



## GOŚĆ WYDANIA str. 3



**STRATEGIA RYNKU KAPITAŁOWEGO BEZ GIEŁDY JEST NIEMOŻLIWA** – Wywiad z Markiem Dietlem, Prezesem Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

**Marek Dietl**  
Prezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

## TEMAT WYDANIA str. 5



**FINTECH – ZNACZENIE DLA RYNKU FINANSOWEGO**

**Krzysztof Jajuga**  
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, CFA Society Poland



**STRATEGIA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO 2019-2024**

**Jacek Kubas**  
Doradca Prezesa, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju



**MiFID II KONTRA PRAKTYKA – KTO WYGRYWA?**

**Wojciech Maryański**  
Prezes Zarządu, Opera Domu Maklerskiego



**NOWE OBOWIĄZKI ANTYKORUPCYJNE – PROJEKT USTAWY O JAWNOŚCI ŻYCIA PUBLICZNEGO**

**Piotr Jackowski**  
Senior Associate, DZP



**Anna Hlebicka-Józefowicz**  
Associate, DZP

## Z PERSPEKTYWY RYNKU str. 16

MIMO BRAKU RAJDU ŚW. MIKOŁAJA, MOCNY 2017 ROK  
CZTERY BRANŻE NA PLUSIE, BANKI ZDEKLASOWAŁY RYWALI  
LEKKI SPADEK KAPITALIZACJI WRAZ Z WIĘKSZĄ LICZBĄ  
NOTOWANYCH SPÓŁEK

ZWIĘKSZENIE AKTYWNOŚCI NA RYNKACH, JEDNAK POZIOMY  
OBROTÓW Z II KWARTAŁU NIE POBITE

OSTATNI KWARTAŁ ZESZŁEGO ROKU ZAKOŃCZONY ZYSKIEM,  
A NIE STRATĄ W PRZECIWIENSTWIE DO 2016 R., WZROST ZYSKÓW  
WIĘKSZY OD WZROSTU PRZYCHODÓW

## AKTUALNOŚCI str. 19

MiFID II

RAPORTOWANIE MiFIR

WYMÓG DLA DYSTRYBUTORA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH  
WYKAZU SPOŻYTKOWANIA ZACHĘT I ZASADY JEGO WERYFI-  
KACJI PRZEZ TFI

KODEKS BRANŻOWY RODO

ZMIANY W REGULAMINIE GPW – MiFID II

GRUPY ROBOCZE IDM

RYNEK FOREX

KONSULTACJE ESMa ROZWIĄZAŃ DLA RYNKU  
OTC DERYWATÓW

GRUPA ROBOCZA DS. OPŁAT GPW

PROPOZYCJA LEGISLACYJNA KOMISJI EUROPEJSKIEJ  
DOTYCZĄCA NADZORU I WYMOGÓW KAPITAŁOWYCH  
W ODNIESIENIU DO FIRM INWESTYCYJNYCH

ZASADA DOTYCZĄCA PROPORCJONALNOŚCI  
W REGULACJACH RYNKU KAPITAŁOWEGO

## WYDARZENIA str. 24

SEMINARIUM AML

SPOTKANIE ŚWIĄTECZNE

SPOTKANIE PRZEDSTAWICIELI BANKU ŚWIATOWEGO  
I MIĘDZYNARODOWEGO FUNDUSZU WALUTOWEGO  
Z IZBĄ DOMÓW MAKLESKICH

WARSZTATY GIDO

SPOTKANIA PRZEDSTAWICIELI IDM Z PREZESEM ZARZĄDU  
GPW – MARKIEM DIETLEM

ŚNIADANIE PODATKOWE – KLUCZOWE ZMIANY  
W PODATKACH DOCHODOWYCH OD 2018 R.

XVIII KONFERENCJA IZBY DOMÓW MAKLESKICH

## SZKOLENIA str. 26

PLATFORMA E-LEARNINGOWA – MiFID II

WARSZTAT – „MiFID II CO JESZCZE WZBUDZA NASZE WĄTPLI-  
WOŚCI I CO MUSIMY MIEĆ GOTOWE NA 3 STYCZNIA 2018 R.”



## KALENDARIUM WYDARZEŃ IZBY DOMÓW MAKLERSKICH

Grudzień 2017
→ 12 grudnia: spotkanie świąteczne Członków Izby i uczestników rynku kapitałowego; → 14 grudnia: warsztat- „MiFID II co jeszcze wzbudza nasze wątpliwości i co musimy mieć gotowe na 3 stycznia 2018 r.”
Styczeń 2018
→ 11 stycznia: Spotkanie przedstawicieli IDM z Prezesem Zarządu GPW – Markiem Dietlem; → 15 stycznia: Spotkanie przedstawicieli Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego z Izbą Domów Maklerskich.
Luty 2018
→ 8 lutego: Spotkanie przedstawicieli IDM z Prezesem Zarządu GPW – Markiem Dietlem; → 23 lutego: Śniadanie podatkowe – Kluczowe zmiany w podatkach dochodowych od 2018 r.
Marzec 2018
→ 9-11 marca: XVIII Konferencja Izby Domów Maklerskich.



**STRATEGIA RYNKU KAPITAŁOWEGO BEZ GIEŁDY JEST NIEMOŻLIWA**  
– Wywiad z Markiem Dietlem, Prezesem Zarządu Giełdy Papierów  
Wartościowych w Warszawie S.A.



**Marek Dietl**  
Prezes Zarządu, Giełda Papierów  
Wartościowych w Warszawie S.A.

Wywiad przeprowadził  
**Przemysław Tychmanowicz**  
dziennikarz finansowy

**W ostatnim czasie znów głośno zrobiło się o strategii rynku kapitałowego. Pana zdaniem jest ona potrzebna? Może lepiej rozwiązywać problemy krok po kroku, a nie tworzyć dokument, który może okazać się sztuką dla sztuki?**

Strategia dla rynku kapitałowego jest potrzebna i powinna powstać jak najszybciej. To ma być bardzo ważny dokument, pewna mapa drogowa dla uczestników rynku, w tym zwłaszcza Giełdy, która pozwoli nam dotrzeć do celu. To kwestia zidentyfikowania barier, nakreślenia rekomendacji rozwoju rynku itp. Te działania zebrane, w jedynym dokumencie i wprowadzone w życie, będą nowym otwarciem dla uczestników rynku i przyczynią się do jego ożywienia. To z kolei zaprocentuje w gospodarce, np. wzrostem inwestycji, poprawą koniunktury, bogaceniem się społeczeństwa. Będziemy brać aktywny udział w tworzeniu strategii rynku. Wierzę, że będzie to ważne i przełomowe wydarzenie. Czekamy na to z niecierpliwością.

**Zapytam teraz inaczej...wierzy Pan, że strategia rynku kapitałowego powstanie?**

Jestem o tym przekonany. Prace nad nią trwają, a GPW wspiera projekt. Zarząd Giełdy aktualizuje też obecną strategię GPW. Oba dokumenty powinny ujrzeć światło dzienne w tym roku.

**Jakie elementy powinna zawierać strategia rynku? To też jest pytanie dotyczące tego, jakie największe problemy, Pan jako prezes GPW, identyfikuje obecnie na rynku kapitałowym i jak można z nimi walczyć?**

Strategia powinna zawierać co najmniej trzy podstawowe elementy: system zachęt dla firm do pojawienia się na rynku publicznym, rozwój platform obrotu instrumentami opartymi o ceny towarów na TGE oraz program rozwoju rynku kapitałowego instrumentów dłużnych. Rynek Catalyst ma ogromny niewykorzystany potencjał. Przykładowo w aktywnym tradingu jest tylko ok. 4 proc. obligacji wyemitowanych w Polsce. To pokazuje, że ten rynek może teoretycznie urosnąć nawet kilkanaście razy. A są ku temu sprzyjające okoliczności. Widzimy jednak potrzebę komplementarnego współdziałania różnych instytucji rynku kapitałowego.

**Tymczasem właściwie ze wszystkich stron słychać, że jedną ze słabości polskiego rynku są regulacje. Zgadza się Pan z tą opinią? Was też one uwierają?**

Na zmianę regulacji potrzeba czasu i zaangażowania wielu podmiotów. Póki co staram się zmieniać to, na co mam bezpośredni wpływ. Stawiam na rozwój biznesu w ramach istniejących przepisów.

**Oczywiście skoro mówimy o strategii rynku kapitałowego to musimy też zapytać o rolę jaką ma w niej odegrać GPW. Jak Pan ją definiuje? A może GPW to przede wszystkim spółka, która ma dostarczać wartości swoim akcjonariuszom?**

Giełda w ogóle ma szczególny charakter. Nasza rola jest dwójaka, bo z jednej strony jesteśmy platformą obrotu, a z drugiej spółką publiczną, która chce się rozwijać i generować oraz dzielić się zyskami z akcjonariuszami. Te dwie role się uzupełniają i wpisują także w rynek kapitałowy, gdzie wyznaczamy kierunki, trendy i którego jesteśmy centrum. Taką rolę widzę też dla nas w tworzeniu strategii dla rynku kapitałowego. Aktywną i wiodącą. Czy można sobie wyobrazić strategię rynku bez Giełdy? Moim zdaniem nie. Pamiętajmy jednak, że nie jesteśmy na rynku sami. Banki, domy maklerskie, TFI, fundusze venture capital i wielu innych uczestników każdego dnia wnosi swój wkład w rozwój rynku i pracuje na jego sukces. Każda z tych instytucji musi sobie też zdawać sprawę ze swojej roli i w razie potrzeby, dla dobra całego rynku, umieć zrezygnować z krótkoterminowych zysków, wiedząc że przełoży się to na zyski długookresowe. Te instytucje też odegrają rolę w tworzeniu strategii rynku i we wdrażaniu jej w życie.

**Nie da się ukryć, że GPW jest niezwykle ważnym elementem infrastruktury rynku. Jak w związku z tym podchodzicie do innych podmiotów takich jak chociażby domy maklerskie? Czy traktujecie ich przede wszystkim jako klientów?**

Rynek kapitałowy to przede wszystkim miejsce spotkań pomysłów biznesowych i inwestorów. Giełda i domy maklerskie muszą stworzyć dla nich jak najlepsze warunki, wtedy wszyscy osiągną sukces. Traktujemy siebie nawzajem jak strategicznych

partnerów. Staramy się często spotykać i wsłuchiwać w swoje argumenty. Ma to służyć rozwojowi rynku i jego doskonaleniu.

**Prezesem GPW jest Pan stosunkowo niedługo. Co w tym czasie udało się już zrobić i jakie plany ma Pan na najbliższe miesiące?**

Zastałem Giełdę w bardzo dobrej kondycji operacyjnej i finansowej. Faktem jest, że sprzyjała nam koniunktura w gospodarce. W ostatnim czasie sporo się udało, ale szczegóły podamy przy prezentacji kwartalnych wyników finansowych grupy GPW. Bardziej skupiam się na przyszłości, ponieważ chciałbym widzieć Giełdę jeszcze silniejszą na arenie międzynarodowej, której przychody będą generowane nie tylko dzięki dotychczasowym liniom biznesowym, ale także nowym, opartym np. na nowoczesnej technologii. Przy okazji aktualizacji obecnej strategii GPW na radar bierzemy obszary, które finalnie mogłyby się przekuć w realne biznesy.

