci inwestorzy widzą duży potencjał w tym nowym pędzącym rynku.



Na koniec warto również wspomnieć o potencjale oraz możliwościach stojących przed polskimi firmami inwestycyjnymi. Według badań Accenture z 2024 roku, więcej Polaków miało do czynienia z krypto (3 mln) niż jest rachunków maklerskich (ok. 2mln w 2024). No cóż. To jest kolejny dowód na potencjał tego rynku.

Regulacja MICA otwiera drogę do oferowania tego typu aktywów, a polski klient w końcu będzie mógł prowadzić swoje inwestycje w wiarygodnym, zaufanym i polskim podmiocie. Polskie firmy inwestycyjne nie będą musiały tracić swoich klientów na rzecz zagranicznych instytucji, zyski zostaną w krajowych firmach, a podatki trafią do polskiego fiskusa. Dlatego z niecierpliwością czekamy na wejście w życie naszej lokalnej ustawy MICA.

¹ <https://www.ainvest.com/news/bitcoin-sharpe-ratio-hits-bear-market-lows-market-reversal-sight-2602/>

Rynek kryptowalut – jestem na NIE!

Samer Masri, Dyrektor Biura Maklerskiego,
Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego



Czym właściwie jest inwestowanie

Filipie, wiem, że musisz bronić kryptowalut choć jako finansista pewnie sam nie jesteś do nich przekonany, więc postaram się być subtelny w argumentacji. Pozwól, że po prostu przypomnę, czym właściwie jest inwestowanie.

Inwestowanie nie jest hazardem i ekscytowaniem się wykresami. Chwalimy się po niebo przed znajomymi i rodziną, jak coś zyskamy, a ukrywamy fakt, że w ogóle inwestujemy, jak tracimy. Inwestowanie polega na tym, że kupujemy aktywa, które w długim terminie generują wartość: akcje reprezentują realne biznesy, które generują zyski a my stajemy się, jako inwestorzy, dumnymi współwłaścicielami tych biznesów, a zarządy tych spółek de facto pracują dla nas. To jest ekscytujące!

Inne aktywa finansowe i fizyczne też powinny dostarczać nam realnych zysków – obligacje mają kupony, nieruchomości mają czynsze. Aby przynajmniej chronić nas przed inflacją i służyć do przechowywania oszczędności, jak np. złoto, które od tysięcy lat służy do gromadzenia wartości.

A kryptowaluty? Nie generują zysków, np. w postaci kuponów, nie reprezentują realnego biznesu, a nawet nie możemy oczekiwać, że uchronią nasze oszczędności przed inflacją. Są nawet gorsze od nieoprocentowanych depozytów, bo te przynajmniej nie zmieniają swojej wartości raz do góry a raz w dół.

Cena kryptowalut nie wynika z dostarczanych strumieni dochodów (np. jak kupony obligacji), produktywności czy realnej działalności gospodarczej (jak np. akcje). Nie ma zysków, dywidend ani kuponów. W praktyce oznacza to, że wycena opiera się wyłącznie na tym, czy w danym momencie jest więcej chętnych do kupna niż do sprzedaży – taka gra, a może nawet zabawa, ale nie dla poważnego inwestora. Kiedy jest moda, rośnie. Kiedy moda mija, spada.

Sam rynek kryptowalut jest najlepszym dowodem problemu. Około 99% projektów powodujących nowe kryptowaluty znikają lub tracą prawie całą wartość. A te co się udają to dostarczają

bogactwa głównie ich twórcą. Bitcoin odpowiada dziś za ponad połowę kapitalizacji rynku kryptowalut właśnie dlatego, że ogromna część reszty okazała się, delikatnie mówiąc, eksperymentem, marketingiem a nawet scamem.

Filip, pamiętasz Trump Coin? Startował w okolicach 10 dolarów, na chwilę wystrzelił do 40, a dziś jest poniżej 3. A to kryptowaluta poparta autorytetem Prezydenta Stanów Zjednoczonych. To nie jest wyjątkowa historia, to raczej standardowy cykl życia wielu tokenów.

W świecie krypto można stracić środki w sposób, który w innych aktywach jest po prostu niemożliwy: zgubiony klucz prywatny oznacza utratę pieniędzy na zawsze, pomyłka w adresie portfela oznacza utratę pieniędzy na zawsze, bankructwo giełdy lub atak hakerski również często oznacza utratę pieniędzy na zawsze.

Cena każdej akcji może spaść, ale przynajmniej nie znikną dlatego, że ktoś źle przepisał ciąg znaków.

Filip, tak na zdrowy rozsądek, przecież architektura kryptowalut jest nieefektywna i już niedługo będzie przestarzałym reliktem, ciekawostką, modą, która pojawiła się 15 lat temu.



Technologia oparta na ciągłym „kopaniu” i walidacji bloków wymaga rosnących nakładów energii i mocy obliczeniowej. System rozliczeniowy, którego koszty rosną wraz ze skalą działania, trudno nazwać nowoczesnym. W historii technologii zwykle wygrywają rozwiązania, które są tańsze i bardziej efektywne wraz ze wzrostem skali, a nie droższe.

Filip, często mówisz, że krypto może dywersyfikować portfel. Tylko że dywersyfikacja ma sens wtedy, gdy dodajemy aktywa o zrozumiiałym profilu ryzyka i źródle zwrotu. Dodanie aktywa, którego wycena zależy głównie od nastroju i mody a tak naprawdę od losowości, nie zawsze zwiększa stabilność portfela, a raczej zwiększa jego zmienność.

I tu dochodzimy do sedna. Rynek kapitałowy istnieje po coś: żeby oszczędności finansowały realną gospodarkę, czyli spółki, innowacyjność, infrastrukturę. Kupując akcje czy obligacje, inwestor uczestniczy w tym procesie. W przypadku kryptowalut ten mechanizm praktycznie nie istnieje. Kapitał krąży głównie wewnątrz samego ekosystemu. Jest bezproduktywny.

Nie mówię, że kryptowaluty powinny być zakazane, a nawet, że nie można na nich zarobić. Spekulować i hazardować można na wszystkim – od tulipanów po działki na księżycu i czasami oczywiście zarobić.

Twierdzą tylko, że jeżeli ktoś chce budować długoterminowy portfel inwestycyjny, to świat oferuje wiele różnych aktywów o bardziej zrozumiałej charakterystyce ryzyka i stopy zwrotu, ale przede wszystkim o lepszych niż w przypadku kryptowalut parametrach zysku do ponoszonego ryzyka.

Życzę Ci na koniec, jak najwięcej zysków, przy jak najmniejszym ryzyku.

Rewizja SFDR

Michał Kułton, ekspert z Biura Maklerskiego Pekao



SFDR 2.0 – mniej haseł ESG, więcej konkretów. Co może się zmienić?

W Unii Europejskiej trwają prace nad przeglądem SFDR – rozporządzenia, które reguluje ujawnianie informacji o zrównoważonym finansowaniu. W skrócie chodzi o to, żeby klient dostawał bardziej przejrzystą informację, na ile dany produkt rzeczywiście uwzględnia czynniki ESG (środowiskowe, społeczne i ład korporacyjny). Drugi cel jest równie ważny: ograniczyć greenwashing, czyli sytuacje, w których „zielony” marketing wyprzedza to, co faktycznie jest w portfelu.

Ogólny kierunek zmian jest prosty i dość jednoznaczny: mniej ogólnych deklaracji, więcej zasad, które da się policzyć, porównać i zweryfikować.

Nowa kategoryzacja produktów i próg 70%

Największa zmiana dotyczy tego, jak produkty mają być klasyfikowane. Zamiast szerokich deklaracji typu „promujemy cechy ESG”, planowane jest wprowadzenie formalnych kategorii. Żeby produkt znalazł się w danej kategorii, ma spełnić konkretne warunki.

Kluczowy jest tu próg 70%: aby produkt mógł być przypisany do kategorii, co najmniej 70% jego inwestycji ma spełniać kryteria „wkładu” – czyli realnie wspierać cel środowiskowy lub społeczny albo proces transformacji. Pozostałe 30% to część portfela, która nie musi spełniać tych kryteriów, ale jest jeden warunek: nie może podważać charakteru produktu. Tę część trzeba też jasno opisać w dokumentacji: jakie to aktywa i dlaczego pasują do strategii. W praktyce oznacza to nie tylko „policzenie” progę na starcie. Potrzebny jest też stały monitoring w czasie i z góry ustalone zasady działania, jeśli próg spadnie – na przykład po zmianie wyceny aktywów albo zmianie oceny emitenta.

ESG w nazwie i reklamie tylko wtedy, gdy produkt spełnia konkretne kryteria

Ta zmiana będzie dobrze widoczna dla klientów. Chodzi o to, kiedy wolno używać w nazwie i reklamie określeń sugerujących ESG – takich jak „ESG”, „zielony”, „zrównoważony” czy „klimatyczny”. Pomysł jest prosty: te sformułowania mają być zarezerwowane głównie dla produktów, które spełniają kryteria kategorii i są do niej przypisane. Jeśli produkt nie spełnia kryteriów, nadal będzie mógł opisać elementy związane ze zrównoważonym rozwojem w dokumentacji, ale nie powinien budować na ESG głównego przekazu marketingowego. Krótko mówiąc: **nazwa i reklama mają być spójne z tym, co da się obronić w dokumentach.**

„Impact” ma znaczyć realny wpływ, a nie modne słowo

W propozycjach widać też zaostrenie podejścia do terminu „impact” (wpływ). Ma on być zarezerwowany dla produktów, które mają z góry określony, mierzalny cel środowiskowy lub społeczny – i potrafią pokazać, jak ten cel jest monitorowany oraz raportowany. Innymi słowy: „impact” ma oznaczać rzeczywisty, mierzony wpływ, a nie etykietę, która dobrze wygląda w materiałach marketingowych.

Zmiana zakresu – SFDR bardziej o produkcie, mniej o doradztwie i usłudze zarządzania portfelem

Propozycje idą też w stronę zmiany tego, kogo i co SFDR ma obejmować. W planach jest wyłączenie doradców finansowych z bezpośredniego zakresu SFDR. Elementy ESG w doradztwie mają być uregulowane w ramach MiFID (zasady świadczenia usług inwestycyjnych) oraz IDD (zasady dystrybucji ubezpieczeń). W praktyce oznacza to większy nacisk tylko na proces doradczy: badanie preferencji ESG klienta, udokumentowanie, dlaczego rekomendowany produkt do nich pasuje i zapewnienie spójności między dokumentacją produktową a dokumentami z procesu doradczego.

Równolegle planowane jest wyłączenie usługi zarządzania portfelem z zakresu SFDR. **Zasadniczo SFDR ma dotyczyć produktów**

oferowanych klientom, a nie samej usługi zarządzania portfelem. Wyjątek może stanowić potencjalne zastosowanie nowej kategoryzacji do portfeli w ramach usługi zarządzania portfelem, ale tylko, jeśli instrumenty będące w składzie portfela spełniają kryteria SFDR.

Dług skarbowy – zwykle obligacje państwowe nie zawsze „wejdą” do progu 70%

Ważny wątek dla budowy portfeli dotyczy długu skarbowego o ogólnym przeznaczeniu, czyli zwykłych obligacji państwowych, których wpływy trafiają do budżetu bez formalnego przypisania do konkretnych projektów środowiskowych (inaczej niż w obligacjach „zielonych”). Propozycje zakładają, że w bardziej ambitnych kategoriach, czyli tych, które mają deklarować wyraźny wkład w cele środowiskowe lub społeczne albo w transformację, takie obligacje nie będą mogły być zaliczane do wymaganych 70%. Nadal będzie można je utrzymywać w portfelu poza progiem, a w kategoriach bardziej podstawowych mogą być zaliczane do 70% – ale pod warunkiem jasnego opisanie tego w dokumentacji.