**Każdy prezes GPW musiał się zmierzyć z tematem cennika giełdowego. Ma pan już jakieś przemyslenia na ten temat, jakieś propozycje? Pytając już wprost...czy jest szansa na obniżkę opłat transakcyjnych na GPW?**

Z punktu widzenia klientów – inwestorów – są cztery rodzaje kosztów: koszt usług maklerskich, koszt handlu, koszt spreadu oraz koszt „post-trade’u”. Chcielibyśmy skupić się na obniżce realnego kosztu dla inwestorów – spreadu. Dlatego wspomagamy animatorów rynku będących dostawcami płynności. Przykładem obniżek były brak opłat transakcyjnych dla animatorów na spółkach spoza WIG20 oraz zachęcanie animatorów do aktywności systemem rabatów (dla animatorów akcji z WIG20 funkcjonuje cennik maker/taker, gdzie za pasywną płynność - wstawianie zleceń do arkusza - animatorzy płacą ułamek swojej opłaty transakcyjnej). Promujemy tych, którzy pomagają nam zawężać spready na rynku. Oczywiście jeszcze dużo pracy przed nami, ale mam nadzieję, że razem z brokerami znajdziemy drogę, aby jeszcze bardziej wspomóc płynność na GPW.

**Od momentu objęcia przez Pana funkcji prezesa GPW mocny akcent położony został na kwestie nowych technologii. Jak dokładnie Giełda może je wykorzystać i czy w tym zakresie ruszyły już jakieś prace?**

Jesteśmy świadomi dynamicznie zmieniającego się otoczenia rynkowego, co skłania nas do intensyfikacji działań podnoszących naszą konkurencyjność. Stąd pomysł na rozwój z wykorzystaniem nowych technologii, bo to pod ich wpływem będzie się zmieniać rynek kapitałowy.

Nie mamy własnych głównych systemów IT dlatego analizujemy możliwości rozwoju w tym zakresie – rozbudowę własnych działów IT, sprzymierzenie się z firmą produkującą oprogramowanie, stworzenie czegoś na nasze zlecenie i pod naszym nadzorem lub np. pozyskanie innowacyjnych firm w konkursie. Własne technologie pozwoliłyby nam na łatwiejsze eksportowanie naszych usług i know how. A przecież GK GPW ma wiele produktów oraz rozwiązań, które w partnerstwie z innymi podmiotami mogłyby wdrażać na innych rynkach. Moglibyśmy np. zaoferować zagranicznym giełdom czy instytucjom nasze platformy i know how w zakresie obrotu zielonymi certyfikatami.

**Mam wrażenie, że stosunkowo rzadko pojawia się natomiast temat rynku akcji czy też kontraktów terminowych. Teraz mocniejszy nacisk będziecie kładli np. na rozwój rynku długu? A może są jakieś inicjatywy, które mają budować płynność na rynku akcji i pochodnych?**

Rynek długu to nasz najmłodszy rynek, który bardzo dynamicznie się rozwija. Na rynku kasowym wspieramy emitentów ETF-ów i mam nadzieję, że pierwsze ETF-y emitowane przez krajowe podmioty pojawią się jeszcze w tym roku. Prace są zaawansowane. Wspieramy również kwestie związane z pożyczkami papierów wartościowych i mamy nadzieję, że wkrótce na rynku będzie dostępna większa pula akcji. Na innych rynkach funkcjonuje krótka sprzedaż, która umożliwiła funduszom emerytalnym pożyczanie papierów. Nie zapominajmy o tym w kontekście nadchodzącej reformy emerytalnej, bowiem korzyści uzyskane przez podmioty z tytułu pożyczek, to zwiększenie stopy zwrotu dla przyszłych emerytów.

Kolejni emitenci produktów strukturyzowanych wchodzi na GPW. W zeszłym roku BNP Paribas postanowił notować produkty przez siebie emitowane. W tym roku liczymy na kolejnego, być może pierwszego krajowego emitenta. Dzięki ETF inwestorzy mają dostęp do walut, surowców oraz światowych indeksów. Rok 2017 był kolejnym rekordowym pod względem obrotów na tych instrumentach.

Planujemy wiele inicjatyw skierowanych do potencjalnych emitentów akcji, aby dostarczać na rynek nowe cele inwestycyjne. Wspólnie z FTSE Russell będziemy promować Polskę jako rynek rozwinięty.

**A co z pochodnymi?**

Jeśli chodzi o derywaty, to mamy nowe cenniki dla dostawców płynności i będziemy obserwować czy przynoszą korzyści inwestorom. Prowadzimy rozmowy z podmiotami zagranicznymi, które zainteresowane są handlem na naszym rynku derywatów. Wciąż 50 proc. wolumenów na nim generują inwestorzy indywidualni. Chcemy, aby inwestorzy zagraniczni byli bardziej obecni w tym segmencie. Tu widzimy dużą rolę naszych brokerów, aby wspólnie skoncentrować się na pozyskiwaniu podmiotów.

Przyglądamy się naszej ofercie i być może zdecydujemy się na kilka zmian w charakterystyce niektórych produktów. Widzimy potrzebę większego otwarcia się na inwestorów indywidualnych, zaproponowania produktu z małą barierą wejścia (małym depozytem zabezpieczającym). Chcemy także bardziej otwierać się na współpracę z bankami w zakresie instrumentów handlowanych na rynku międzybankowym. Nowe otoczenie regulacyjne sprawia, że GPW staje się dobrą alternatywą dla rynku OTC.

**Chciałbym, aby na koniec spojrzął Pan w szklaną kulę. Jak Pan widzi GPW i polski rynek kapitałowy za 10 lat?**

Zacznę od GPW, chciałbym aby średnia EBITDA za lata 2015-25 była dwa razy wyższa niż w latach 2005-15. Obrót instrumentami finansowymi będzie wyglądał inaczej. Będzie bardzo prosty. Platformy (podobne do giełd) będą szeroko wykorzystywane w różnych obszarach.

## FINTECH – ZNACZENIE DLA RYNKU FINANSOWEGO



Krzysztof Jajuga

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
CFA Society Poland

## 1. Fintech – co to właściwie jest?

Nie ulega najmniejszej wątpliwości, że termin „Fintech” (czasem pisany jako „FinTech”) zrobił wielką „karierę” w ostatnich latach. Można się o tym przekonać analizując Google Trends, gdzie w znormalizowanej skali od 1 do 100 wskazane jest zainteresowanie danym terminem w wyszukiwarce. Termin „fintech” do stycznia 2015 nie osiągnął nawet wartości 10. W ostatnich trzech latach nastąpił dynamiczny wzrost tej wartości do poziomu 100 (maksymalna wartość w ostatnich dwóch miesiącach 2017 roku).

Oprócz samego terminu „fintech”, używanych jest wiele innych terminów, które mniej lub bardziej poprawnie kojarzone są z terminem „fintech”, na przykład: „Insurtech”, „Regtech”, „uczenie maszynowe” (machine learning), „sztuczna inteligencja” (artificial intelligence), „roboadvisor”, „Big Data”, „cloudcomputing”, „blockchain”, „crowdfunding”, „peer to peer finance”, „kryptowaluta”. Terminów jest oczywiście więcej.

Warto zatem zastanowić się, co właściwie oznacza termin „fintech”.

Moim zdaniem, można wyróżnić co najmniej dwa rozumienia tego pojęcia. Pierwsze rozumienie jest węższe i oznacza „nowy segment sektora finansowego, który stosuje technologię do doskonalenia procesów finansowych”. Fintech oznacza tu po prostu podmiot, z reguły niewywodzący się z sektora finansowego, ale oferujący aplikacje technologiczne w finansach.

Takie rozumienie może jednak powodować, że do fintechów zaliczane będą podmioty, które same siebie określają jako fintechy, korzystając z obiegowej popularności tego słowa („buzzword”), a które to podmioty wcale nie oferują innowacyjnych (na dany moment) rozwiązań, a co najwyżej mogą próbować powielać rozwiązania proponowane przez innowatorów.

Takie zjawiska już obserwowaliśmy w przeszłości, choćby na przełomie XX i XXI wieku, przy gwałtownym wzroście segmentu tzw. dotcomów, z których tylko część to były innowacyjne spółki, a duża pozostała część, to zwykle nieinnowacyjne przedsiębiorstwa, które pod hasłem „nowej gospodarki” chciały odnieść łatwe korzyści.

Wydaje się zatem sensowne, aby jako „fintech” rozumieć „innowacyjne rozwiązania technologiczne, które doskonalą procesy finansowe”. W tym zatem sensie kluczowe znaczenie ma innowacyjność, a nie to, kto proponuje konkretne rozwiązanie. Może to być przecież tradycyjny podmiot sektora finansowego, stosujący konkretne innowacyjne rozwiązanie. W tym zatem sensie fintechem była bankowość internetowa, wtedy, gdy się pojawiła i zaczęła być stosowana (1998 – pierwsze w Polsce konto z dostępem online, 2000 – pierwszy w Polsce wirtualny bank), chociaż samo słowo „fintech” nie było wtedy stosowane.

## 2. Systematyzacja fintechów – obszary

Próba klasyfikacji rozwiązań fintechowych jest trudna, z uwagi na ciągły rozwój w tym zakresie. Moim zdaniem, są dwa użyteczne kryteria, według których można klasyfikować fintechy.

Pierwsze kryterium to obszar zastosowań. Tutaj wyróżnić trzeba co najmniej 8 obszarów. Wymienione są one poniżej, a przy każdym z nich podane są najważniejsze przemiany, które wystąpiły w danym obszarze z powodu zmian technologicznych. Przedstawiona systematyzacja jest to rozszerzenie propozycji zawartej w raporcie „Beyond Fintech: A Pragmatic Assessment Of Disruptive Potential In Financial Services” przygotowanym kilka miesięcy temu na potrzeby Światowego Forum Ekonomicznego.

### 1. Systemy płatności:

- migracja płatności do kanałów online i mobilnych;
- ciągła presja na osiąganie zysku w warunkach rosnącej konkurencji i zmian regulacyjnych;
- zwiększanie się różnic regionalnych wynikających z zachowania konsumentów oraz kwestii regulacyjnych.

### 2. Cyfrowa bankowość:

- zwiększająca się konkurencja nowych kanałów dystrybucji produktów bankowych w porównaniu z tradycyjnymi kanałami;
- kształtowanie oczekiwań klientów coraz bardziej poprzez działania podmiotów związanych z nowymi technologiami;
- migracja kluczowych systemów do chmury.

### 3. Ubezpieczenia (Insurtech):

- pojawianie się nowych podmiotów z uwagi na możliwość oferowania modułowych rozwiązań;
- rosnąca presja na ubezpieczycieli na życie z uwagi na konieczność oferowania nowych rozwiązań dla nowych pokoleń klientów;
- kluczowe znaczenie nowych produktów ubezpieczeniowych w odpowiedzi na nowe rodzaje ryzyka przy spadających zyskach z tradycyjnych produktów;
- rosnące znaczenie produktów „dopasowanych do stylu życia” klientów.

### 4. Pożyczki:

- nowe technologie powodujące wzrost pożyczek dla klientów mających utrudniony dostęp do sektora bankowego;
- rozwój platform niefinansowych umożliwiających dostęp do pożyczek;
- oczekiwania indywidualnych osób oraz małych przedsiębiorstw w zakresie dostarczanych bez zakłóceń pożyczek.

### 5. Zarządzanie inwestycjami:

- rosnąca rola robo-advising jako narzędzia wspomagającego indywidualnego inwestora;
- łatwiejsza skalowalność zarządzania inwestycjami, z uwagi na automatyzację (również eksternalizację) funkcji back-office (przede wszystkim) i middle-office;
- wzrost nisko kosztowych instrumentów inwestycyjnych zwiększający nacisk na konsolidację podmiotów.

### 6. Crowdfunding:

- szybki rozwój platform crowdfundingu, wynikający z rosnącego popytu ze strony zarówno inwestorów, jak i przedsiębiorców;
- znaczenie jakości regulacji jako głównego czynnika sukcesu crowdfundingu.

### 7. Infrastruktura rynku finansowego:

- ciągła elektronizacja tradycyjnych produktów oferowanych na rynkach OTC, powodująca efekt skali;
- utrudnienia w działaniach elektronicznych platform co do skalowalności rozwiązań, wynikające z niepewności i niejednorodności regulacyjnej;
- duża konkurencja oferentów w zakresie infrastruktury rynkowej.

### 8. Segment regulacji finansowych (Regtech):

- pojawienie się rozwiązań umożliwiających automatyczne przetwarzanie informacji na potrzeby raportowania dla nadzoru finansowego, co pozwala na uniknięcie tworzenia żmudnej dokumentacji papierowej;
- zwiększenie wydajnej komunikacji między nadzorem finansowym a instytucją finansową.

- innowacje typu „hard” (sprzętowe, hardware);
- innowacje typu „soft” (programowe, software).

Innowacje sprzętowe dotyczą przede wszystkim narzędzi informatycznych oraz narzędzi przesyłania informacji. Tutaj głównym kryterium rozwoju jest szybkość, co widać przede wszystkim w handlu algorytmicznym na różnych platformach (w tym giełdach), gdzie czas od momentu wysłania informacji do uczestnika rynku do momentu otrzymania zlecenia transakcji przez tego uczestnika sięga kilku mikrosekund. Konkurencja w zakresie narzędzi nazywana jest wręcz „wyścigiem zbrojeń”, co w krótkim okresie oznacza wzrost kosztów podmiotu chcącego stosować te innowacje.

Innowacje programowe dotyczą wszelkiego rodzaju narzędzi dostarczania i przetwarzania informacji. Właściwie można tu wyróżnić:

- algorytmy analizy dużych (ale nie tylko) zbiorów danych (Big Data), zaliczane do narzędzi uczenia maszynowego w ramach szerszego obszaru, jakim jest sztuczna inteligencja;
- narzędzia implementacji przetwarzania danych, oparte na wspólnym użytkowaniu usług informatycznych, jakim jest „cloud computing” (chmura obliczeniowa);
- koncepcja raportowania zjawisk finansowych w zdecentralizowanej bazie danych, jaką jest technologia łańcucha bloków (blockchain).

Uczenie maszynowe jest to dział sztucznej inteligencji, czyli nauki i inżynierii kreowania inteligentnych maszyn, zwłaszcza inteligentnych programów komputerowych. Zagadnienie uczenia maszynowego sprowadza się do stworzenia takiego algorytmu przetwarzania danych, który pozwala na możliwość adaptowania tego algorytmu w miarę pojawiania się nowych danych. Takie rozwiązania pozwalają na odkrycie wiedzy poprzez eksplorację danych. Mogą one być stosowane na przykład w robo-advisingu.

Technologia łańcucha bloków, znana od co najmniej 1991 roku, stała się obiektem zainteresowania w ostatnich dwóch latach. Stało się to za przyczyną wzrostu zainteresowania bitcoinem, a następnie innymi tzw. kryptowalutami (obecnie jest ich co najmniej kilka tysięcy). Utożsamianie technologii łańcucha bloków z tzw. kryptowalutami to oczywiście wielkie nieporozumienie. Jasne jest, że bitcoin i inne tego typu tzw. kryptowaluty należy zaliczyć do rozwiązań fintechowych. Jednak tzw. kryptowaluty to przykład szkodliwego rozwiązania, które rozumie bardzo mało osób, a którym się ekscytują miliony. Prowadzi to do kryzysu w danym sektorze rynku.

Dlatego też technologia łańcucha bloków powinna być rozpatrywana w całkowitym oddzieleniu od tzw. kryptowalut. Na pewno innowacyjne rozwiązanie polegające na wykorzystaniu rozproszonej bazy danych ma wiele możliwości zastosowania, na przykład do raportowania transakcji w sposób nieodwracalny i transparentny, co może oznaczać zmierzch tradycyjnych koncepcji rachunkowości.

## 3. Systematyzacja fintechów – narzędzia

Drugie kryterium, które należy wziąć pod uwagę, dokonując systematyzacji fintechów, to stosowane narzędzia. Jest to zadanie bardzo trudne, a wręcz niewykonalne, z uwagi na olbrzymią liczbę innowacji technologicznych, które znalazły bądź znajdą zastosowanie w działalności w szeroko rozumianym sektorze finansowym (zwłaszcza na rynku finansowym). Tutaj wyróżnimy dwa bardzo ogólne rodzaje innowacji technologicznych:

#### 4. Czynniki rozwoju fintechów

Warto zadać sobie pytanie o rozwój fintechów. Nie chodzi tu o to, które obszary zastosowań będą się rozwijać szybciej, które wolniej, a także czy pojawią się nowe obszary. Nie chodzi też o to, jakie innowacje będą miały największy wpływ na szeroko rozumianą aktywność sektora finansowego. Obrady ostatniego Światowego Forum Ekonomicznego w Davos pokazały, że wiele ważnych osób uważa, że innowacja, która może mieć bardzo duży wpływ na sektor finansowy, to technologia łańcucha bloków (blockchain). Wcale to nie jest jednak oczywiste.

Komisja Nadzoru Finansowego zainicjowała badania nad analizą barier rozwoju innowacji finansowych (fintechowych) w Polsce. Efektem tego jest powszechnie znany raport z listopada 2017 (Raport z prac Zespołu roboczego do spraw rozwoju innowacji finansowych), w którym dokonano identyfikacji barier w zakresie rozwoju fintechów w Polsce, opisano działania podjęte w celu ich usunięcia oraz przedstawiono rekomendacje dalszych działań.

W moim przekonaniu rozwój fintechów, czyli innowacyjnych rozwiązań technologicznych, które doskonalą procesy finansowe, zależęć będzie od trzech czynników. Są nimi:

- rozwój samych technologii;
- zmiany regulacyjne;
- zmiany w popycie, wynikające z przemian społecznych.

Pierwszy czynnik dotyczy technologii (sprzętowych i programowych), których ogólne rodzaje wymieniłem w poprzednim punkcie.

Drugi czynnik to zmiany regulacyjne. Można sobie łatwo wyobrazić wprowadzenie niektórych regulacji, które mogą zatrzymać rozwój fintechów w pewnych obszarach. Nie mówię tu oczywiście o takich regulacjach, które zahamują szkodliwe procesy finansowe, takie jak wzrost aktywności w obszarze tzw. „kryptowalut”, które z niewinnego środka płatniczego stały się szkodliwym wehikułem inwestycyjnym. Mówię raczej o regulacjach hamujących konkurencję w obszarze fintech.

Trzeci czynnik to popyt na określone rodzaje produktów i usług, co wynika z kolei z wielu czynników społeczno-kulturowych. Znane

jest biznesowe zalecenie: „nie możemy się zmieniać wolniej, niż zmieniają się nasi klienci”. Media społecznościowe, będące efektem zmian technologicznych spowodowały zmianę zachowania ludzi, co ma swoje konsekwencje w potrzebach biznesowych tych ludzi. Narodziny pokolenia „smartfonowego” spowodowały powstanie sektora mobilnych transakcji finansowych.

W niedalekiej przyszłości kolejne pokolenie może być zorientowane na inny rodzaj urządzenia, bardziej autonomicznego (czyli niewymagającego sterowania przez użytkownika), a jednocześnie dostosowanego do konkretnego klienta, w odniesieniu do którego będą musiały być przygotowane konkretne rozwiązania finansowe.

#### 5. Fintech – konsekwencje dla rynku finansowego

Nie ulega wątpliwości, że zmiany fintechowe (rozumiane jako technologie, a nie podmioty) przyniosą określone wyzwania dla rynku finansowego. Obecnie łatwo jest określić dwa główne rodzaje wyzwań:

- fintech stanowi konkurencję dla tych instytucji finansowych, które prowadzą działalność w sposób „tradycyjny”;
- fintech jest akceleratorem zmian w instytucjach finansowych, co oznacza konieczność inwestowania w fintech, a każda inwestycja przynosi przyszłe, ale niepewne (ryzyko) korzyści.

Pojawia się pytanie, jakie konsekwencje dla rynku finansowego, a przede wszystkim dla instytucji finansowych, przyniosą opisane powyżej przemiany. Moim zdaniem, najbardziej istotne zmiany to:

- automatyzacja procesów finansowych, co oznacza zniknięcie niektórych profesji (np. księgowy, kasjer itp.), a pojawienie się nowych, związanych przede wszystkim z zarządzaniem informacją, jak również z kreowaniem innowacyjnych rozwiązań;
- indywidualizacja rozwiązań dla poszczególnych klientów i różnorodność kanałów dystrybucji;
- rosnąca rola „peer to peer finance”, co jest relatywnie proste w warunkach rozwiązań fintechowych, a co oznacza zmniejszającą się rolę pośredników finansowych.

Oznacza to również konieczność edukacji w zakresie fintechów. Bez tego nie osiągniemy korzyści na rynku finansowym.



## STRATEGIA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO 2019-2024



**Jacek Kubas**  
Doradca Prezesa  
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju

Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR) razem z Ministerstwem Finansów zaangażowały się w prace nad budową Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego we współpracy z Komisją Europejską, w ramach europejskiego Programu Wspierania Reform Strukturalnych (SRSP Programme).

Polski rynek kapitałowy, największy w naszej części Europy, doszedł do krytycznego momentu rozwoju: liczba debiutów giełdowych utrzymuje się na niskim poziomie, przypadki wycofywania spółek z obrotu giełdowego zdarzają się nader często i znacząco zmniejszyła się aktywność inwestorów, szczególnie indywidualnych. Dzięki nowej strategii polski rynek kapitałowy ma szansę stać się motorem rozwoju innowacyjnej gospodarki.