To ma bardzo praktyczny skutek: trudniej będzie budować produkty obligacyjne i mieszane w „wyższych” kategoriach bez odpowiedniego dostosowania struktury portfela, a rola obligacji skarbowych będzie musiała zostać jasno wyjaśniona klientowi.

Produkty strukturyzowane pozostają poza SFDR

Kolejna istotna informacja: produkty strukturyzowane mają pozostać poza zakresem SFDR. To instrumenty, w których wypłata dla klienta zależy od z góry określonej formuły opartej np. o indeks, koszyk akcji, kurs waluty czy stopę procentową; często łączą element dłużny z elementem pochodnym. W tych instrumentach kwestie ESG mają być oceniane głównie w reżimie MiFID oraz przez pryzmat zasad uczciwego marketingu, a nie przez kategorie SFDR. To oznacza jedno: nie będzie można „przykleić” kategorii SFDR do tej części oferty, ale nadal pozostaje odpowiedzialność za rzetelny opis cech ESG w materiałach dla klientów.

AIF dla profesjonalnych – SFDR ma pozostać, żeby nie tworzyć „luki”



Propozycje przewidują utrzymanie obowiązków SFDR dla AFI, czyli alternatywnych funduszy inwestycyjnych, nawet jeśli są oferowane wyłącznie klientom profesjonalnym (z możliwością wyjątków). Uzasadnienie jest proste: chodzi o to, żeby w segmencie profesjonalnym nie powstała „luka”, w której można swobodnie używać deklaracji ESG bez reżimu ujawnień.

Dla firm inwestycyjnych oznacza to ryzyko zmian w zasadach oferty „tylko dla profesjonalnych”. W zależności od tego, czy wyjątki zostaną wprowadzone, trzeba będzie albo utrzymać pełne ujawnienia i ograniczenia marketingowe SFDR, albo przygotować nowy sposób opisywania i dokumentowania tych produktów.

„Bezpieczna przystań”, wykluczenia i spójność wymogów – porządkowanie zasad

W pakiecie zmian pojawia się mechanizm tzw. bezpiecznej przystani (safe harbour). W praktyce oznacza to ułatwienie: jeśli produkt opiera się na wybranych unijnych standardach, łatwiej będzie wykazać, że spełnia kryteria kategorii. Jednym z takich standardów jest Taksonomia UE, czyli unijny system klasyfikacji działalności gospodarczych uznawanych za środowiskowo zrównoważone – o ile spełniają określone kryteria techniczne.

Równolegle rozważany jest katalog wykluczeń, czyli twardych ograniczeń inwestycyjnych dla części kategorii. Dla instytucji oznacza to konieczność dostosowania polityk inwestycyjnych, list dopuszczalnych emitentów oraz kontroli zgodności nie tylko w momencie zakupu, ale też później – tak, żeby produkt „trzymał” deklarowany profil w czasie.

Co z tego wynika dla klientów i rynku?

Jeśli zmiany wejdą w życie, klient powinien zobaczyć mniej produktów „ESG z nazwy” i więcej takich, w których **ESG wynika z realnego składu portfela oraz spełnienia formalnych kryteriów**. Dla rynku to **większa dyscyplina: jasne zasady kategoryzacji, monitorowanie progów w czasie, spójność marketingu z dokumentami i porządek w tym, kiedy wolno mówić o „wpływie” i „zrównoważonym” charakterze produktu**.

Cyberzagrożenia dla domów maklerskich

wywiad z **Marcinem Grabarczykiem**, Dyrektorem Pionu Transferu Technologii i Rozwoju Biznesu, NASK



W ostatnim czasie słyszymy o coraz poważniejszych incydentach cyberbezpieczeństwa dotyczących sektoru finansowego. Czy domy maklerskie i firmy inwestycyjne rzeczywiście stały się istotnym celem dla cyberprzestępców?

Marcin Grabarczyk, dyrektor Pionu Transferu Technologii i Rozwoju Biznesu w NASK: *Zdecydowanie tak. Domy maklerskie zarządzają ogromnymi pieniędzmi i poufnymi danymi, więc stanowią łakomy cel dla cyberprzestępców. Sektor finansowy od lat znajduje się w ścisłej czołówce najbardziej atakowanych branż, bo atakujący liczą na wysokie zyski i wrażliwe informacje. W efekcie obserwujemy pełen wachlarz metod – od wyludzeń i phishingu, przez malware i ransomware, po wyrafinowane długotrwałe, ukierunkowane i „ciche” kampanie prowadzone przez dobrze zorganizowanych, zasobnych przeciwników. Takie kampanie oznaczają nie jeden incydent, tylko łańcuch działań: wejście, rozpoznanie, eskalacja uprawnień, ruch boczny, utrzymanie dostępu, kradzież danych i zacieranie śladów.*

Ataki socjotechniczne i phishingowe

Pierwszym tematem naszej rozmowy są ataki socjotechniczne, w tym phishing, które stanowią jeden z najczęstszych wektorów zagrożeń. Jak podkreśla dyrektor Grabarczyk – phishing wciąż pozostaje najpopularniejszą metodą inicjacji ataku i otwiera drogę do wielu poważniejszych incydentów. Przestępcy masowo podszywają się pod banki, domy maklerskie czy znane marki, by zdobyć zaufanie ofiar. W Polsce sami regulatorzy regularnie ostrzegają przed takimi kampaniami – chociażby zespół CSIRT KNF w czerwcu 2025 zablokował 196 fałszywych profili w mediach społecznościowych, które reklamowały fikcyjne inwestycje. Po kliknięciu w taką reklamę inwestor trafia na fałszywą stronę, gdzie przestępcy wyludniają dane logowania, a następnie

kradną środki. Tego typu ataki bazują na ludzkiej ciekawości i zaufaniu do instytucji finansowych.

Nasz rozmówca zaznacza, że techniki socjotechniczne stale ewoluują. Rośnie liczba spersonalizowanych ataków, takich jak oszustwa „na prezesa” czy głosowe wyludzenia z użyciem deepfake. Przestępcy potrafią przygotować całe fałszywe kampanie informacyjne – tworzą filmy instruktażowe generowane przez AI i używają syntetycznych głosów – aby nakłonić ofiarę do przekazania pieniędzy.

*– Niestety, nawet najlepsze systemy zabezpieczeń nie pomogą, jeśli klient lub pracownik sam poda przestępcy login i hasło – dodaje dyrektor Grabarczyk. Dlatego instytucje finansowe inwestują w zaawansowane systemy filtrowania poczty, mechanizmy uwierzytelniania wiadomości (DMARC) oraz monitoring wzmianek o swojej marce w sieci. Coraz częściej sięgają też po specjalistyczne usługi typu **Threat Intelligence**, aby wcześniej wychwycić np. pojawienie się w dark webie nowych stron phishingowych lub skradzionych danych logowania na sprzedaż.*

Kradzieże tożsamości i fraudy inwestycyjne

Kolejnym wyzwaniem są kradzieże tożsamości oraz oszustwa inwestycyjne. Polegają one na wykorzystaniu cudzych danych lub zaufania ofiar do osiągnięcia korzyści finansowych. Marcin Grabarczyk podkreśla, że problem ma dwa aspekty: przejmowanie istniejących rachunków inwestorów oraz tworzenie fałszywych ofert inwestycyjnych, by wyludzić pieniądze.

Dobrym przykładem była głośna seria włamań do platformy jednej z instytucji finansowych w 2025 r. – jeden z klientów stracił ok. 150 tys. zł, a łącznie wykryto kilkanaście takich przypadków, także za granicą. Cyberprzestępcy po przejęciu dostępu do rachunku masowo handlowali mało popularnymi akcjami, by wytransferować środki bez bezpośredniej wypłaty na obce konto. *– Jeśli ktoś przejmie nasz rachunek maklerski, skutki mogą być katastrofalne – ostrzega dyrektor. W opisanych przypadkach brak silnego uwierzytelnienia dodatkowo ułatwił zadanie złodziejom. – Brak włączonego 2FA bardzo upraszcza życie cyberzłodziejom. Tam, gdzie do logowania wystarcza tylko hasło, przejęcie konta jest kwestią zdobycia jednego sekretu – mówi dyrektor Grabarczyk. firma wprowadziła logowanie dwuskładnikowe dopiero w 2024 r., obowiązkowe stało się w lipcu 2025 – niestety dla części klientów już po szkodzie.*

Drugą stroną medalu są fraudy inwestycyjne wymierzone bezpośrednio w inwestorów – współczesna odmiana oszustw „na wnuczka”, tyle że dotyczących „pewnych zysków”. Oszuści wykorzystują zaufanie do znanych instytucji finansowych lub obietnicę wysokich profitów, by skłonić ludzi do przekazania pieniędzy. *– Regularnie pojawiają się kampanie, w których przestępcy podszywają się pod uznane marki finansowe, a nawet urzędy państwowe,*

OKIEM PRAKTYKA BIZNESU: Cyberzagrożenia dla domów maklerskich

aby zwiększyć wiarygodność oszustwa – mówi ekspert NASK. Ofiary myślą, że inwestują np. w akcje lub kryptowaluty, podczas gdy tak naprawdę przelewają pieniądze prosto w ręce przestępców.

Skala takich oszustw potrafi być ogromna. – *W Stanach Zjednoczonych oszustwa inwestycyjne były w 2024 r. najkosztowniejszym rodzajem cyberprzestępstwa – ofiary straciły na nie ponad 6,5 mld dolarów. To więcej niż na jakimkolwiek innym typie scamów, co pokazuje dane FBI. Podobne trendy obserwujemy w Europie – coraz częściej to właśnie inwestycyjne „superokazie” przynoszą cyberprzestępcom rekordowe łupy.*

Trzeba pamiętać, że kradzież tożsamości często idzie w parze z powyższymi zjawiskami. Cyberprzestępcy wykradają nasze dane osobowe lub kopie dokumentów, a następnie zakładają na nie rachunki, zaciągają kredyty albo wykorzystują je do uwiarygodnienia swoich działań. W Polsce dzięki systemowi „Dokumenty Zastrzeżone” udaje się udaremnić wiele takich prób, ale statystyki nadal są niepokojące – w samym I kwartale 2025 r. odnotowano 3 746 prób wyłudzeń kredytów na skradzioną tożsamość, na łączną kwotę 97,2 mln zł. To o 17% więcej niż rok wcześniej. – *Dla instytucji finansowych bezpieczeństwo danych klientów to priorytet. Każdy wyciek czy udany fraud uderza w reputację całego rynku* – podkreśla dyrektor. Koszty takich incydentów są zresztą ogromne – według analiz LexisNexis (światowy potentat w obszarze cyberbezpieczeństwa) każdy dolar utracony przez instytucję finansową na skutek oszustwa generuje łącznie około 4,4 dolara realnych strat -uwzględniając kary, koszty dochodzenia i utratę klientów. **To pokazuje, że inwestowanie w zapobieganie fraudom jest nie tylko obowiązkiem regulacyjnym, ale i biznesową koniecznością.**

Ataki na infrastrukturę i zewnętrznych dostawców

Nie wszystkie cyberzagrożenia przychodzą frontowymi drzwiami w postaci phishingu czy oszustwa. Równie groźne są ataki na infrastrukturę IT domów maklerskich oraz ich kluczowych dostawców zewnętrznych. W dobie powszechnej cyfryzacji każdy element łańcucha technologicznego może stać się celem – jego osłabienie odbije się na całej instytucji.

– *Kiedyś głównie obawialiśmy się ataków bezpośrednio na banki czy giełdy. Dziś wiemy, że równie duże ryzyko niesie np. atak na zewnętrznego dostawcę oprogramowania lub usług chmurowych* – zaznacza Marcin Grabarczyk. Dobrym przykładem był globalny incydent w 2023 r., gdy przestępcza grupa wykorzystwała lukę w popularnym narzędziu do transferu plików (sprawa MOVEit). W efekcie wyciekły dane tysięcy firm na całym świecie – od domów maklerskich po fundusze emerytalne. Podobny scenariusz może spotkać każdą instytucję finansową, jeśli jej partner technologiczny zostanie zhakowany.

Polskie realia też dostarczają przykładów. Na początku 2025 r. głośno było o ataku ransomware na firmę EuroCert, dostawcę podpisów kwalifikowanych, z których korzysta wiele instytucji finansowych. Przestępcy włamali się do infrastruktury EuroCert i wykradli wrażliwe dane klientów (m.in. skany dokumentów i numery PESEL). Część tych informacji opublikowali później w sieci. Incydent pokazał, że uderzenie w zaufanego dostawcę może rykoszetem trafić wiele podmiotów – po ataku niektóre banki i korporacje wstrzymały korzystanie z usług EuroCert, obawiając się o bezpieczeństwo swoich dokumentów.

– *Musimy pamiętać, że bezpieczeństwo naszego biznesu jest tak mocne, jak jego najsłabsze ogniwo* – podkreśla dyrektor Grabarczyk. Oznacza to konieczność holistycznego podejścia: regularne audyty bezpieczeństwa (zarówno własnych systemów, jak i kluczowych dostawców), testy penetracyjne, twarde egzekwowanie wymogów dla partnerów technologicznych oraz stały monitoring infrastruktury. Warto też posiadać plany ciągłości działania na wypadek awarii IT czy ataku – tak, aby nawet przy czasowym braku systemów krytycznych móc dalej bezpiecznie obsługiwać klientów.



APT i zaawansowane kampanie ukierunkowane – rola Cyber Threat Intelligence

Najbardziej wyrafinowaną kategorią zagrożeń są tzw. APT (Advanced Persistent Threat), czyli długotrwałe, ukierunkowane ataki prowadzone przez wysoko wyspecjalizowane grupy (często wspierane przez struktury państwowe lub dysponujące dużymi zasobami finansowymi). Celem APT może być kradzież dużych kwot, wykradzenie wrażliwych danych (np. informacji o planowanych transakcjach) lub cyberszpiegostwo i sabotaż.

– *W sektorze finansowym działają grupy hakerskie, dla których kradzież milionów dolarów to rutyna* – mówi Marcin Grabarczyk. Przykładem jest Lazarus Group z Korei Północnej, która od lat atakuje instytucje finansowe na całym świecie. Hakerzy ci stosują zaawansowany spear phishing, ukrywają malware w dokumentach czy atakują strony WWW metodą watering hole, aby tylko zdobyć przyczółek w sieci ofiary. Jest to metoda ataku, w której przestępcy nie atakują bezpośrednio firmy, tylko stronę internetową, którą jej pracownicy lub klienci często odwiedzają. Co gorsza, współczesne zaawansowane ataki często przebiegają bez głośnych fajerwerków, za to bardzo skutecznie ukrywają się przed klasycznymi zabezpieczeniami. Aż 30% włamań obserwowanych przez IBM X-Force w 2024 r. polegało na wykorzystaniu ważnych, uprawnionych kont użytkowników – innymi słowy napastnicy posługiwali się prawdziwymi poświadczeniami, by poruszać się po systemach ofiary. Takie ataki od wewnątrz są niezwykle trudne do wykrycia i pokazują zmianę taktyki: zamiast brutalnie forsować zabezpieczenia, atakujący wolą pozostawać

w cieniu tak długo, jak to możliwe. Czekają miesiącami na dogodny moment, kopiają w tajemnicy dane, śledzą wewnętrzną komunikację – słowem, robią wszystko, by wyprzedzić nasze działania o krok.

W tej sytuacji kluczową rolę odgrywa Cyber Threat Intelligence (CTI), czyli wywiad o zagrożeniach w cyberprzestrzeni. – *Dobre usługi CTI działają jak wczesny system ostrzegania* – tłumaczy dyrektor Grabarczyk z NASK. – *Pozwalają dostrzec sygnały nadchodzącego ataku, zanim ten realnie nastąpi. Na przykład, monitoring podziemnych forów może wykryć, że w dark webie pojawiły się oferty sprzedaży świeżo skradzionych dostępu do systemów maklerskich albo dyskusje o atakowaniu konkretnej polskiej instytucji finansowej. Dzięki CTI możemy też śledzić aktywność znanych grup APT i ich narzędzia – jeśli wiadomo, że dana grupa wykorzystuje podatność w popularnym systemie transakcyjnym, możemy natychmiast załatać u siebie taki system.*

W NASK od kilku lat rozwijamy własną platformę CTI dedykowaną m.in. sektorowi finansowemu. Oferujemy unikatowe, lokalne dane o zagrożeniach aktualizowane nawet co 10 minut, a nasz zespół analityków 24/7 śledzi nowe kampanie phishingowe, złośliwe oprogramowanie i aktywność grup hakerskich. Efektem są praktyczne wskazówki: które adresy URL zablokować, na jakie e-maile uważać, jakie sygnatury ataków wprowadzić do systemów SIEM. Nasze usługi CTI obejmują m.in. monitorowanie podszywania się pod markę, wykrywanie skompromitowanych kont oraz śledzenie krytycznych podatności. Taka wiedza pozwala działać proaktywnie, zanim dojdzie do włamania. Coraz więcej regulacji (np. europejskie dyrektywy NIS2 i DORA) wprost wymaga posiadania zdolności threat intelligence – to więc nie tylko kwestia bezpieczeństwa, ale i zgodności z prawem.

– *Równie ważna jest współpraca i wymiana informacji* – dodaje dyrektor Grabarczyk. *Instytucje finansowe w Polsce coraz śmielej dzielą się wiedzą o incydentach (czy to za pośrednictwem CSIRT KNF, czy innych forów branżowych). Im więcej takich sygnałów sływa, tym łatwiej zbudować pełny obraz sytuacji i odpowiednio zareagować na nowe zagrożenia.*

Praktyczne rekomendacje

Na koniec zapytaliśmy naszego rozmówcę o konkretne rekomendacje: **co domy maklerskie mogą zrobić samodzielnie, aby poprawić swoje cyberbezpieczeństwo, a w jakich obszarach warto sięgnąć po wsparcie zewnętrzne.**

Przede wszystkim trzeba zadbać o fundamenty bezpieczeństwa wewnątrz organizacji. Każdy dom maklerski może (i powinien) podjąć tutaj szereg działań – podsumowuje nasz rozmówca.

- Wieloskładnikowe uwierzytelnienie (MFA): Wdrożenie 2FA dla dostępu do systemów – zarówno przez klientów, jak i pracowników – to dziś absolutna podstawa. Silne hasło to za mało; potrzebna jest druga bariera (kody SMS, aplikacja mobilna lub klucz sprzętowy U2F).
- Szkolenia i świadomość użytkowników. Regularne kampanie edukacyjne dla pracowników i klientów, uczące rozpoznawania

phishingu, zasad bezpiecznej obsługi konta i reakcji na podejrzane sytuacje. Czynnikiem ludzki pozostaje najsłabszym ogniwem, więc trzeba go ciągle wzmacniać.

- Polityki dostępu i monitoring: ograniczenie uprawnień użytkowników tylko do niezbędnych (zasada najmniejszych przywilejów) oraz monitorowanie nietypowych aktywności w systemach (np. logowania z nietypowych lokalizacji, masowe eksporty danych). Pozwala to wychwycić próbę ataku we wczesnej fazie i zareagować zanim dojdzie do szkód.
- Ochrona danych (DLP): wdrożenie rozwiązań typu Data Loss Prevention, segmentacja sieci oraz szyfrowanie wrażliwych informacji – tak, by nawet jeśli dojdzie do incydentu, zminimalizować wyciek danych.
- Kopie zapasowe i odporność na ransomware: regularne wykonywanie backupów kluczowych systemów i przechowywanie kopii offline. Do tego opracowanie planów awaryjnego odtworzenia systemów. Pozwoli to przetrwać atak typu ransomware bez płacenia okupu i szybko wznowić działalność.
- Testy i audyty bezpieczeństwa: warto okresowo poddać systemy niezależnym testom – od skanów podatności i testów penetracyjnych po red teaming (symulacje ataku). Lepiej, by słabości znaleźli nasi audytorzy niż prawdziwi hackerzy. Regularne audyty zgodności z regulacjami (KNF, MiFID, RODO itp.) pomogą też utrzymać wymagany poziom ochrony.

Są obszary, gdzie warto skorzystać ze wsparcia wyspecjalizowanych partnerów. Nie każda firma ma zasoby, by samodzielnie monitorować cały świat zagrożeń 24/7 czy rozwijać zaawansowane narzędzia analityczne.

Tutaj z pomocą przychodzą m.in. NASK-PIB i inne doświadczone podmioty:

- Usługi Threat Intelligence (CTI): jak mówiliśmy, zapewniają bieżące informacje o nowych zagrożeniach i działają jak radar dalekiego zasięgu. Zewnętrzny partner może przez całą dobę śledzić mroczne zakątki Internetu (dark web, fora hakerskie), wychytując np. oferty sprzedaży wykradzionych danych dostępowych lub próby podszywania się pod markę domu maklerskiego. Otrzymane w ten sposób wczesne sygnały są filtrowane i przekazywane jako konkretne alerty dla danej firmy.
- Zaawansowana analiza behawioralna: rozwiązania klasy BotSense czy systemy biometrii behawioralnej zwykle trudno wdrożyć samemu, ale dostępne jako usługa zewnętrzna mogą skutecznie chronić systemy transakcyjne. Jak pokazuje niedawny raport Spark Matrix 2025, najwyższe oceny otrzymały właśnie rozwiązania łączące inteligencję urządzenia z analizą zachowania użytkownika, co potwierdza skuteczność takiego podejścia. NASK opracował system BotSense, który chroni przed przejęciem kont i nieautoryzowanymi transakcjami poprzez wykrywanie złośliwego oprogramowania (trojanów, webinfectów), podejrzanej aktywności (np. prób zdalnego sterowania urządzeniem) oraz nietypowych zmian w zachowaniu użytkownika. Już wiele polskich banków wdrożyło takie rozwiązanie u siebie.

- Ochrona przed DDoS: usługi typu scrubbing center, filtrujące ruch i zabezpieczające przed atakami wolumetrycznymi, zazwyczaj zapewnia wyspecjalizowany dostawca (np. operator telekomunikacyjny). Samodzielna obrona przed dużym atakiem DDoS może przekraczać możliwości pojedynczej instytucji, dlatego warto korzystać z ochrony oferowanej przez zaufanych partnerów.
- Security Operations Center (SOC): całodobowe monitorowanie logów, zarządzanie systemami SIEM i błyskawiczne reagowanie na incydenty – to zadania, które można powierzyć zewnętrznemu SOC. Zespół inżynierów bezpieczeństwa czuwających 24/7 łatwiej wychwyci subtelne ślady włamania niż wewnętrzny dział IT obciążony codziennymi obowiązkami. Kluczowe jest, by taki SOC był zaufany, spełniał wymogi regulacyjne i gwarantował wysokie standardy ochrony danych.
- Audyty i testy zgodności: niezależni specjaliści mogą obiektywnie zweryfikować poziom naszego cyberbezpieczeństwa. Regularne audyty pod kątem standardów (ISO 27001, wytyczne KNF itp.), testy socjotechniczne personelu czy przeglądy konfiguracji systemów dają świeże spojrzenie i pomagają wykryć luki, które wewnętrznemu zespołowi mogły umknąć.