Współpraca z takimi instytucjami, jak Komisja Europejska, Bank Odbudowy i Rozwoju oraz BTA Consulting to szansa na stworzenie pierwszej w Polsce kompleksowej strategii rynku kapitałowego przedstawiającej wizję rozwoju rynku na kolejne pięć lat

Strategia składać się będzie z trzech zasadniczych części: analizy problemów, jakie dotyczą polski rynek kapitałowy i funkcjonujące na nim podmioty, rekomendacji działań, niezbędnych do przezwyciężenia tych barier oraz strategii z długoterminowymi celami w zakresie zmian regulacyjnych i instytucjonalnych. Zakończenie prac nad przygotowaniem strategii planowane jest pod koniec tego roku. Przez kolejne miesiące prace skupią się na:

1	Analizę stanu rynku kapitałowego w Polsce oraz zidentyfikowanie <b>barier</b> (i możliwości) dla rozwoju rynku kapitałowego
2	Stworzenie rekomendacji dla <b>Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego</b> w Polsce na podstawie przeprowadzonej analizy oraz organizację warsztatu w celu zaprezentowania rekomendacji interesariuszom
3	Wsparcie dla Ministerstwa Finansów i innych zaangażowanych instytucji w rozwijaniu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego w Polsce

### Cel strategii

Cel jest taki, by polski rynek kapitałowy w przeciągu najbliższych kilku lat stał się jeszcze lepszym wsparciem dla rozwoju gospodarczego Polski. Kiedy mówimy o wzroście innowacyjności

gospodarki to warto pamiętać, że finansowanie najbardziej rozwojowych ale i najbardziej ryzykownych projektów odbywa się przede wszystkim na rynku kapitałowym. Szczegółowych celów jest kilka.

Główny motor rozwoju ekonomicznego i katalizator innowacji w gospodarce;
(Od)zyskanie statusu lidera w Europie Środkowowschodniej i Południowowschodniej;
Przyciąganie (zwiększanie atrakcyjności dla) wiodących polskich firm;
Rozwijanie usług transakcyjnych i post-transakcyjnych oferowanych przez GPW wśród innych regionalnych giełd;
Zwiększanie roli dłużnego rynku kapitałowego i finansowania dłużnego dla przedsiębiorstw;
Wzmocnienie roli konkurencyjnych pośredników finansowych w rozwoju polskiego rynku kapitałowego;
Rozwijanie usług transakcyjnych dla rynków profesjonalnych w obszarach obligacji, rynku pieniężnego, instrumentów pochodnych na stopy procentowe i instrumentów walutowych.

Jednym z ważniejszych celów Strategii będzie odpowiedzenie na pytanie jak zwiększyć innowacyjność polskiego rynku kapitałowego (w tym wykorzystując rozwiązania typu fintech), ale także, jak przystosować polski rynek do nowych technologii, np. blockchain.

### Prezentacja założeń na konferencji Izby Domów Maklerskich w Bukowinie Tatrzańskiej

Podczas tegorocznej konferencji Izby Domów Maklerskich w Bukowinie Tatrzańskiej, Ministerstwo Finansów przedstawi kluczowe parametry projektu i cele nowej Strategii rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

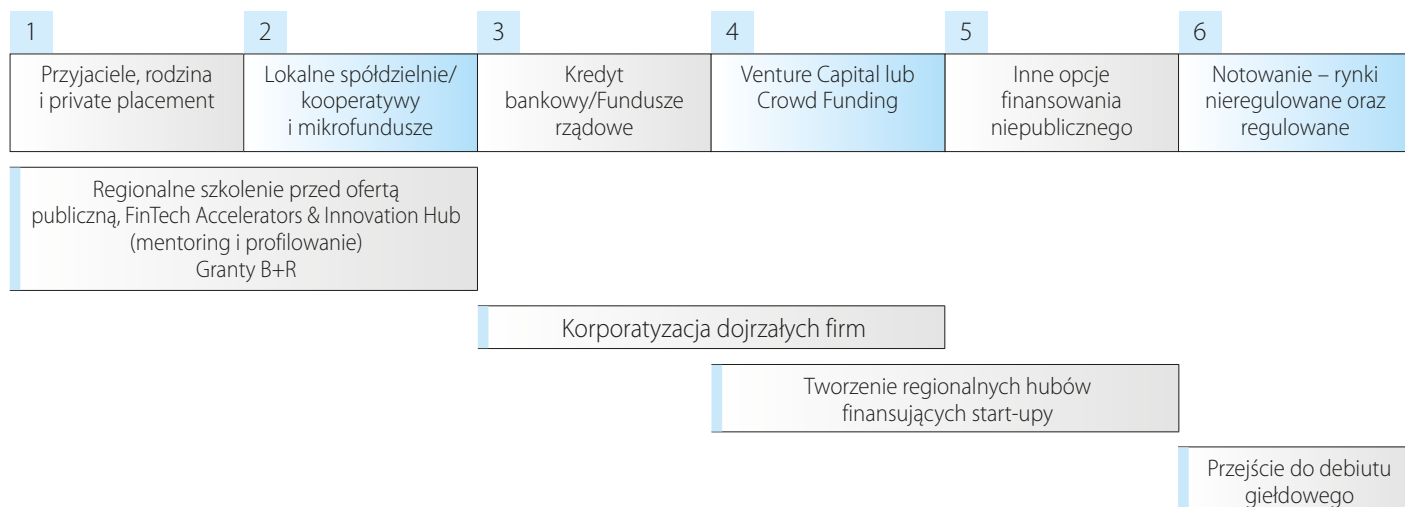
Przygotowany z inicjatywy Ministerstwa Finansów projekt Strategii rozwoju rynku kapitałowego w Polsce będzie miał przełomowe znaczenie dla budowania przewagi konkurencyjnej naszego kraju w Europie. Im silniejszy będzie polski rynek kapitałowy, tym skuteczniej będzie mógł służyć rozwojowi gospodarczemu i budowaniu zamożności obywateli. Silny rynek kapitałowy powinien być jednym z priorytetów polityki gospodarczej państwa, ponieważ ma wielkie znaczenie dla inwestycji w przedsięwzięcia innowacyjne i dla budowy gospodarki o charakterze nieperyferyjnym, z silnymi polskimi firmami, mającymi centra kompetencji i zarządzania w kraju.

### Rola rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw

Rynek kapitałowy to nieodłączny element finansowania wzrostu gospodarczego kraju, jedno z najważniejszych narzędzi unowocześniania gospodarki. Efektywnie funkcjonujący rynek jest źródłem pozyskiwania kapitału potrzebnego przedsiębiorstwom, szczególnie średnim i małym, do realizacji inwestycji oraz miejscem lokowania i pomnażania oszczędności obywateli. Rynek kapitałowy jest również jednym z podstawowych źródeł finansowania innowacyjnych, prorozwojowych przedsięwzięć. To właśnie takie projekty w największym stopniu zwiększają produktywność i konkurencyjność gospodarki tworząc wysokiej jakości miejsca pracy.



## Źródła finansowania:



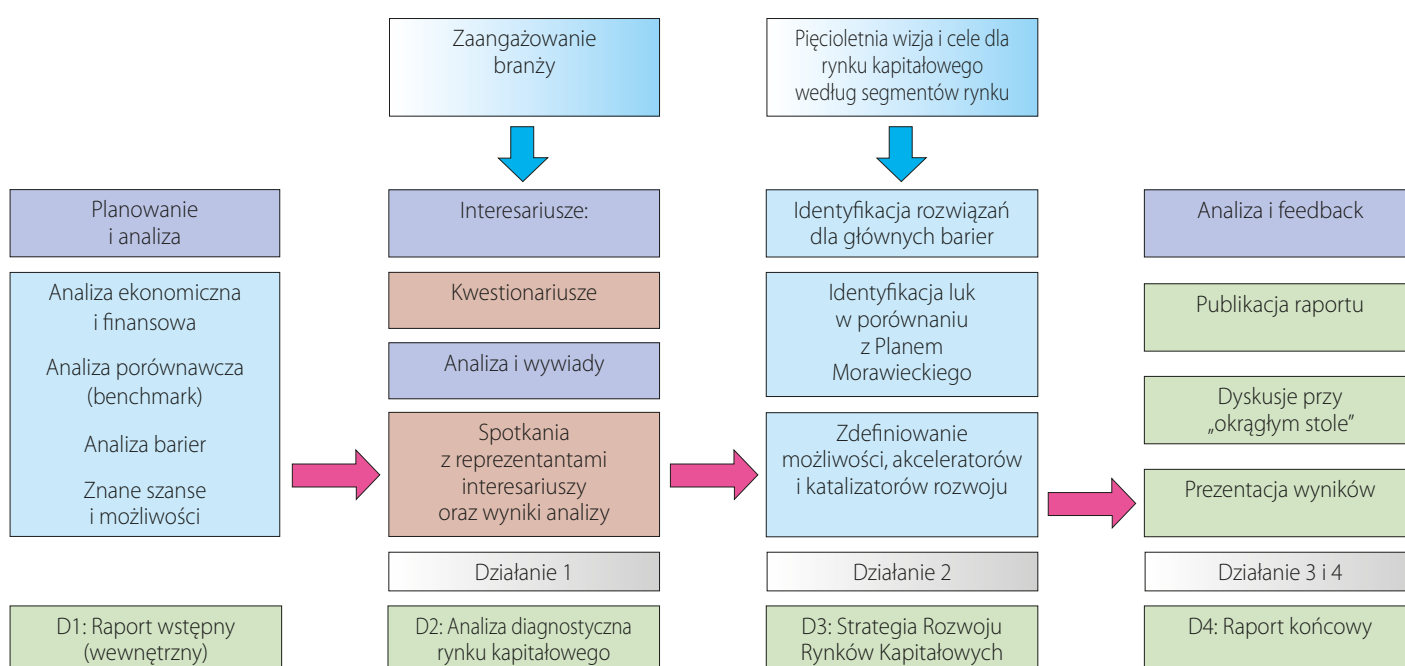
Obecnie głównym finansującym krajowy wzrost gospodarczy w Polsce pozostają banki, które z natury są bardziej ostrożne we wspieraniu innowacyjnych projektów niż inwestorzy giełdowi i finansują częściej przedsiębiorstwa będące w późniejszych fazach rozwoju. Strategia ma wpisywać się w Strategię Odpowiedzialnego Rozwoju. Odpowiedzialność w tym zakresie rozumiemy między innymi, jako konieczność dopilnowania, aby z owoców tej strategii korzystali inwestorzy indywidualni.

Droga do realizacji strategicznych celów państwa ogłoszonych przez Premiera Morawieckiego w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju wiedzie również przez rynek kapitałowy.

Wzmocnienie polskiego rynku kapitałowego można osiągnąć m.in. poprzez budowanie zaufania do niego, wprowadzenie adekwatnych regulacji, konkurencyjnych opłat transakcyjnych oraz uproszczenie procedur administracyjnych. Należy zwiększyć ochronę inwestora i przygotować zachęty podatkowe dla obywateli, które przekonają ich do długoterminowego oszczędzania.

## Metodologia pracy nad strategią

Prace nad strategią są kompleksowe, wymagają dużej konsultacji z rynkiem, dla którego jest tworzona, i by zawierała bariery i rekomendacje które rzeczywiście wpłyną na pozytywny rozwój rynku.



Ukończenie prac planowane jest na Grudzień 2018 roku, jednak jest duża nadzieja że zakończą się szybciej.