Na rynku dostępnych jest wiele rozwiązań, ale kluczowe jest wybieranie wiarygodnych partnerów, którzy gwarantują zgodność z regulacjami, wysokie standardy ochrony danych i realne zwiększenie bezpieczeństwa. – *W NASK współpracujemy z sektorem finansowym od lat, rozumiemy jego specyfikę i wymagania dotyczące ochrony danych oraz ciągłości działania. Nasza niezależność jako instytutu badawczego zapewnia neutralność technologiczną i dopasowanie rozwiązań do potrzeb klienta* – podkreśla Marcin Grabarczyk. *Ważne, by partner potrafił nie tylko dostarczyć technologię, ale też pomóc w jej wdrożeniu, utrzymaniu oraz spełnieniu wymogów prawnych (np. RODO, MiFID, DORA). Tylko wtedy taka współpraca przekłada się na realne bezpieczeństwo, a nie jedynie na poczucie bezpieczeństwa.*

Podsumowując naszą rozmowę, dyrektor Grabarczyk zaznacza, że cyberbezpieczeństwo to proces, a nie stan. Zagrożenia będą ewoluować wraz z postępem technologicznym (czego dowodem jest choćby rosnąca rola AI w atakach). Dlatego domy maklerskie i firmy inwestycyjne muszą być o krok przed cyberprzestępcami – stale doskonalić swoje zabezpieczenia, współpracując w ramach branży i korzystając z najlepszych dostępnych narzędzi. – *Tylko łącząc nowoczesne technologie, świadomość ludzi oraz sprawdzone partnerstwa możemy skutecznie chronić polski rynek kapitałowy przed cyberzagrożeniami* – puentuje nasz rozmówca.



Kobiety powinny być odważne

wywiad z **Joanną Wróbel**, Prezes BondSpot S.A.



Kobiety powinny być odważne! A jeśli odwaga jest poparta wiedzą, to wiele ograniczeń jest tylko pozornych. Trzeba wychodzić ze strefy komfortu i nie bać się wyzwań. Inwestujmy w siebie, realizujemy swoje cele i pomagamy sobie nawzajem. A nasze córki patrzą na nas i nabierają motywacji do działania – mówi Joanna Wróbel, Prezes BondSpot S.A.

Czy rynek kapitałowy to przypadek w Pani życiu zawodowym, czy element planu, przemyślana ścieżka kariery?

Nie używam słowa kariera, ponieważ często ma ono negatywne konotacje, a w odniesieniu do kobiet bywa odbierane jeszcze bardziej pejoratywnie. W moim życiu praca i sfera prywatna zawsze były równie ważne. Tym, co mnie napędzało do działania – w obu tych obszarach – była ciekawość. Z ciekawości naturalnie wynikała potrzeba samorozwoju i pogłębiania wiedzy. Z czasem przekładało się to na coraz większe kompetencje, które wykorzystywałam pracując dla renomowanych polskich i międzynarodowych instytucji finansowych. Rynek kapitałowy nie był więc przypadkiem, lecz konsekwencją zarówno zainteresowań, jak i wyborów, których dokonywałam po drodze.

A jak trafiłaś na rynek finansowy?

W LO im. S. Staszica uczyłam się w klasie matematycznej. Równolegle kształciłam się w szkole muzycznej. To połączenie analitycznego myślenia z dyscypliną, ale i wrażliwością, jakiej wymaga szkoła muzyczna, ukształtowało mój sposób pracy i podejścia do wyzwań.

Na studiach trafiłam na zajęcia dotyczące rynku finansowego prowadzone przez prof. Andrzeja Sławińskiego, a następnie napisałam pracę magisterską poświęconą rynkowi kontraktów futures na obligacje skarbowe. Po stażu w jednym z banków rozpoczęłam pracę w Bank of America, gdzie zostałam dealerem obligacji. To był moment, w którym rynek finansowy stał się moim naturalnym środowiskiem zawodowym. Na kolejne lata.

Nie miałaś oporów, żeby wejść w ten męski świat?

Mam starszego brata, który bardzo wcześnie wprowadził mnie w świat męskich reguł, rywalizacji i konkurencji. Dzięki temu nie postrzegałam finansów jako wyłącznie „męskiego świata”, lecz jako przestrzeń, w której liczą się kompetencje, odpowiedzialność i determinacja. Jednak to odwaga i wychodzenie poza strefę komfortu była motorem mojego rozwoju zawodowego i źródłem sukcesów.

Łącznie ponad 14 lat pracowałam w departamentach skarbu: dwa lata w Bank of America, a potem 12 lat w Banku Handlowym, Citigroup. Obsługiwałam fundusze inwestycyjne, firmy zarządzające aktywami oraz największe strategiczne korporacje. Pracowałam również jako Dyrektor Biura Relacji z Instytucjami Finansowymi w Banku Gospodarstwa Krajowego, Dyrektor Biura Strategii i Rozwoju w TFI PZU oraz w BondSpot, do którego teraz wróciłam na stanowisko prezesa.

Całe moje życie zawodowe związane jest z rynkiem finansowym. To, poza sferą twardej merytoryki, daje mi bardzo dobrą znajomość miękkich zasad, jakimi się rządzi i jego mechanizmów. Takie doświadczenie pomaga mi dziś podejmować trudne decyzje z przekonaniem o ich słuszności. Ta słuszność to lata doświadczeń, które obecnie procentują w kompleksowym i strategicznym myśleniu o spółce, której prezesuję.

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

Wspieranie kobiet w karierze jest bardzo ważne, bo pomaga wyrównywać szanse na rynku pracy. Truizmem jest powiedzieć, że świat – w tym świat finansów – przez lata był zdominowany przez mężczyzn, więc wsparcie dla kobiet pomaga im przełamywać bariery, w tym te wewnętrzne, takie jak brak wiary we własne kompetencje. W tym obszarze jest jeszcze wiele do zrobienia.

W czasach, gdy nikt nie pomyślał nawet o dyrektywie *Women on Boards*, zajmowałam się na rynku finansowym tematami, uznawanymi za domenę mężczyzn. I choć każdego dnia musiałam udowodniać swoje kompetencje, dziś doceniam tę drogę i doświadczenia z tym związane. To one mnie ukształtowały.

Dobrym przykładem zmieniającego się pokoleniowo podejścia do roli kobiet jest historia mojej córki. Od najmłodszych lat było dla niej czymś zupełnie naturalnym, że chce grać w piłkę nożną. I nie zadawała sobie pytania, czy jest to sport dla dziewcząt. Choć oczywiście my wszyscy wiemy, że jest to sport zdominowany przez mężczyzn. Początkowo grała w zespołach złożonych tylko z chłopców, co wynikało z niewielkiej liczby dziewcząt trenujących piłkę nożną w Polsce. I ona też musiała udowadniać kolegom z drużyny, że jest dobra. Ale z czasem chłopcy ją zaakceptowali i zaczęli podawać do niej piłkę. Docenili jej umiejętności, zaangażowanie i pracę zespołową. Dziś jej obecność na boisku jest czymś oczywistym. To pokazuje, że zmiana mentalna – choć stopniowo – jednak się dokonuje.

WSPIERAMY RÓŻNORODNOŚĆ – kobiety rynku kapitałowego

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

Jak wiele kobiet miałam bardzo duże wymagania w stosunku do siebie. Jeśli nie byłam całkowicie przekonana, że mam rację, wolałam milczeć. Miałam jednak szczęście pracować z przełożonymi, którzy byli prawdziwymi liderami, którzy chcieli znać moją opinię. „Twoje zdanie jest ciekawe” – usłyszałam kiedyś od szefa. To potrafi dodać odwagi.

Bardzo ważne jest także wsparcie od kobiet. Mężczyźni często potrafią być wobec siebie lojalni i solidarni – my również powinnyśmy się wspierać. Czasem wystarczy drobny gest życzliwości. Sama kiedyś usłyszałam od koleżanki z branży pytanie-zachętę „Asiu czego się obawiasz? Spróbuj!”

Po co Ci to wszystko było? Jak patrzysz na swoje doświadczenia zawodowe, czy warto było cały ten wysiłek podejmować?

Pamiętam sytuację, gdy aplikowałam na stanowisko menedżerskie i na końcowym etapie rekrutacji było dwoje kandydatów, ja i inny menedżer, mężczyzna. Headhunter zadzwonił do mnie i zapytał, kogo wybiorę? Zaczęłam merytorycznie porównywać kompetencje kandydatów. (Śmiech) Na co usłyszałam: – „Pani Asiu, oczywiście wybiorą mężczyznę, bo przecież z Panią nie będą palić cygara w męskim gronie.”

Ta sytuacja przypomniała mi film „Pożegnanie z Afryką”. Bohaterka grana przez Meryl Streep początkowo nie zostaje wpuszczona do klubu dżentelmenów. W jednej z ostatnich scen filmu zostaje do niego zaproszona – przez tych samych mężczyzn. To zasługa jej determinacji i konsekwencji w realizacji marzeń. Moi koledzy z branży również okazali się dżentelmenami mimo stereotypów kulturowych, w których wszyscy dojrzewaliśmy zawodowo.

Uważam zatem, że warto próbować. Warto się rozwijać, zaspokajać ciekawość i wychodzić poza schematy. A satysfakcja jest ogromna. Współczesny świat otwiera przed kobietami coraz więcej możliwości. Badania jednoznacznie pokazują, że różnorodność środowiska pra-

cy oraz obecność kobiet na stanowiskach menedżerskich przekłada się na lepsze decyzje biznesowe i lepsze wyniki firm. I to jest najbardziej racjonalny argument za wspieraniem kobiet w biznesie. Większa różnorodność jest korzystna dla pracodawcy, bo **zapewnia różne punkty widzenia, co poszerza zakres kompetencji zespołów.**

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

BondSpot jest istotną częścią infrastruktury rynku finansowego w Polsce. Na zlecenia Ministerstwa Finansów organizujemy referencyjny, elektroniczny rynek Skarbowych Papierów Wartościowych (SPW), w postaci platformy Treasury BondSpot Poland (TBSP).

Kluczową funkcją platformy jest zapewnienie wiarygodnego punktu odniesienia o cenach transakcyjnych, co przyczynia się do minimalizacji kosztów obsługi długu skarbu państwa. Ponadto, BondSpot jest pełnomocnikiem NBP w procesie wyznaczania kursów fixingowych SPW. Platforma TBSP to nie tylko rynek referencyjny dla wyceny długu państwa, ale także dla wyceny portfeli obligacji w bankach czy w funduszach inwestycyjnych. Z wycen SPW na rynku TBSP korzysta cały rynek.

Dziś koncentrujemy się na dwóch obszarach rozwoju BondSpot. Po pierwsze, na budowaniu nowoczesnych, stabilnych i konkurencyjnych platform obrotu, które aktywnie wspierają rozwój rynku obligacji skarbowych w Polsce. Po drugie, na wzmacnianiu roli naszej instytucji jako partnera – zarówno dla Ministerstwa Finansów, jak i dealerów SPW oraz inwestorów. BondSpot powinien być partnerem biznesowym, który nie tylko dostarcza niezawodną infrastrukturę tradingową, ale także współtworzy standardy i kierunki rozwoju rynku. Stawiam na budowanie nowoczesnej instytucji, która odważnie współtworzy przyszłość branży i jest otwarta na aktywny dialog z uczestnikami rynku.

W praktyce taki kierunek rozwoju spółki oznacza inwestycje w technologię, podnoszenie jakości danych, rozwój usług i funkcjonalności wspierających płynność platform BondSpot.



Tematy regulacyjne i biznesowe na 2026 rok

mec. Jarosław Kubiak, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich



Rok 2026 traktujemy jako rok decyzji, które przełożą się na koszty, procesy i ryzyka po stronie firm inwestycyjnych w dłuższym horyzoncie.

Tematy legislacyjne na 2026 rok

SIU, czyli Unia Inwestycji i Oszczędności, jest dla IDM projektem Komisji Europejskiej, który łączy reformy dotyczące danych rynkowych, infrastruktury rynku, integracji i konwergencji nadzorczej. W bieżącym roku kluczowe będą prace nad pakietem integracyjnym określanym jako Markets Integration Package, który ma obejmować zasady funkcjonowania rynku, clearing i rozrachunek, dane rynkowe, rolę ESMA oraz elementy dotyczące zarządzania aktywami.

W obszarze kosztowym, wiadomo, że największa część kosztów powstaje na poziomie infrastruktury. Firmy inwestycyjne konkurują między sobą, natomiast platformy obrotu, izby rozliczeniowe i depozyty papierów wartościowych świadczą usługi, których nie da się łatwo zastąpić inną usługą. W wielu obszarach infrastruktura ustala warunki dostępu i ceny usług, a uczestnicy rynku nie mają realnej alternatywy operacyjnej. W Markets Integration Package będziemy więc promować rozwiązania, które bezpośrednio ograniczają możliwość narzucania przez infrastrukturę restrykcyjnych warunków dostępu i opłat nieuzasadnionych kosztem usługi, bo bez tego harmonizacja przepisów nie obniży realnych kosztów rynku.

Dane rynkowe

W 2026 roku będziemy postulować trzy zmiany dotyczące danych rynkowych. Po pierwsze, w UE muszą pojawić się instrumenty ograniczające ceny danych, jeżeli dane są konieczne do spełnienia obowiązków regulacyjnych firm inwestycyjnych, na przykład do raportów o jakości wykonania zleceń. Po drugie, platformy obrotu nie powinny zasłaniać się prawami własności intelektualnej po to,

aby narzucać restrykcyjne licencje i wysokie opłaty za dane, które powstają w ramach regulowanej działalności rynku i mają służyć przejrzystości. Po trzecie, potrzebujemy przejrzystych cenników i porównywalnych kategorii opłat, tak aby użytkownik mógł zrozumieć, za co płaci, i porównać koszty między dostawcami. Równolegle będziemy wspierać objęcie podejściem nadzorczym także innych dostawców danych krytycznych dla rynku, na przykład indeksów, ratingów i danych ESG, aby problem wysokich kosztów nie został przeniesiony w inne miejsce.

Best execution i skonsolidowana taśma

IDM stoi na stanowisku, że firma inwestycyjna nie powinna automatycznie porównywać wykonania zleceń klienta do danych ze skonsolidowanej taśmy i na tej podstawie „zaliczać” obowiązek best execution. Best execution oznacza obowiązek uzyskania dla klienta możliwie najlepszego wyniku, ale wynik nie jest wyłącznie kategorią ceny. Liczą się także koszty całkowite, szybkość, prawdopodobieństwo wykonania i rozrachunku oraz charakter zlecenia. Skonsolidowana taśma może być użytecznym źródłem danych o transakcjach i kwotowaniach, ale nie powinna stać się domyślną miarą jakości wykonania ani nie powinna wypierać oceny pozostałych czynników. Dlatego będziemy postulować doprecyzowanie przepisów i dokumentów wykonawczych tak, aby nie sugerowały, że „najlepsza cena z taśmy” automatycznie oznacza „najlepsze wykonanie”.

Cena zamknięcia

Cena zamknięcia jest ceną odniesienia dla rozliczeń, wycen funduszy, indeksów i wielu umów finansowych, dlatego IDM będzie zabiegać o to, aby mechanizm jej wyznaczania w ramach krajowego rynku był stabilny, przejrzysty i kosztowo proporcjonalny. Uczestnicy rynku powinni z odpowiednim wyprzedzeniem znać zasady aukcji zamknięcia, parametry techniczne jej przebiegu oraz sposób publikacji danych potrzebnych do weryfikacji wyniku aukcji. Dane niezbędne do korzystania z ceny zamknięcia nie powinny być obciążane opłatami oderwanymi od ich funkcji rynkowej. Równie istotne jest, aby zmiany parametrów aukcji, zasad dostępu i warunków korzystania z danych były konsultowane z rynkiem oraz oceniane pod kątem wpływu na koszty po stronie firm inwestycyjnych, funduszy i inwestorów końcowych.

Rozliczanie transakcji przez izby rozliczeniowe

IDM postuluje, aby zasady przypisywania transakcji do określonego modelu rozliczania były jednoznaczne, a tabela opłat pokazywała, za które elementy usługi uczestnik rzeczywiście płaci. Nie powinno dochodzić do sytuacji, w której transakcje o różnym profilu ryzyka i różnym stopniu zaangażowania izby są obciążane kosztowo tak, jakby każda z nich korzystała z tego samego, pełnego modelu zabezpieczeń. Uczestnik rynku powinien z góry wiedzieć, kiedy płaci za przejście ryzyka przez izbę, kiedy za dodatkowe

STANOWISKA IDM: Tematy regulacyjne i biznesowe na 2026 rok

zabezpieczenia, a kiedy wyłącznie za obsługę operacyjną rozliczenia i rozrachunku. IDM będzie więc wspierać większą przejrzystość taryf, czytelne rozdzielanie modeli usługi i ocenę każdej nowej opłaty z perspektywy jej wpływu na koszty uczestników rynku. Celem jest taki sposób organizacji krajowej infrastruktury, w którym koszt jest proporcjonalny do usługi i ryzyka.

Depozyt papierów wartościowych i automatyzacja rozrachunku

IDM sprzeciwia się postulatowi, aby w procesie rozrachunku każda instrukcja, każda korekta i każda interwencja operacyjna musiały być realizowane wyłącznie automatycznie, bez dopuszczalnej ścieżki manualnej. Taki postulat pomija realia rynku. W praktyce występują awarie połączeń, błędne lub niepełne komunikaty, rozbieżności danych między uczestnikami, nietypowe zdarzenia korporacyjne oraz przypadki, w których trzeba ręcznie skorygować instrukcję, potwierdzić dane albo bezpiecznie zakończyć rozrachunek po błędzie systemowym. Dlatego IDM popiera automatyzację jako standard, ale będzie sprzeciwiać się całkowitemu zakazowi działań manualnych. Rynek powinien zachować formalnie dopuszczoną procedurę awaryjną, uruchamianą w ściśle określonych przypadkach, przez uprawnione osoby, z pełnym rejestrem czynności i możliwością ich odtworzenia w audycie. Inaczej uczestnicy rynku otrzymają większą formalną zgodność, ale mniejszą odporność operacyjną, większe ryzyko przestoju i większe ryzyko błędów w sytuacjach incydentów.

Bariery emisji i rozrachunku transgranicznego

IDM będzie postulować ujednoczenie na poziomie UE podstawowych skutków prawnych emisji, zapisu i przeniesienia papierów wartościowych oraz ograniczenie tych różnic krajowych, które dziś podnoszą koszty obsługi transgranicznej i wydłużają rozrachunek. W szczególności potrzebne są minimalne wspólne standardy dotyczące chwili powstania papieru wartościowego, sposobu ustalenia prawa inwestora, skutków zapisu papierów w systemie depozytowym oraz zakresu dokumentacji wymaganej przy transferze papierów wartościowych między systemami. Uczestnik rynku powinien z góry wiedzieć, jaki skutek prawny wywołuje emisja, zapis i przeniesienie papierów wartościowych w relacjach między państwami UE. Celem jest obniżenie kosztów transgranicznych, skrócenie procesu rozrachunku i zwiększenie przewidywalności całego procesu przy pełnym zachowaniu bezpieczeństwa prawnego inwestorów.

Ostateczność rozrachunku

Popieramy przekształcenie dyrektywy o ostateczności rozrachunku w rozporządzenie, ponieważ jest ono bezpośrednio stosowane w całej UE i w praktyce zmniejsza ryzyko, że to samo zdarzenie będzie inaczej oceniane w dwóch państwach. To jest ważne dla transakcji transgranicznych, bo ostateczność rozrachunku oznacza moment, od którego transakcja jest nieodwracalna i nie może być podważona, na przykład w postępowaniu upadłościowym. Im bardziej jednolite są reguły ostateczności, tym mniejsze jest ryzyko prawne i koszt zabezpieczeń w transakcjach transgranicznych.

Rola ESMA

Będziemy postulować umocnienie roli ESMA jako nadzorca nad infrastrukturą rynku oraz jej konkurencyjnością. Chodzi o to, aby ESMA miała możliwość reagowania na praktyki infrastruktury, które ograniczają dostęp do rynku lub prowadzą do przerzucania kosztów między różnymi liniami biznesowymi w ramach jednej grupy, co utrudnia porównanie cen i osłabia presję konkurencyjną. Bez takiej kompetencji rynek pozostaje w sytuacji, w której koszty danych i usług infrastrukturalnych rosną, a uczestnicy nie mają narzędzi, żeby wymusić zmianę praktyk w skali UE.

Zakaz PFOF

Od 1 lipca 2026 kończy się przewidziany w MiFIR okres przejściowy dla państw, które korzystały z wyjątku od zakazu PFOF. Oznacza to, że firma inwestycyjna nie może otrzymywać od osoby trzeciej żadnego wynagrodzenia ani korzyści niepieniężnej za kierowanie zleceń klienta do określonego miejsca wykonania. Konieczne jest jasne rozróżnienie, które elementy rozliczeń z miejscami wykonania i dostawcami płynności są traktowane jako korzyść powiązana z routingiem, a które elementy są zwykłym składnikiem modelu opłat i nie zależą od tego, gdzie zlecenie jest kierowane. Ważne jest, aby wymagania dowodowe wobec firmy inwestycyjnej były jednoznaczne, w szczególności w zakresie treści umów, przepływów finansowych, opisów w polityce wykonywania zleceń oraz ujawnień wobec klienta.

AML

W 2026 roku kluczowe są zmiany w AML wynikające z pakietu AMLR i AMLD6. 10 lipca 2027, kiedy AMLR zacznie obowiązywać jako rozporządzenie bezpośrednio stosowane w całej UE i wprowadzi jednolite standardy KYC, monitoringu oraz wzmożonej weryfikacji dla relacji wysokiego ryzyka. Instytucje obowiązane będą musiały weryfikować beneficjentów rzeczywistych korzystając z połączonych rejestrów UBO w całej UE przez unijny interfejs.

Oznacza to podłączenie systemów KYC do interfejsu, automatyczne pobieranie danych z rejestrów oraz automatyczne porównywanie danych rejestrowych z oświadczeniem klienta. Jeżeli dane z rejestru będą inne niż dane przekazane przez klienta, instytucja będzie musiała udokumentować rozbieżność, zebrać uzupełniające informacje i doprowadzić do korekty danych w rejestrze w trybie przewidzianym przepisami.

Tematy operacyjne na 2026 rok

Rewizja opłat podmiotów infrastruktury giełdowej i rozliczeniowej oraz zmiana zasad ich naliczania

Ważnym tematem operacyjnym pozostaje zmiana zasad naliczania opłat. Taryfy powinny być przewidywalne, oparte na jasno zdefiniowanych elementach usługi, za które rzeczywiście jest pobierana opłata oraz skonstruowane tak, aby wzrost aktywności uczestników nie powodował wzrostu kosztu jednostkowego.

Propozycje ograniczenia roli firm inwestycyjnych w procesach rynku publicznego

Izba będzie przeciwna ograniczeniu roli firm inwestycyjnych w procesach rynku publicznego, w szczególności w wezwaniach oraz w zaproszeniach do składania ofert sprzedaży. W tych procesach firma inwestycyjna przyjmuje dyspozycję klienta, weryfikuje jej poprawność, zapewnia dotrzymanie terminów, obsługuje blokady papierów wartościowych i rozliczenia oraz odpowiada za korekty, jeżeli pojawi się błąd. Ograniczenie tej roli oznaczałoby przeniesienie części ryzyk i obowiązków na klienta oraz rozmycie odpowiedzialności za przebieg procesu.