## MIFID II KONTRA PRAKTYKA – KTO WYGRYWA?



**Wojciech Maryański**  
Prezes Zarządu Opera Domu Maklerskiego

W dniu 3 stycznia 2018 roku weszliśmy w erę MiFID II. Ta data spędza sen z powiek setek, jeśli nie tysięcy pracowników firm inwestycyjnych, spółek infrastrukturalnych oraz regulatorów. Przygotowania w niektórych podmiotach trwały latami, a budżety opiewały na miliony złotych – w szczególności w firmach, które musiały wdrożyć MiFID w wersji akceptowanej przez ich grupy kapitałowe.

Jeśli chodzi o kwestię aktualizacji polskiego porządku prawnego, Polska znalazła się wśród 17 krajów unijnych, które nie adaptowały nowych przepisów europejskich do swoich porządków prawnych. Fakt ten rzecz jasna nie zatrzymał kalendarza, dzień „M2” nadszedł i od kilkunastu tygodni żyjemy w świecie MiFID II. I jak to zwykle bywa, rozpoczęcie wykonywania nowych przepisów ujawniło kilka obszarów, które okazują się problematyczne. W niniejszym artykule chciałbym opisać niektóre z nich z punktu widzenia praktyki rynkowej. Pragnę jednak, zgodnie z zasadami MiFID, ex ante oraz na trwałym nośniku uprzedzić, że jego długość będzie znaczna oraz że nie posiadam profili potencjalnych czytelników, w związku z czym nie jestem w stanie określić, czy tekst będzie dla Państwa odpowiedni.

### Stare kontra nowe

Zacznijmy od litery nowego prawa. Policzone, że wszystkie przepisy MiFID II zajmują ponad 30 000 stron. Sprawny czytelnik byłby zapewne w stanie przeczytać całość w jakieś 600 godzin (25 pełnych dób). To sporo – i każe się zastanowić, ile osób faktycznie przebrnęło przez ów ocean regulacji. Problemem nie jest jednak wyłącznie objętość, ale aktualna niespójność „starych” przepisów krajowych z nowymi przepisami unijnymi. Rozporządzenia weszły do polskiego porządku prawnego bez implementacji, zaś dyrektywy na nią czekają. W tej sytuacji Komisja Nadzoru Finansowego wydała wytyczne, jak radzić sobie z zaistniałym stanem prawnym. To był naprawdę ważny i oczekiwany przez rynek dokument, ale nie miał on niestety szans rozwiązać wszystkich komplikacji związanych ze wzmiankowanym brakiem implementacji. Otóż – skoro dyrektywa obowiązuje, a jedynie nie jest zaimplementowana do polskiego prawa, każdy klient ma prawo się na nią powołać i Komisja to prawo we wspomnianym stanowisku potwierdziła. To z kolei oznacza, że co do zasady już dziś firmy inwestycyjne powinny postępować w pełni zgodnie z regulacjami zawartymi w dyrektywach. Gdyby założyć, że polska implementacja będzie kopią przepisów europejskich, wówczas firmy inwestycyjne byłyby w komfortowej sytuacji. Dyrektywy były bowiem znane od lat, zatem był czas na dostosowanie. Lektura projektu nowelizacji Ustawy o obrocie instrumentami

finansowymi oraz powiązanych rozporządzeń prowadzi jednak do wniosku, że tak łatwo nie będzie. Znamienny dla mnie był ostatni, 41 punkt w opinii Ministerstwa Spraw Zagranicznych z dnia 25 września 2017, dotyczącej projektu. Cytuję: „W ocenie MSZ projektowane przepisy zawierają nadregulację.” Z praktycznego punktu widzenia jest to problem. Jeśli do 30 000 stron nowego prawa dorzucamy kolejne przepisy, całość staje się poważnym wyzwaniem dla firm inwestycyjnych, gdyż trudną materię czynimy trudniejszą.

Przykładem mogą być projektowane przepisy dotyczące zachęt. W projekcie zmiany ustawy o funduszach znalazły się dość nowatorskie zapisy, nakładające na dystrybutorów jednostek i tytułów uczestnictwa obowiązek przekazywania do towarzystw funduszy inwestycyjnych wykazu wszystkich czynności, mających na celu poprawienie jakości usługi świadczonej na rzecz uczestnika lub potencjalnego uczestnika. Dystrybutor ma to uczynić 7 dni po zakończeniu miesiąca kalendarzowego, a towarzystwo ma obowiązek zweryfikować otrzymane dane i na tej podstawie dokonać lub nie dokonywać płatności na rzecz dystrybutora. W moim przekonaniu, jest to implementacja art. 11 Dyrektywy delegowanej MiFID, który to artykuł reguluje właśnie kwestie przyjmowania i przekazywania zachęt. Tyle że we wspomnianym artykule próżno szukać terminu 7 dni. Cały mechanizm został zaprojektowany w ramach krajowych prac legislacyjnych i już dziś budzi u praktyków sporo emocji. O kwestiach księgowych wspomnę tylko na marginesie – spółki zazwyczaj zamykają rachunkowo dany miesiąc około 20 dnia miesiąca kolejnego, zatem rozliczenie po 7 dniach, które projektowany mechanizm przewiduje, jest po prostu utrudnione. Istotniejszym wyzwaniem jest natomiast ewidencja poniesionych przez dystrybutora kosztów w związku z poprawą jakości świadczonej usługi maklerskiej. Poziom granulacji „per klient” wydaje się być niemożliwy do zrealizowania, gdyż żadna firma nie prowadzi księgowości w taki sposób, by alokować koszty na każdego klienta z osobna. Ale jeśli próbować alokować... to jak? Proporcjonalnie do zgromadzonych aktywów? W takim przypadku, na klienta posiadającego jednostki warte 10 000 zł zostanie zaalokowana kwota 10x niższa niż na klienta, który posiada jednostki warte 100 000 zł. Jednocześnie dziesięciokrotna różnica alokowanych kosztów będzie nieuzasadniona, jeśli obu tym klientom w podobnym stopniu poprawiono jakość świadczonej usługi. Alternatywne podejście, zakładające uśrednienie kosztów, również ma swoje wady. Można obliczyć, ile kosztów średnio przypada na jednego klienta i alokować równy koszt na każdego uczestnika. Niestety może to doprowadzić do sytuacji, w której na klienta posiadającego jednostki warte 100 zł zostanie zaalokowany koszt 50 zł – wynikający z podzielenia kosztu poprawienia jakości świadczonej usługi przez liczbę uczestników danego funduszu.

Podobnych sytuacji jest sporo. Zaryzykuję tezę, że krajowe firmy inwestycyjne dostosowały się do przepisów MiFID II, ale z niepokojem oczekują na MiFID III – wynikający z polskiego wdrożenia przepisów unijnych.

### Zasada kontra wyjątek

Studiując rozwiązania wprowadzane przez niektóre przepisy MiFID II można czasem odnieść wrażenie, że są one oderwane

od podstawowego celu ekonomicznego przedsiębiorstw – czyli generowania zysków dla ich właścicieli. Jeśli z analizy biznesowej wynika, że dana działalność jest nierentowna, spółki takiej działalności zaprzestają. Takiej oceny dokonał jeden z emitentów strukturyzowanych instrumentów pochodnych, notowanych na GPW. Ponieważ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych uznał te struktury za „towarowe instrumenty pochodne”, a z nowych przepisów wynika obowiązek zgłaszania pozycji towarowych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu w systemie obrotu, ów emitent spojrzął na możliwości wyłączenia się spod tego obowiązku. I znalazł – zgłaszanie pozycji jest obowiązkowe, jeśli łączna liczba wyemitowanych papierów wartościowych przekracza 2,5 mln sztuk. Oczywiście kolejnym krokiem była analiza, których papierów jest więcej niż 2,5 mln, a następnie... Nie, nie raportowanie, a ich delisting.

W ten sposób z GPW zniknęły m.in. dość popularne certyfikaty typu open-end na ropę naftową. Nie wydaje się to być korzystną zmianą dla inwestorów, ale jest to zmiana zrozumiała z biznesowego punktu widzenia. Wdrożenie MiFID II wyglądało właśnie w taki sposób w wielu instytucjach. Jeśli w wyniku analizy okazywało się, że nieostre przepisy mogą prowadzić do błędnego wdrożenia, a błędne wdrożenie do ostrych z kolei kar finansowych – wówczas podmioty były skłonne do podejmowania decyzji o zaprzestaniu określonej działalności. I tak się w kilku przypadkach stało.

### Duży kontra mały

Nie mogę powiedzieć, żeby polscy inwestorzy ze zrozumieniem podeszli do narzucenia wymogu, aby zlecenia z wartością ujawnianą miały wartość przynajmniej 50 000 zł. Jest to regulacja, której zadaniem było – jak rozumiem – zapewnienie transparentności rynku. Tyle że efekt wydaje się być w odbiorze klientów zupełnie odwrotny. Oznacza to bowiem tylko tyle, że „duży może więcej”. A to z zasadą równości inwestorów nie ma zbyt wiele wspólnego.

Podobnie ma się sytuacja z krokami notowań. Zasada, którą wprowadził MiFID II, czyli uzależnienie kroku notowań od płynności danego papieru i jego ceny, wydaje się być sensowna. Jednakże klienci nie są zachwyceni zmianami. To, co było proste, stało się złożone. A jako spore nieporozumienie traktowany jest krok notowań dla spółek o małej płynności, który np. wynosi 1 zł dla akcji wartych 100 zł. To oznacza 1% spreadu, co na rynku kapitałowym stanowi wartość dość kosmiczną.

### Przychody kontra koszty

Aby zapewnić przejrzystość posttransakcyjną, nowe przepisy unijne wymagają raportowania transakcji pozagiełdowych instrumentami notowanymi w systemach obrotu. Informacje takie raportowane są do APA i przez te instytucje upubliczniane. Tyle że w Polsce nie ma ani jednej spółki, która posiadałaby status APA.

W efekcie firmy inwestycyjne musiały zwrócić się do firm zagranicznych. I tu nieco matematyki: koszt miesięczny usługi APA to rząd wielkości 3 – 4 tys. zł. Przy założeniu, że firma inwestycyjna generuje prowizję netto z transakcji OTC w wysokości 0,1%, musi wygenerować obrót rzędu 3 – 4 mln zł aby zarobić na koszty. Jednocześnie doskonale wiemy, że celem MiFID II jest między innymi również to, aby transakcje zawierane były głównie w systemach obrotu. Można więc pokusić się o tezę, że transakcji OTC będzie ubywać. Rodzi się zatem pytanie: czy jest ekonomiczny sens świadczyć tego typu usługę? Duże podmioty, mające wielu klientów, statystycznie pewnie będą w stanie wygenerować obrót na OTC zapewniający pokrycie kosztów usługi APA. Mniejsze – pewnie nie. Co w związku z tym zrobić? Można się domyślić.