MiFID w praktyce - onboarding i adekwatność

Badanie adekwatności dotyczy sytuacji, w której firma inwestycyjna świadczy usługę wykonywania lub przyjmowania i przekazywania zleceń bez doradztwa i ma ocenić, czy klient ma wiedzę i doświadczenie potrzebne do zrozumienia ryzyka instrumentu. W 2026 roku będziemy dążyć do proporcjonalności testu do ryzyka produktu, tak aby instrumenty proste nie były obciążone identycznym zakresem pytań jak instrumenty złożone.

Zarządzanie produktowe i komunikacja marketingowa

Kolejnym tematem operacyjnym jest uporządkowanie interpretacji w obszarze zarządzania produktowego, w szczególności pojęcia wyłącznej inicjatywy klienta oraz zindywidualizowanej informacji, wraz ze skutkami dla komunikacji marketingowej i dystrybucji poza grupę docelową. Chcemy, aby rynek miał jasną granicę między informacją o ofercie a przekazem, który z uwagi na dopasowanie do konkretnego klienta powinien podlegać rygorom właściwym dla przekazu o charakterze rekomendacyjnym.

OKI, IKE i IKZE, w tym uproszczenie dystrybucji funduszy i transferów

Kolejnym tematem operacyjnym są OKI oraz zmiany dotyczące IKE i IKZE. W IKE i IKZE postulujemy umożliwienie firmom inwestycyjnym prowadzenia jednego IKE lub IKZE klienta także wtedy, gdy aktywa obejmują jednostki uczestnictwa wielu funduszy. Prawa do jednostek nadal pozostaną zapisane w rejestrach uczestników poszczególnych funduszy, natomiast firma inwestycyjna będzie prowadziła zbiorczą ewidencję rachunku, przyjmować dyspozycje klienta, rozliczać limity wpłat oraz realizować obowiązki informacyjne. Efektem ma być możliwość budowy zdywersyfikowanego portfela w ramach jednego IKE lub IKZE, bez uzależnienia oferty od jednego TFI.

Równolegle będziemy dążyć do usprawnienia transferów IKE i IKZE, bo rosnąca mobilność klientów powoduje, że liczba wypłat transferowych rośnie, a obecny model jest pracochłonny i długi. Dlatego chcemy centralnego rejestru rachunków emerytalnych, aby instytucje mogły automatycznie potwierdzać, czy klient ma prawo otworzyć rachunek i gdzie ma rachunek źródłowy, bez wymiany papierowych potwierdzeń. W obszarze podatkowym postulujemy zniesienie 10% ryczałtu od wypłat z IKZE po spełnieniu warunków ustawowych albo co najmniej opodatkowanie dochodu zamiast opodatkowania całej wypłaty.

W OKI promujemy wariant parasolowy, w którym klient zawiera jedną umowę ramową i ma jeden, spójny widok portfela, a w ramach tego samego OKI może korzystać z wielu instrumentów i produktów od różnych dostawców bez zawierania osobnych umów. Przesunięcia między produktami w ramach OKI są traktowane jako operacje wewnętrzne rachunku, bez skutków podobnych do wypłaty transferowej i bez ryzyka utraty preferencji podatkowej.

Compliance 2.0. Gdy technologia przestaje być problemem, a zaczyna być rozwiązaniem

mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich



Funkcja compliance w firmie inwestycyjnej przeszła w ostatnich kilkunastu latach głęboką metamorfozę. Od momentu wejścia na polski rynek finansowy była ona nieustannie redefiniowana – zarówno pod wpływem zmieniającego się otoczenia regulacyjnego, jak i dynamicznego rozwoju technologii. Jeszcze nie tak dawno compliance w firmach inwestycyjnych było postrzegane jako funkcja reaktywna – taka, która pojawia się wtedy, gdy coś już poszło nie tak albo gdy regulator pyta o dokumenty. Dziś ta narracja coraz częściej się dezaktualizuje. Nowe technologie, w szczególności sztuczna inteligencja, przesuwają compliance z tylnego siedzenia do centrum strategicznych decyzji na rynku kapitałowym. Zmiana ta nie polega wyłącznie na automatyzacji procesów. To zmiana sposobu myślenia o roli nadzoru wewnętrznego, ryzyka i odpowiedzialności.

Od Exceli do algorytmów

Komórka nadzoru i zgodności (określana zamiennie jako compliance lub nadzór zgodności działalności z prawem) przeszła jedną z największych transformacji spośród wszystkich funkcji w instytucjach finansowych. Dawniej były to rozbudowane departamenty, wypełnione tabelami, procedurami i manualnymi kontrolami. Dziś, szczególnie w mniejszych i średnich firmach inwestycyjnych, compliance działa w znacznie skromniejszych strukturach, mierząc się jednocześnie z rosnącą liczbą obowiązków regulacyjnych.

Zmniejszenie liczby etatów nie oznacza uproszczenia zadań. Wręcz przeciwnie – compliance stało się funkcją wysoko wyspecjalizowaną, opartą na danych, technologii i zaawansowanej analizie ryzyka. To właśnie w tym miejscu technologia stała się naturalnym sprzymierzeńcem. Narzędzia oparte na danych i algorytmach nie tylko przyspieszają pracę compliance, ale także pozwalają jej skupić się na tym, co naprawdę istotne – analizie ryzyka, dialogu z biznesem i zapobieganiu problemom, jeszcze zanim się pojawią.

Prawo zawsze krok za innowacją

Rynek kapitałowy rozwija się dziś szybciej niż kiedykolwiek wcześniej. Algorytmiczny handel, robo-doradztwo, analiza big data czy chmura obliczeniowa są codziennością. Regulacje próbują nadążyć, jednak proces legislacyjny z natury rzeczy jest wolniejszy niż tempo innowacji.

W efekcie compliance coraz częściej działa w przestrzeni niejednoznaczności – tam, gdzie technologia już funkcjonuje, ale przepisy prawa lub interpretacje regulacyjne dopiero się kształtują. To właśnie w tej luce compliance przestaje być jedynie „strażnikiem przepisów”, a staje się współautorem wewnętrznych zasad gry: polityk, standardów i dobrych praktyk, które mają zabezpieczać organizację do czasu pojawienia się jednoznacznych rozwiązań regulacyjnych.

Technologia jako nowe źródło ryzyka

Nowe technologie wnoszą ze sobą nie tylko efektywność, ale i zupełnie nowe rodzaje ryzyk. Decyzje podejmowane przez algorytmy bywają trudne do uzasadnienia, systemy oparte na AI generują zależności od zewnętrznych dostawców, a cyberbezpieczeństwo staje się warunkiem ciągłości działania instytucji finansowej.

Dodatkowym wyzwaniem jest zjawisko nieautoryzowanego wykorzystywania narzędzi technologicznych przez pracowników. Szybkość i dostępność rozwiązań opartych na AI powodują, że granica pomiędzy innowacją a naruszeniem zasad bywa często cienka. W tym kontekście compliance musi reagować nie zakazami, lecz mądrym zarządzaniem ryzykiem i edukacją.

AI jako narzędzie nowoczesnego compliance

Paradoksalnie, te same technologie, które generują nowe ryzyka, stają się najskuteczniejszym wsparciem dla funkcji compliance. Sztuczna inteligencja pozwala dziś na bieżąco monitorować zmiany regulacyjne, analizować ogromne wolumeny danych transakcyjnych i komunikacyjnych, automatyzować raportowanie oraz usprawniać procesy audytowe.

AI oferuje potężne narzędzia wzmacniające funkcję zgodności. Do kluczowych obszarów zastosowań należą:

- monitorowanie zmian regulacyjnych, automatyczna analiza aktów prawnych i alerty dotyczące ich wpływu na działalność firmy,
- ocena i scoring ryzyka zgodności, w tym analiza danych transakcyjnych i komunikacyjnych,
- nadzór transakcyjny i komunikacyjny z wykorzystaniem uczenia maszynowego i NLP,
- automatyzacja raportowania i dokumentacji na potrzeby regulatorów i audytów,
- szkolenia i edukacja, w tym personalizowane programy e-learningowe oraz wirtualni asystenci compliance.

Korzyści obejmują wzrost efektywności, redukcję błędów ludzkich, bardziej proaktywne zarządzanie ryzykiem oraz optymalizację kosztów.

Dzięki temu compliance przestaje być funkcją opartą wyłącznie na próbkach i ręcznych kontrolach. Staje się funkcją opartą na danych, zdolną do wczesnego wykrywania nieprawidłowości i proaktywnego zarządzania ryzykiem.

Nowe role, nowe kompetencje

Wraz z rozwojem technologii zmienia się także sam profil compliance officera. Coraz częściej nie jest to już wyłącznie prawnik, ale osoba poruszająca się na styku regulacji, technologii i biznesu. Pojawiają się nowe role związane z nadzorem nad AI, a dotychczasowe funkcje compliance i risk managementu coraz częściej działają w ścisłej współpracy.

Kluczowe stają się kompetencje technologiczne, analityczne oraz umiejętność komunikowania ryzyk w sposób zrozumiały dla zarządu i jednostek operacyjnych. Compliance, które nie rozumie technologii, traci zdolność realnego nadzoru nad procesami, które coraz częściej są zautomatyzowane.

Compliance jako partner innowacji

Nowoczesne compliance nie stoi dziś na straży „czy wolno”, lecz coraz częściej zadaje pytanie „jak zrobić to bezpiecznie”. To fundamentalna zmiana perspektywy. Sztuczna inteligencja i inne nowe technologie nie eliminują roli compliance – one ją wzmacniają, pod warunkiem, że funkcja ta potrafi z nich korzystać świadomie i odpowiedzialnie.

W świecie, w którym regulacje zawsze będą o krok za technologią, to właśnie compliance staje się kluczowym łącznikiem pomiędzy innowacją a bezpieczeństwem rynku kapitałowego.

Człowiek pozostaje w centrum

Niemniej jednak, pomimo dynamicznego rozwoju narzędzi opartych na sztucznej inteligencji, compliance pozostaje funkcją głęboko ludzką. To człowiek podejmuje ostateczne decyzje, ocenia kontekst, rozumie kulturę organizacyjną i buduje relacje ze współpracownikami oraz regulatorem.

Automatyzacja kontroli i raportowania daje compliance coś bezcennego – czas. Czas na relacje interpersonalne, na zrozumienie procesów biznesowych, na edukację i na realny wpływ na sposób działania organizacji. Tego żadna technologia nie zastąpi.

Dobry compliance officer to nie tylko ekspert od przepisów i procesów, ale także osoba znająca specyfikę organizacji i pozostająca w stałym kontakcie z jej pracownikami. Relacje i zaufanie pozostają obszarem, którego technologia – przynajmniej na razie – nie jest w stanie zastąpić.

AI nie wyeliminuje ludzkiego osądu w compliance, ale stanie się jego nieodzownym partnerem, pozwalając funkcji zgodności skuteczniej odpowiadać na wyzwania współczesnego rynku kapitałowego.

Artykuł powstał na podstawie panelu „Compliance – jak zbudować silne struktury nadzoru w zgodzie z innowacjami?” podczas Forum Firm Inwestycyjnych 2025, którego organizatorem była Izba Domów Maklerskich, panel z udziałem:

Agnieszka Chojnacka, Dyrektor Departamentu Zgodności, Bank Pekao
Dorota Nowalińska, p.o. Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Justyna Jarząbek, Inspektor Nadzoru, Biuro Maklerskie mBank

Michał Kulesza, Partner Rymarz, Zdort, Maruta

Agnieszka Rostkowska, Zastępca Dyrektora, Biuro Maklerskie Citi Handlowy
Moderator: **mec. Katarzyna Kacprzak**, radca prawny, Izba Domów Maklerskich

Dom Maklerski BOŚ – rynek kapitałowy zaczyna się od zrozumienia

Rynek kapitałowy stawia przed inwestorami wiele wyzwań, a ich właściwe zrozumienie decyduje o jakości podejmowanych decyzji. Świadome podejście do inwestowania oznacza lepszą ocenę ryzyka, większą odporność na emocje oraz mniejsze prawdopodobieństwo popełniania kosztownych błędów czy ulegania nieuczciwym praktykom. **Z takiego założenia od lat wychodzi DM BOŚ, traktując rozwój wiedzy inwestorów jako jeden z fundamentów swojej misji i odpowiedzialności wobec rynku kapitałowego.**

DM BOŚ organizuje cykle spotkań z inwestorami w kilku miastach Polski, stawiając na bezpośredni kontakt i rozmowę o realnych wyzwaniach rynkowych. Uzupełnieniem tych działań są większe konferencje poświęcone relacjom między geopolityką a rynkiem kapitałowym. DM BOŚ jest także partnerem kluczowych wydarzeń branżowych, takich jak Konferencja Wall Street Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, Invest Cuffs w Krakowie czy ForFin w Warszawie, a także wielu mniejszych inicjatyw, istotnych z punktu widzenia dotarcia do konkretnych grup inwestorów.

Istotnym elementem działalności DM BOŚ jest praca działu analiz. Analitycy przygotowują kwartalne raporty dotyczące poszczególnych segmentów rynku kapitałowego, uwzględniające aktualne uwarunkowania gospodarcze i polityczne, oraz codzienny biuletyn analityczny. Wiedza ta uzupełniana jest przez krótsze formy wideo publikowane w mediach społecznościowych, bogatą bibliotekę materiałów dostępnych na stronie DM BOŚ oraz blogi.bossa.pl, gdzie eksperci rynku kilka razy w tygodniu dzielą się komentarzami i analizami. Równolegle na platformie X funkcjonuje konto

blogi.bossa.pl, wokół którego skupiona jest aktywna społeczność entuzjastów rynku kapitałowego i prowadzona jest bieżąca dyskusja.

DM BOŚ angażuje się również w projekty realizowane wspólnie z Fundacją GPW, skierowane do uczniów i studentów, wychodząc z założenia, że podstawy wiedzy o rynku inwestycyjnym warto budować już na wczesnym etapie edukacji. Aktywnie wspiera także inicjatywy Fundacji Trampki na Giełdzie oraz jest partnerem gier inwestycyjnych i cykli edukacyjnych organizowanych przez „Parkiet” i Bankier.pl. Ważną rolę w edukowaniu młodych inwestorów mają również inicjatywy, realizowane we współpracy ze Studenckimi Kołami Naukowymi Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Na tle innych działań obecnych na rynku kapitałowym, podejście DM BOŚ wyróżnia ciągłość i szeroki zakres inicjatyw. Nie są one ograniczone do jednego formatu, lecz łączą bezpośrednie spotkania z inwestorami, analizy rynkowe, raporty oraz aktywną obecność w kanałach cyfrowych. Dzięki temu możliwe jest nie tylko przekazywanie wiedzy, ale również bieżący dialog i lepsze zrozumienie zmieniających się warunków rynkowych.

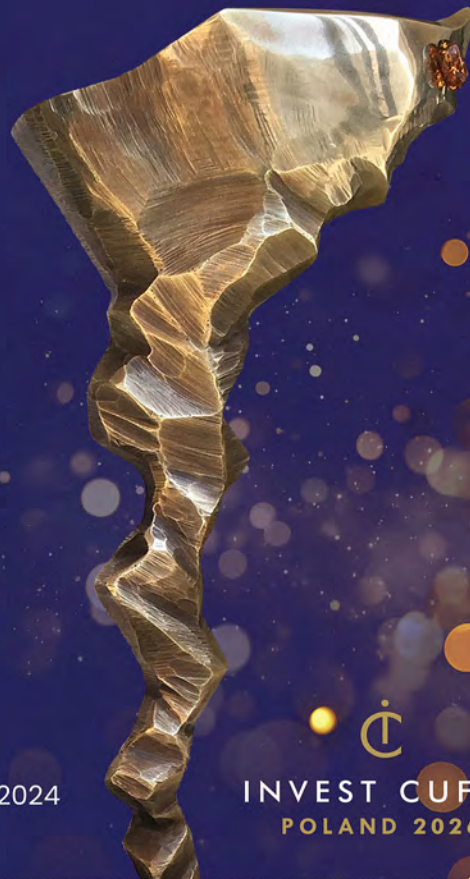
Mając świadomość skali wyzwań stojących przed rynkiem kapitałowym, DM BOŚ chętnie podejmuje współpracę z instytucjami, mediami i organizacjami branżowymi, wspólnie budując kulturę świadomego i odpowiedzialnego inwestowania oraz wzmacniając bezpieczeństwo i dojrzałość rynku.



Invest Cuffs

Nagrody Rynku Inwestycyjnego

5x
NOMINACJI



INVEST CUFFS / nagroda w kategorii najlepszy Broker Multi Asset 2024


INVEST CUFFS
POLAND 2026



STANDARD DLA WYMAGAJĄCYCH

BOSSA BOSSAFX BOSSAFUND



Centrala: ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, T: (+48) 22 50 43 104 / www.bossa.pl

Nasze Oddziały: Gdańsk / Katowice / Kraków / Łódź / Poznań / Rzeszów / Warszawa / Wrocław **Agent DM:** Bielsko-Biała / Koszalin / Olsztyn / Szczecin

Informacje zamieszczone w tym materiale mają charakter reklamowy.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.



POSTAWY POLAKÓW WOBEC FINANSÓW

Nieśmiało, ale coraz odważniej. Jak Polacy inwestują swoje oszczędności.

– Wyedukowany inwestor to najważniejsze aktywne firmy inwestycyjne – mówi **Agnieszka Rostkowska z Biura Maklerskiego Citi Handlowy**. Taki inwestor rozumie naturę instrumentów finansowych, potrafi zdywersyfikować ryzyko poprzez dobór instrumentów wrażliwych na jego potrzeby i jest gotowy na szeroką ofertę dystrybutorów – dodaje.

Dzisiaj, gdy Unia Europejska, w tym Polska, stawiają sobie jako jeden z głównych celów zachęcenie obywateli do inwestowania i transfer aktywów z kont depozytowych na rynek kapitałowy, celem sfinansowania transformacji energetycznej i rozwoju rynku per se, szczególnie cieszy fakt, że Polacy powoli, ale coraz chętniej inwestują.

Wraca zaufanie do rynku i sentyment do giełdy

Fundacja Citi Handlowy i Citi Foundation, nieprzerwanie od 2008 roku wspierają projekt badawczy „Postawy Polaków wobec finansów”, realizowany we współpracy z Fundacją Think.

Wyniki raportu z końca 2025 roku pokazują, że nastawienie Polaków do inwestowania się zmienia. Inwestujemy coraz częściej choć pozostajemy inwestorami ostrożnymi. Już 37% z nas inwestuje aktywnie, a kolejne 28% planuje inwestycje w przyszłości. Zainteresowanie produktami emerytalnymi IKE/IKZE wzrosło w ostatnim roku o 7 p.p. W świetle planowanej Ustawy o Osobistych Kontach Inwestycyjnych, dane te napawają optymizmem.



Rosnąca aktywność inwestycyjna ciągle idzie w parze z silną preferencją bezpieczeństwa kapitału (61%), koncentracją na tradycyjnych instrumentach oraz stopniowym – choć wyraźnym – wydłużaniem horyzontu inwestycyjnego. Jednocześnie zwiększa się skala zgromadzonych oszczędności i świadomość finansowa, co tworzy solidne, choć nadal konserwatywne podstawy dla dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Inwestujemy lokalnie

Zmienia się również postrzeganie samego inwestowania. Już połowa Polaków jednoznacznie widzi w nim sens (50%), a kolejne cztery osoby na dziesięć są do niego przekonane w pewnym stopniu (40%). Jednocześnie sensowność alokowania kapitału w poszczególne instrumenty jest oceniana bardzo selektywnie.

Podobnie jak w poprzednich latach, Polacy najczęściej przechowują swoje oszczędności w bankach. Dominują konta oszczędnościowe i lokaty (49%), których popularność wyraźnie wzrosła w porównaniu z 2024 rokiem. Jednocześnie spadł odsetek osób trzymających środki na bieżących rachunkach bankowych (34%). Na trzecim miejscu pozostaje gotówka, której znaczenie ponownie wzrosło.

Inwestowanie oszczędności w nieruchomości w kraju deklaruje 12% Polaków, a za granicą – 2%. Ubezpieczenie na życie posiada co dziesiąty badany (10%). Jednocześnie rośnie zainteresowanie instrumentami rynku kapitałowego – obligacjami, jednostkami TFI, akcjami, ETF-ami oraz walutami – choć nadal są one wybierane rzadziej niż formy bankowe.

Strategie inwestycyjne Polaków pozostają wyraźnie zorientowane na bezpieczeństwo. Niemal połowa badanych wybiera inwestycje oferujące niższe, ale bardziej pewne zyski. 61% preferuje instrumenty z komponentem ochrony kapitału, podczas gdy bardziej ryzykowne rozwiązania wskazuje 21%, a inwestowanie bez ochrony kapitału – 15%.

Rozumiemy potrzebę inwestowania

Już połowa Polaków jednoznacznie widzi sens inwestowania (o 5% więcej niż w 2024 r.), a kolejne 40% jest do tego przekonanych w pewnym stopniu. To pokazuje wysoki potencjał inwestycyjny Polaków w zakresie ogólnego podejścia do inwestowania. – Najczęściej źródłem wiedzy o instrumentach inwestycyjnych są rodzina i znajomi (25%) oraz własne doświadczenia (23%). W tym obszarze instytucje infrastrukturalne mają dużo do zrobienia – mówi Agnieszka Rostkowska. Inwestorzy szukają jednak wiarygodnych źródeł wiedzy. Dla przykładu, w Citi Handlowy regularnie są organizowane są webinaria, które cieszą się dużym zainteresowaniem klientów. Rynek zrobił również krok milowy w edukacji dzieci i młodzieży, choć jej wyniki będziemy mogli obserwować za kilka lat. Moim zdecydowanym liderem jest Fundacja „Trampki na giełdzie”, w której jestem mentorem, dodaje Agnieszka Rostkowska.

Potrzebujemy wiedzy, w co inwestować

Polacy nadal najczęściej wskazują chęć inwestowania w nieruchomości. W badaniach przynajmniej częściowo potwierdza to 89% badanych, w tym 61% jednoznacznie określa, że warto w ten sposób inwestować.

Ale inwestycje w waluty i na rynku kapitałowym plasują się już na drugim miejscu. W obu przypadkach za inwestycjami w waluty i za inwestycjami w instrumenty finansowe opowiada się jednoznacznie odpowiednio 32% i 30% badanych, a około 73-74% badanych uważa, że są to inwestycje przynajmniej częściowo sensowne.

– Znajomość poszczególnych instrumentów finansowych wśród Polaków jest zróżnicowana. Największą świadomością cieszą się proste instrumenty finansowe, takie jak akcje i obligacje – ich znajomość deklaruje około 80% badanych, co jest wynikiem niemal identycznym jak w 2024 roku. I tutaj znowu kluczowym elementem jest budowanie wiedzy o inwestowaniu i edukacja finansowa – komentuje Agnieszka Rostkowska.

Nieco mniej, ale wciąż znaczna grupa dorosłych Polaków, bo 75%, deklaruje, że wie, czym są kryptowaluty. Wynik ten utrzymuje się na tym samym poziomie co rok wcześniej, co nie dziwi, biorąc pod uwagę powszechne poruszanie tego tematu w mediach i mediach społecznościowych.