### Dobry kontra lepszy

Zagadnienie określenia rynku docelowego jest szczególnie interesujące. Mianowicie emitenci, tacy jak Towarzystwa Funduszy



Inwestycyjnych, podmiotowo nie są objęci dyrektywą MiFID II. Z przepisów wynika, że powinni oni określić rynek docelowy swoich instrumentów finansowych. Ale nie muszą. Co się w związku z tym wydarzyło na rynku? Niektóre TFI nie określiły rynku docelowego w ogóle. Inne określiły go bardzo ogólnie – na zasadzie „produkt skierowany jest do klientów detalicznych”. I wreszcie pojawili się prymusi, którzy rynek określili szczegółowo. Paradoksalnie, to ta ostatnia sytuacja bywa problematyczna dla dystrybutorów. Dlaczego? Załóżmy, że TFI określiło klientów z grupy docelowej jako charakteryzujących się wysoką tolerancją na ryzyko. Załóżmy jednocześnie, że dystrybutor w ramach swojej ankiety odpowiednio pyta klientów tylko o ich wiedzę i doświadczenie. W takiej sytuacji ów dystrybutor nie jest w stanie odpowiedzieć na pytanie, czy dany klient mieści się w rynku docelowym – nie zapytał bowiem klienta o jego stosunek do ryzyka inwestycyjnego.

## Przepisy kontra przepisy

Jestem ogromnym zwolennikiem przepisów o przejrzystości przedtransakcyjnej. Te regulacje – gdyby obowiązywały przed kilkoma laty – uchroniłyby wielu klientów przed nabyciem polisoklat z rażąco wysokimi prowizjami za przedterminowe rozwiązanie umowy. Jednakże te same przepisy aplikowane do jednostek uczestnictwa, a tym bardziej do działalności inwestycyjnej na rynku regulowanym, stają się problematyczne.

Skoro bowiem dystrybutor ma określić wszystkie koszty związane z inwestycją, a koszty przyszłe rozsądnie oszacować to w jaki

sposób odpowiedzieć na pytanie, jak długo klient będzie trzymał dany produkt finansowy i jak będzie się kształtowała jego wycena w przyszłości? Weźmy na przykład fundusz akcji. Oszacowanie, ile będą warte jego jednostki za x lat, kiedy klient zdecyduje się je umorzyć (no właśnie, kiedy?), jest zadaniem z kategorii trudnych. Trudnych, ale koniecznych bo trzeba przecież określić przyszłą wartość portfela klienta aby oszacować np. wysokość opłaty za zarządzanie. W praktyce firmy inwestycyjne próbują robić to na kilka sposobów. W zakresie wartości przyszłej portfela klienta najczęściej budują modele oparte o benchmarki. Natomiast do szacowania czasu zaangażowania klienta w inwestycję wykorzystują dane statystyczne ze swoich baz danych lub przyjmują, że klient będzie trzymał dany instrument finansowy tak długo, jak rekomenduje to jego wytwórca. Trzecią drogą jest podanie wszystkich kosztów w ujęciu rocznym, chociaż ten wariant wydaje się nie być idealny, jeśli literalnie czytać przepisy dotyczące informowania o wszystkich kosztach przed transakcją.

Podsumowując, rynek kapitałowy uczy się nowej rzeczywistości. Jestem głęboko przekonany, że mamy dokładnie ten moment, w którym dobra i bliska współpraca ustawodawcy, regulatorów, podmiotów infrastrukturalnych oraz firm inwestycyjnych jest szczególnie potrzebna. Wierzę też, że wydarzenie takie jak XVIII Konferencja Izby Domów Maklerskich jest jednym z najlepszych przejawów oraz fundamentów tej współpracy. Życzę zarówno Państwu, jak i sobie, żebyśmy za rok spotkali się w tym samym gronie i mogli sobie wzajemnie powiedzieć: daliśmy radę.



## NOWE OBOWIĄZKI ANTYKORUPCYJNE – PROJEKT USTAWY O JAWNOŚCI ŻYCIA PUBLICZNEGO



**Piotr Jackowski**  
Senior Associate DZP



**Anna Hlebicka-Józefowicz**  
Associate DZP

W rządzie trwają prace nad projektem ustawy o jawności życia publicznego. Projekt ma połączyć w ramach jednego aktu normatywnego zawarte dotąd w trzech różnych ustawach regulacje dotyczące ograniczeń w prowadzeniu działalności gospodarczej przez osoby pełniące funkcje publiczne, lobbingu i dostępu do informacji publicznej. Przewiduje też kilka istotnych nowości, w tym obowiązek wprowadzenia wewnętrznych procedur antykorupcyjnych przez wszystkich średnich i dużych przedsiębiorców oraz prokuratorską ochronę sygnalistów. Projektowane zmiany obejmą sektor finansowy, w tym rynek usług maklerskich, a niewykonanie nowych obowiązków będzie się wiązało z wysokimi karami finansowymi i dużym ryzykiem reputacyjnym.

### Kogo dotyczą nowe obowiązki?

Projekt ustawy obliguje wszystkich co najmniej średnich przedsiębiorców do stosowania wewnętrznych procedur antykorupcyjnych. Żeby ustalić czy w danym przypadku mamy do czynienia z „co najmniej średnim przedsiębiorcą”, należy sięgnąć do przepisów ustawy o swobodzie działalności gospodarczej. Z analizy tych przepisów wynika, że średnim przedsiębiorcą jest każdy podmiot prowadzący działalność gospodarczą, który w co najmniej jednym z dwóch ostatnich lat obrotowych:

- zatrudniał średniorocznie co najmniej 50 pracowników lub
- osiągał roczny obrót netto ze sprzedaży towarów, wyrobów i usług oraz operacji finansowych albo sumę aktywów powyżej równowartości w złotych 10 mln euro.

Warunki te nie muszą być spełnione łącznie – dla zakwalifikowania danego podmiotu jako średniego przedsiębiorcy wystarczy spełnienie tylko jednego z nich. Projektowane obowiązki antykorupcyjne obejmą każdego średniego i dużego przedsiębiorcę, niezależnie od jego formy organizacyjnej oraz branży, w jakiej działa.

### Jakie nowe obowiązki wprowadza projekt ustawy?

Projektowana ustawa zobowiązuje przedsiębiorców do stosowania wewnętrznych procedur antykorupcyjnych w celu zapobiegania popełnianiu czynów korupcyjnych przez osoby działające na ich rzecz lub w ich imieniu. Osobami takimi będą z całą pewnością członkowie organów spółki, jej pracownicy i współpracownicy (tzw. samozatrudnieni), a także pełnomocnicy i kontra-

henci, w zakresie, w jakim zawarta z nimi umowa uprawnia ich do występowania w imieniu spółki lub do działania na jej rzecz.

Chodzi przy tym o precyzyjnie wymienione w projekcie czyny zabronione stypizowane w Kodeksie karnym, ustawie o sporcie i ustawie refundacyjnej: przekupstwo (art. 229 KK), płatną protekcję (art. 230 KK), korupcję menadżerską (art. 296a § 2-4 KK), pranie pieniędzy (art. 299 KK) i zakłócanie przetargu publicznego (art. 305 KK), korupcję sportową (art. 46 ust. 1-4 ustawy o sporcie) i płatną protekcję w sporcie (art. 48 ustawy o sporcie) oraz korupcję w obrocie refundowanymi lekami, produktami spożywczymi specjalnego przeznaczenia żywieniowego lub wyrobami medycznymi (art. 54 ust. 4 i 5 ustawy refundacyjnej).

Przez „stosowanie wewnętrznych procedur antykorupcyjnych” projektodawcy rozumieją „podejmowanie środków organizacyjnych, kadrowych i technicznych mających na celu przeciwdziałanie tworzeniu otoczenia sprzyjającego przypadkom popełniania wymienionych przestępstw”. Pojęcie „stosowania wewnętrznych procedur antykorupcyjnych” zostało też doprecyzowane przez przykładowe wyliczenie składających się na nie działań. Do działań tych projektodawca zalicza:

- niedopuszczanie do tworzenia mechanizmów służących finansowaniu kosztów, udzielania korzyści majątkowych i osobistych, w tym z wykorzystaniem majątku przedsiębiorstwa;
- zapoznawanie osób zatrudnianych przez przedsiębiorcę z zasadami odpowiedzialności karnej za przestępstwa korupcyjne,
- umieszczanie w umowach klauzul, stanowiących iż żadna część wynagrodzenia z tytułu wykonania umowy nie zostanie przeznaczona na pokrycie kosztów udzielania korzyści majątkowych i osobistych;
- opracowanie i wdrożenie kodeksu antykorupcyjnego przedsiębiorstwa, jako deklaracji odrzucającej korupcję, podpisany przez każdego pracownika, współpracownika i inny podmiot gospodarczy działający na rzecz przedsiębiorcy;
- określenie i wdrożenie wewnętrznej procedury i wytycznych dotyczących otrzymywanych prezentów i innych korzyści przez pracowników;
- niepodejmowanie decyzji w przedsiębiorstwie w oparciu o działania korupcyjne;
- opracowanie i wdrożenie procedur informowania właściwych organów przedsiębiorcy o propozycjach korupcyjnych;

– opracowanie i wdrożenie wewnętrznych procedur postępowania w sprawie zgłoszenia nieprawidłowości.

Wyliczenie to poprzedza zwrot „w szczególności”, co skłania do wniosku, że nawet wprowadzenie wszystkich wskazanych rozwiązań nie daje gwarancji, że tak powstały wewnętrzny system antykorupcyjny będzie spełniał standard ustawowy. Standard ten będzie oceniany z perspektywy faktycznego stosowania wdrożonych środków, ich skuteczności i realnego (nie-pozornego) charakteru.

### Jakie będą sankcje za uchybienie nowym obowiązkom?

Projekt ustawy przewiduje, że jeśli osobie działającej w imieniu lub na rzecz przedsiębiorcy w związku z realizacją zawartej z nim umowy zostanie postawiony zarzut popełnienia jednego z ww. przestępstw korupcyjnych, Szef Centralnego Biura Antykorupcyjnego będzie wszczynał kontrolę tego przedsiębiorcy. Co ważne, kontrola CBA będzie wszczynana i prowadzona niezależnie od dalszych losów postępowania w sprawie zarzucanego takiej osobie czynu – także wówczas, gdy zostanie ono umorzone z braku podstaw do wniesienia aktu oskarżenia. Przedmiotem kontroli CBA nie będą bowiem okoliczności popełnienia czynu przez osobę działającą w imieniu lub na rzecz przedsiębiorcy, ale to, czy przedsiębiorca wywiązał się z obowiązku stosowania wewnętrznych procedur antykorupcyjnych. Za brak opracowania procedur, ich niestosowanie, nieskuteczność lub pozorność będzie grozić kara pieniężna w wysokości od 10 tysięcy do 10 milionów złotych.

Jeśli kontrola wykaże, że przedsiębiorca nie opracował wewnętrznych procedur antykorupcyjnych lub że ich nie stosował, albo że stosowane przez niego procedury były pozorne lub nieskuteczne, Szef CBA będzie sporządzał wniosek o ukaranie, w którym określi wysokość kary. Wysokość tę będzie miarkował w oparciu o kryteria takie jak waga nieprawidłowości, sytuacja majątkowa przedsiębiorcy i wartość ewentualnej uzyskanej przez niego korzyści. Wniosek będzie następnie przesyłany przedsiębiorcy wraz z wezwaniem do dobrowolnego uiszczenia kary w ciągu 30 dni od dnia jego doręczenia. Jeśli przedsiębiorca nie uiszczy wnioskowanej kary w terminie, Szef CBA skieruje wniosek do Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, który będzie organem właściwym do nałożenia kary w drodze decyzji. Co ważne, zawarte we wniosku ustalenia z kontroli i wysokość wnioskowanej kary będą dla Prezesa UOKiK wiążące. Będzie on mógł jednak odstąpić od wymierzenia kary, jeśli naruszenie wewnętrznych procedur antykorupcyjnych było nieznaczne lub nie miało wpływu na popełnienie przez osobę, która działała w imieniu lub na rzecz przedsiębiorcy zarzucanych jej czynów. Od decyzji Prezesa UOKiK stronie oraz Szefowi CBA ma przysługiwać odwołanie do Sądu Okręgowego w Warszawie. Dodatkowo od chwili, gdy decyzja o nałożeniu kary stanie się prawomocna przez okres 5 lat ukarany przedsiębiorca nie będzie mógł ubiegać się o udzielenie zamówienia publicznego.

Od kary będzie się można uchylić nie tylko przez dobrowolne uiszczenie kwoty zaproponowanej we wniosku Szefa CBA. Najnowsza wersja projektu ustawy (wersja z dnia 8 stycznia 2018 r.) przewiduje,

że kary pieniężnej za brak, niestosowanie, pozorność lub nieskuteczność procedur nie nakłada się, jeśli postępowanie wobec osoby podejrzanej o popełnienie czynu korupcyjnego wszczęto na podstawie tzw. autodonosu, czyli wcześniejszego zawiadomienia złożonego przez przedsiębiorcę, na którego rzecz lub w którego imieniu działała.

### Co to oznacza w praktyce?

W praktyce obowiązek stosowania wewnętrznych procedur antykorupcyjnych oznacza nie tylko konieczność ich opracowania i wdrożenia, ale też zapewnienia ich faktycznego stosowania oraz okresowych przeglądów ich działania. Nowe rozwiązania powinny być adekwatne do zakresu i specyfiki działalności spółki, a także odpowiednio zakomunikowane wszystkim zatrudnionym. Jest to szczególnie istotne z punktu widzenia kryteriów „skuteczności” i „pozorności” procedur, branego pod uwagę w toku ewentualnej kontroli CBA. Konieczne będzie więc nie tylko opracowanie procedur wprost wyliczonych w projekcie ustawy, ale też wdrożenie regulacji, które zapewnią ich prawidłowe, realne funkcjonowanie. Oprócz opracowania Kodeksu antykorupcyjnego spółki, odpowiednich klauzul umownych, procedury oferowania i przyjmowania przez pracowników korzyści i prezentów, procedury raportowania o propozycjach korupcyjnych i postępowania w sprawie zgłoszenia nieprawidłowości wskazane jest także m.in.:

- wdrożenie systemu cyklicznych szkoleń pracowniczych dotyczących zasad odpowiedzialności karnej za przestępstwa korupcyjne oraz treści obowiązujących w spółce regulacji antykorupcyjnych,
- opracowanie procedury postępowania na wypadek kontroli Centralnego Biura Antykorupcyjnego i odpowiednie – praktyczne – przygotowanie pracowników na taką kontrolę,
- opracowanie kryteriów i procedury weryfikacji kontrahentów,
- ustalenie obowiązujących w spółce standardów komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej – w celu minimalizacji ryzyka wystąpienia zachowań uzasadniających podejrzenie korupcji,
- wdrożenie systemu whistleblowingowego i odpowiedniego kanału wewnętrznego informowania o nieprawidłowościach w funkcjonowaniu spółki,
- wprowadzenie systemu okresowych audytów sprawdzających skuteczność wdrożonych rozwiązań oraz opracowanie ich harmonogramu i zasad dokumentowania ich wyników.

### Nowy mechanizm ochrony sygnalistów

Problem sygnalizowania nieprawidłowości został w projekcie ujęty na dwa sposoby. Projektowane przepisy z jednej strony zobowiązują przedsiębiorców do stworzenia wewnętrznej ścieżki informowania o propozycjach korupcyjnych (której działanie i skuteczność będzie kontrolowana przez CBA), z drugiej – ustanawiają zupełnie nowy mechanizm prokuratorskiej ochrony sygnalistów.

Mechanizm ten przewiduje, że każdemu kto przekaze prokuratorowi wiarygodne informacje o podejrzeniu popełnienia przestępstwa korupcyjnego przez swojego pracodawcę, zleceniodawcę lub kontrahenta może zostać nadany status sygn-

listy. Status taki będzie nadawany przez prokuratora w drodze postanowienia, a skutkiem jego nadania będzie wzmocnienie ochrony trwałości stosunku prawnego łączącego sygnalistę z przedsiębiorcą, którego dotyczyły przekazane informacje. Istotą ochrony udzielanej sygnaliście będzie zakaz rozwiązania zawartej z nim umowy (np. umowy o pracę, umowy o współpracy) lub zmiany jej warunków na mniej korzystne bez uprzedniej zgody prokuratora przez okres roku od umorzenia postępowania w sprawie albo zakończenia postępowania karnego wszczętego przeciwko sprawcy przestępstwa prawomocnym orzeczeniem. Sygnaliście, z którym pomimo zakazu rozwiązano umowę lub zmieniono jej warunki na mniej korzystne ma przysługiwać od pracodawcy, zleceniodawcy lub kontrahenta odszkodowanie w wysokości dwukrotności rocznego wynagrodzenia (w przypadku umów o pracę) lub równowartości całkowitej kwoty płatności należnej sygnaliście z tytułu takiej umowy (w przypadku umów innych niż umowa o pracę).

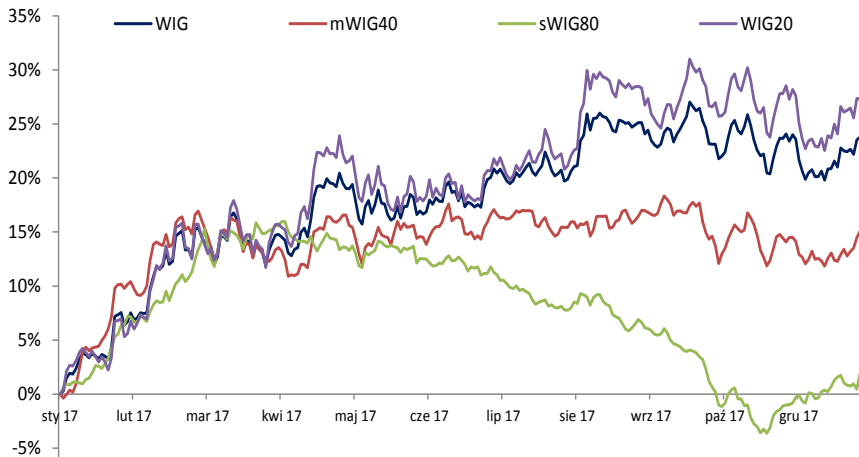
#### **Etap prac i przewidywana data wejścia w życie**

Projekt ustawy jest obecnie rozpatrywany przez Stały Komitet Rady Ministrów. Po jego przyjęciu przez Komitet zostanie skierowany do rozpatrzenia przez Radę Ministrów, po czym trafi do Sejmu RP. Jako datę wejścia w życie projekt wskazuje 1 marca 2018 r., jednak ze względu na tempo prac legislacyjnych oraz harmonogram planowanych posiedzeń Sejmu i Senatu RP utrzymanie tej daty w ostatecznej wersji ustawy wydaje się mało prawdopodobne. Niewykluczone, że termin ten zostanie przesunięty na kwiecień lub maj br. Zaczną wówczas obowiązywać wszystkie projektowane przepisy (w tym prokuratorowska ochrona sygnalistów), z wyjątkiem nowych obowiązków antykorupcyjnych przedsiębiorców. W tym zakresie przewidziano bowiem 6-miesięczny okres przejściowy. Obowiązkowe wewnętrzne regulacje antykorupcyjne trzeba więc będzie zapewne wprowadzić najpóźniej w ostatnim kwartale 2018 r.



## Z PERSPEKTYWY RYNKU

### MIMO BRAKU RAJDU ŚW. MIKOŁAJA, MOCNY 2017 ROK



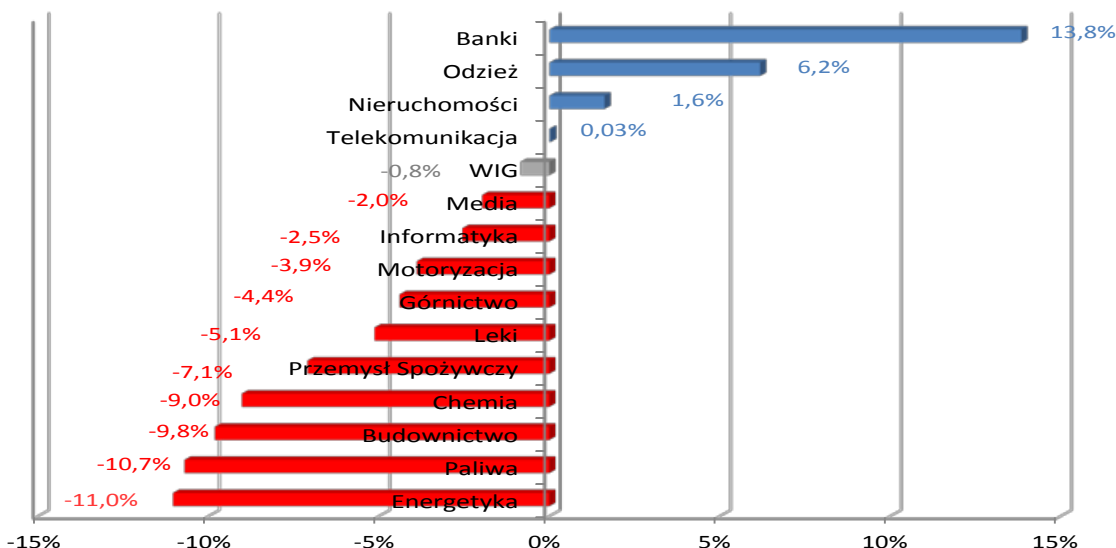
	4 kw. 2016	1 kw. 2017	2 kw. 2017	3 kw. 2017	4 kw. 2017	rdr
WIG	9,9%	11,9%	5,4%	5,4%	-0,8%	23,2%
WIG20	13,9%	11,7%	5,7%	6,7%	0,3%	26,4%
mWIG40	4,6%	12,5%	3,5%	1,6%	-2,8%	15,0%
sWIG80	-0,9%	14,9%	-1,9%	-5,9%	-3,5%	2,4%

Źródło: GPW, obliczenia własne

Miniony rok kontynuował długo oczekiwane ożywienie na warszawskim parkiecie. Jak rzadko wcześniej nie tylko większość indeksów wzrosła w dwucyfrowym tempie, ale dodatkowo jeszcze najlepszy wynik osiągnął WIG20 zwiększając swój poziom o ponad jedną czwartą i ani razu nie przybrał czerwonej barwy.