Wyraźnie rzadziej deklarowana jest wiedza dotycząca jednostek TFI oraz ETF, choć w obu przypadkach wzrosła o 6–7 punktów procentowych w porównaniu z 2024 rokiem. W przypadku jednostek TFI wiedzę deklaruje 34% Polaków, natomiast ETF jest jeszcze mniej znany, a jego znajomość wskazuje 23% badanych. Warto podkreślić, że ETF są relatywnie nowym instrumentem inwestycyjnym na warszawskiej giełdzie i w ciągu ostatnich 2–3 lat można zaobserwować wyraźny wzrost deklarowanej świadomości tych produktów, podczas gdy znajomość jednostek TFI utrzymuje się na podobnym poziomie.

Niezależnie od deklarowanej znajomości różnych instrumentów inwestycyjnych, Polacy konsekwentnie wskazują te same trzy opcje jako najbardziej opłacalne: nieruchomości, obligacje skarbowe i akcje, w tej właśnie kolejności. Wynik ten nie zmienił się w porównaniu z 2024 rokiem, a podobny układ utrzymuje się również po uwzględnieniu rozwiązań emerytalnych.

Raport wskazuje, że coraz większe znaczenie, oprócz opinii znajomych i rodziny, zyskują eksperci z instytucji finansowych, co wskazuje na rosnącą świadomość potrzeby rzetelnej informacji w podejmowaniu decyzji finansowych. Zaufanie do mediów pozostaje stabilne, ale do reklam spada, co może wskazywać na rosnącą krytyczność wobec treści komercyjnych.

Nasza rola – jako instytucji rynku kapitałowego, pozostaje zatem niezwykle istotna.

Pełen raport „Postawy Polaków wobec finansów 2025”:
https://think.org.pl/wp-content/uploads/2025/11/Raport_Postawy-Polakow-wobec-finansow_2025_v2.pdf

W ING uczymy świadomego inwestowania – to nasza misja edukacyjna

Bartosz Sańpruch, Senior Expert, BM ING Banku Śląskiego S.A.



W ING uczymy świadomego inwestowania – to nasza misja edukacyjna

Wierzmy, że dobra decyzja inwestycyjna zaczyna się od rzetelnej wiedzy. Dlatego od lat rozwijamy naszą działalność edukacyjną, której celem jest wspieranie osób chcących rozpocząć przygodę z inwestowaniem. Zdajemy sobie sprawę, że świat inwestycji może na początku wydawać się skomplikowany, dlatego tworzymy materiały, które krok po kroku pomagają lepiej zrozumieć jego zasady i mechanizmy.

Na naszej stronie oraz w bankowości internetowej udostępniamy materiały edukacyjne „Nauka inwestowania z ING”. Materiały są podzielone na 3 poziomy zaawansowania tak aby każdy bez względu na swoje doświadczenie i wiedzę inwestycyjną znalazł dopasowane do swojej aktualnej sytuacji treści. Kluczowym założeniem

było, by materiały były ułożone w logiczną ścieżkę: od ogółu do szczegółu, tak by klient mógł przejść naturalnie od początkującego poziomu do stanu, w którym potrafi samodzielnie ocenić ryzyko i podjąć własną decyzję inwestycyjną. Przygotowaliśmy treści wprowadzające, które tłumaczą podstawowe pojęcia giełdowe, instrumenty i mechanizmy rynkowe – to punkt startu dla tych, którzy dopiero stawiają pierwsze kroki w inwestowaniu. Z kolei dla osób bardziej zaawansowanych przygotowaliśmy materiały zawierające wprowadzenie do tematu analizy fundamentalnej czy technicznej.

W nagraniach, które opublikowaliśmy na kanale YouTube ING Banku Śląskiego, omówiliśmy podstawowe typy instrumentów jakie inwestorzy mogą nabyć przez rachunek maklerski, od obligacji Skarbu Państwa, po kontrakty terminowe.

Na stronie EdukacjaGieldowa.pl zleciliśmy przygotowanie treści, które w przystępny sposób tłumaczą, czym są akcje, obligacje, ETF-y czy fundusze inwestycyjne. Dostępne są na niej sekcje tematyczne, m.in. „Giełdowe ABC”, „Pierwsze kroki na giełdzie” czy „Psychologia inwestowania”. Wierzmy, że zrozumienie tych zagadnień to fundament budowania świadomego portfela inwestycyjnego, dlatego po zapoznaniu się z każdą sekcją daliśmy możliwość zrobienia krótkiego quizu, który pozwala zweryfikować nabytą wiedzę.

Nasze materiały przygotowujemy tak, aby każdy – niezależnie od doświadczenia – mógł znaleźć coś dla siebie. Nie pokazujemy „jak zarobić szybko”, lecz *jak inwestować mądrze*. Odbiorcy naszych materiałów uczą się rozpoznawać ryzyko, dywersyfikować portfel, analizować informacje i nie ulegać emocjom. To właśnie te umiejętności sprawiają, że inwestor może podejmować trafniejsze decyzje – oparte na faktach, a nie przecuciach.

Wiemy, że edukacja inwestycyjna to proces, a nie jednorazowe wydarzenie. Dlatego stale rozwijamy nasze treści i aktualizujemy je, reagując na zmiany na rynku. Uczestnicy mogą korzystać z artykułów czy filmów które pomagają im przekładać teorię na realne decyzje.

Nasze działania przynoszą wymierne efekty. Do tej pory w 2025 roku z naszymi materiałami edukacyjnymi zapoznało się już kilkadziesiąt tysięcy osób. Szczególnym zainteresowaniem cieszą się treści związane z działaniem ETF-ów, szeroko rozumianymi tematami dywersyfikacji i inwestowania dywidendowego.

Naszą ambicją jest nie tylko przekazywanie wiedzy, ale też budowanie zaufania i odpowiedzialności wobec inwestowania. Chcemy, aby każda osoba, która rozpoczyna naukę z nami, czuła, że inwestowanie może być dostępne, zrozumiałe i – co najważniejsze – świadome. Dzięki takiemu podejściu wspólnie tworzymy społeczność inwestorów, którzy nie działają pod wpływem emocji, lecz wiedzy. To właśnie ta świadomość jest dla nas największym sukcesem – bo oznacza, że nasza edukacja naprawdę działa.

26. KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO



Budzimy rynek kapitałowy!



Izba Domów Maklerskich

8 – 11 marca 2026

Bukowina Tatrzańska









BUKOWINA JEST KOBIETĄ



XII Mistrzostwa Polski Rynku Kapitałowego w Slalomie Gigancie i Snowboardzie

Mistrzostwa Polski
Rynku Kapitałowego
w slalomie gigancie



Moje hobby to łyżwiarstwo

Wywiad z **Małgorzatą Paszkiewicz**, Head of Operations, Biuro Maklerskie City Handlowy



Skąd takie hobby?

Jakie były początki, czy ktoś zainspirował? Dla kogo jest ta pasja?

Takie historie tworzą się przypadkiem, o ile nie ma rodzinnych tradycji. Tak było i ze mną. Łyżwiarstwo figurowe cieszyło moje oczy od wczesnego dzieciństwa, pasjonowały mnie umiejętności łyżwiarzy, ich lekkość i piękna prezencja.

Nie było zimy, żebym nie korzystała z sezonowych lodowisk. Jako dziesięcioletka spontanicznie zatańczyłam w konkursie na lodzie w parze z moim ciotecznym bratem. Był to występ bez żadnych szczególnych umiejętności, bez trenera, według naszej interpretacji muzyki. Zapewne potykaliśmy się wówczas o własne nogi, ale to była świetna przygoda dla nas obojga. Zajęliśmy 1. miejsce.

Czas upływał, nie trenowałam, byłam zajęta szkołą, studiami, pracą, rodziną, macierzyństwem. Impuls nadszedł z niespodziewanej strony. To córka przyszła do mnie i powiedziała, że chce jeździć figurowo na łyżwach! Miód na moje serce, spełnienie niespełnionego – zatem klub, treningi, dojazdy, trybuny. I w końcu myśl, jak przełamać tą rutynę? Ja też zapisuję się na zajęcia klubowe!

Jaką rolę pełni ten sport w pani życiu zawodowym i prywatnym?

Jak Pani łączy pasję z pracą i życiem prywatnym?

Łączenie mojej pasji z życiem prywatnym i zawodowym nie jest łatwe. Treningi bardzo często wypadają w moich standardowych godzinach pracy w ciągu tygodnia. Pozostają treningi weekendowe, które, szczególnie w sezonie zimowym, kuszą wiele osób. Jest wielu chętnych do ćwiczeń pod okiem profesjonalnej kadry trenerskiej. Ale pasja ma duszę, jest silniejsza i przełamuje bariery – niejednokrotnie wynajmowaliśmy taflę na Warszawskim Torwarze w godzinach nocnych lub wczesnym rankiem. Niejednokrotnie

wynajmowaliśmy taflę np. w Toruniu, Zgierzu czy Tomaszowie Mazowieckim i wyjeżdżaliśmy trenować tam. W Polsce infrastruktura treningowa jest n bardzo uboga, zatem takie wyprawy są często kosztem prywatnego czasu, ale szczęśliwie córka jest zawodowo związana z łyżwiarstwem figurowym, co pozwala nam spędzać wspólne chwile na lodzie.

Czy nie kuśilo zostać profesjonalnym sportowcem?

Na to było już za późno, ale jestem blisko związana z Polskim Związkiem Łyżwiarstwa Figurowego, pełnię w nim rolę Zastępcy Przewodniczącego Komisji Dyscyplinarnej, czyli jednego z organów statutowych związku.

Tli się we mnie myśl o uzyskaniu uprawnień sędziowskich, nie ukrywam, że liczę na znalezienie czasu na właściwe szkolenia i uzyskanie certyfikatu w tym zakresie.

Czy sport pomaga w życiu zawodowym?

Sport daje wiele – to nie tylko endorfiny, ale też świetna baza do obserwacji różnych zachowań, zarówno własnych, jak i innych zawodników czy trenerów. Dla menedżera świetne studium różnych przypadków i czerpania z rozwiązań treningowych.

To przełamywanie barier i stawianie poprzeczki coraz wyżej. Sport sprawia, że człowiek, mimo świadomości ograniczeń, nie ma poczucia, że gdzieś jest koniec możliwości.

Jak wygląda ten sport w Polsce – realia sportowców profesjonalnych? Jakie są warunki trenowania, sponsoringu w tym sporcie etc.

To trudny temat. Często narzekamy, że nie ma dobrych łyżwiarzy w Polsce – to nie jest prawda. Mamy ogromną rzeszę młodych, bardzo uzdolnionych ludzi, którzy poświęcają długie godziny na treningi, bo łyżwiarstwo figurowe to nie tylko zajęcia na lodzie, to również trening siłowy, niejednokrotnie zajęcia taneczne, w tym baletowe oraz treningi off-ice elementów łyżwiarskich. Obecnie dla łyżwiarzy najtrudniejszą kwestią jest brak pełnowymiarowych całorocznych lodowisk. Warto sprawdzić dane choćby porównując infrastrukturę w Czechach i w Polsce. Z tego powodu w Polsce niezbyt często organizowane są zawody wysokiej rangi, choć mamy coroczny Warsaw Cup – zawody z kategorii Challenger, w której zawodnicy zdobywają punkty do Mistrzostw Europy lub Świata, a kibice mają okazję obejrzeć na żywo zawodników światowej klasy. łyżwiarstwo potrzebuje wsparcia sponsorów. To drogi i wymagający sport – a talenty nie zawsze stać na finansowanie wybranej drogi.

Kogo wskazujesz do kolejnego wywiadu?

Agnieszka Rostkowska – pasjonatka jogi. To bardzo ciekawe hobby. A może nie hobby tylko styl życia?