Mimo bardzo obiecującej koniunktury ostatni kwartał przyniósł inwestorom raczej rozczarowanie. Wszystkie indeksy zanotowały straty, a jedyny skromny wzrost WIG20 był na poziomie 0,3%. Podobnie z kondycją „Misiów”, mimo obiecującego pierwszego kwartału przez resztę roku przybrały kurs poniżej poziomu całego rynku.

### CZTERY BRANŻE NA PLUSIE, BANKI ZDEKLASOWAŁY RYWALI



Źródło: GPW, obliczenia własne

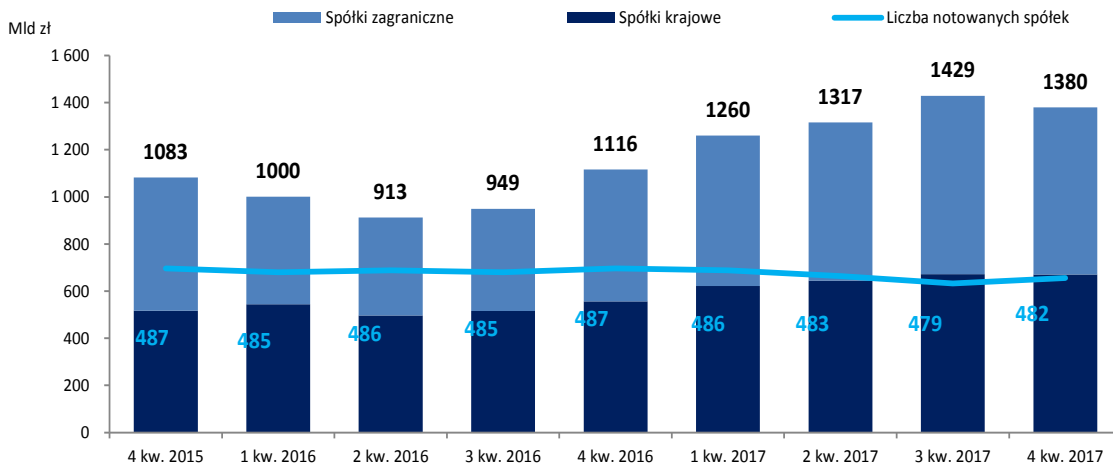
Ostatni kwartał 2017 r. jednoznacznie należał do sektora bankowego, który przyniósł akcjonariuszom średnio prawie 14-procentowy zwrot. Drugie miejsce należało do spółek z branży odzieżowej, których notowania zwiększyły się średnio o ponad 6%. Pozostałe indeksy kończące czwarty kwartał w zieleni to sektory nieruchomości i telekomunikacji.

Wszystkie pozostałe indeksy branżowe przyjęły niestety w tym okresie południowy kurs, spadając poniżej szerokiego rynku oraz przynosząc straty, dwa z nich o ponad -10%, dokładnie Paliwa oraz Energetyka. Należy jednak mieć na uwadze, że dla większości z nich IV kwartał był korektą po bardzo dobrej passie trwającej jeszcze od 2016 r.



## LEKKI SPADEK KAPITALIZACJI WRAZ Z WIĘKSZĄ LICZBĄ NOTOWANYCH SPÓŁEK

Końcowe odrealizowanie po ponad rocznej hossie wpłynęło także na kapitalizację warszawskiej giełdy. W stosunku do III kwartału jej poziom spadł o 3% mimo przybycia trzech nowych spółek. Wydaje się to jednak niewielki spadek biorąc pod uwagę, że podczas trendu wzrostowego od II kwartału 2016 r. poziom zwiększył się o ponad 51% i to przy mniejszej liczbie spółek na parkiecie.

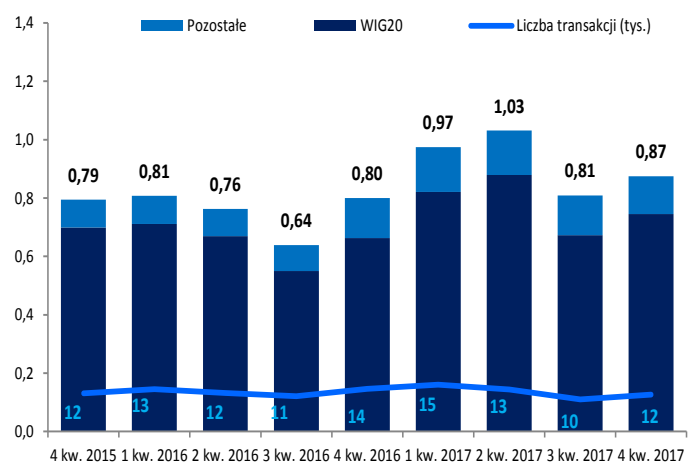
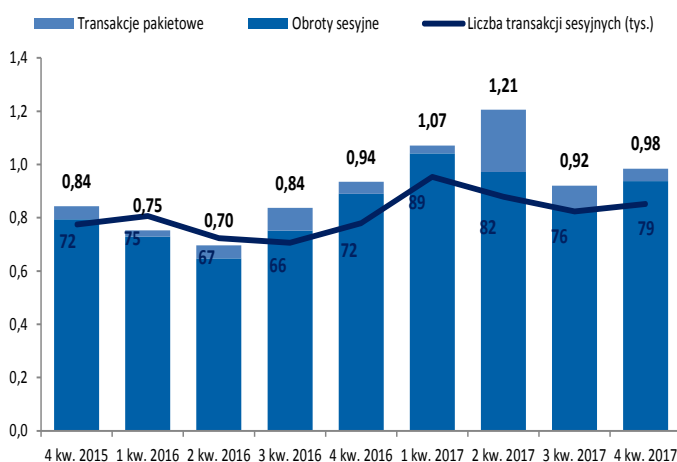


Źródło: GPW, obliczenia własne

## ZWIĘKSZENIE AKTYWNOŚCI NA RYNKACH, JEDNAK POZIOMY OBROTÓW Z II KWARTAŁU NIE POBITE

W stosunku do poprzedniego kwartału spadek obrotów o 7%, liczby transakcji o prawie 4%

W IV kwartale średnie dzienne obroty zwiększyły się o 8%, liczba transakcji o ponad 15%



Źródło: GPW, obliczenia własne

Końcówka poprzedniego roku, mimo spadków przyniosła ożywienie aktywności inwestorów zarówno na rynku kasowym, jak i terminowym. Co prawda średnie dzienne obroty, na żadnym z nich nie przekroczyły miliarda zł, ani też rekordowych poziomów z pierwszej połowy roku, lecz w stosunku kwartalnym wyraźnie się zwiększyły, szczególnie na rynku kontraktów terminowych, bo prawie o 10%. Dodatkowo oba rynki zamknęły rok przerwaniem spadkowego trendu średniej liczby transakcji, obecnego od I kwartału. Ponownie w odniesieniu do futuresów wynik był bardziej imponujący, mianowicie o ponad 15%, w przypadku akcji o prawie 4%, z poziomu 76 tys. do prawie 80 tys.

**OSTATNI KWARTAŁ ZESZŁEGO ROKU ZAKOŃCZONY ZYSKIEM, A NIE STRATĄ W PRZECIWIENSTWIE DO 2016 R., WZROST ZYSKÓW WIĘKSZY OD WZROSTU PRZYCHODÓW**

mln zł	4 kw. 2016	2016	rdr	1 kw. 2017	2 kw. 2017	3 kw. 2017	4 kw. 2017	kdk	rdr	2017	rdr
Przychody ogółem	270	1 254	-27%	353	312	345	312	-9%	16%	1 322	5%
w tym z instrumentów finansowych	71	445	-28%	119	116	125	156	25%	121%	516	16%
w tym z działalności maklerskiej	176	728	-26%	213	180	201	135	-33%	-23%	729	0,2%
w tym finansowe	16	54	-32%	15	8	13	14	6%	-13%	51	-6%
w tym pozostałe	7	27	-22%	6	7	6	7	17%	-10%	26	-5%
Zysk brutto	19	249	-52%	64	62	76	69	-9%	263%	271	9%
w tym z instrumentów finansowych	59	369	-25%	93	85	98	118	21%	100%	394	7%
w tym z działalności maklerskiej/podstawowej*	-44	-161	-231%	-20	-18	-28	-49	-74%	-11%	-115	29%
Zysk netto	-1,88	198	-55%	54	49	60	59	-2%	3215%	222	12%

Źródło: KNF, obliczenia własne, \*od II kw. 2017 wprowadzono pozycję zysku na działalności podstawowej

Domy maklerskie zamknęły 2017 rok solidnym wzrostem zysków, zysk netto branży wzrósł o ponad 12%, podczas gdy wypracowane prawie 200 mln zł w 2016 r. oznaczało spadek o ponad połowę w stosunku do poprzedniego roku. Taka sama sytuacja dotyczy przychodów, gdyż w 2016 roku spadły o ponad jedną czwartą do poziomu 1,2 mld zł, a w 2017 r. zwiększyły się o ponad 5%, głównie za sprawą ponad 16-procentowego wzrostu przychodów z operacji na instrumentach finansowych. Niepokojący wydaje się jednak śladowy wzrost przychodów z działalności podstawowej, ponieważ z tego tytułu do domów maklerskich wpłynęło o 1,12 mln zł więcej, czyli więcej o ok. 0,2%.

Wszystkie kwartały poprzedniego roku kontynuowały nieprzerwaną od 2014 r. passę braku rentowności działalności maklerskiej. Podobnie jak we wcześniejszych kwartałach, jak i w okresach rocznych, głównymi składnikami dochodów były zyski z operacji na instrumentach finansowych, którym wtórowały straty na działalności podstawowej. W całym 2017 roku wyniosły one niemal 115 mln zł, więc prawie 52% wypracowanego zysku netto.



## MiFID II

Od 3 stycznia 2018 r. zaczął obowiązywać pakiet MiFID II/MiFIR składający się z Dyrektywy 2014/65/UE, Dyrektywy delegowanej uzupełniającej 2017/593, rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 (MiFIR) oraz licznych rozporządzeń delegowanych i wykonawczych Komisji Europejskiej do MiFID II oraz MiFIR.

Rozporządzenia delegowane i wykonawcze Komisji (UE), jako część krajowego porządku prawnego państw członkowskich od chwili ich wejścia w życie, obowiązują wprost, powinny być stosowane z datą w nich określoną i nie podlegają implementacji do krajowego porządku prawnego. W przeciwieństwie do rozporządzeń, Dyrektywy muszą być zaimplementowane do przepisów krajowych dla zapewnienia ich pełnej skuteczności.

Na etapie prac legislacyjnych Izba aktywnie uczestniczyła w procesie konsultacji publicznych, zgłaszając liczne uwagi uzgadniane ze zrzeszonymi w Izbie firmami inwestycyjnymi. Izba omawiała również wątpliwości do ww. projektu z Komisją Nadzoru Finansowego oraz z Ministerstwem Finansów w trakcie spotkań z przedstawicielami tych instytucji.

Podczas spotkań z przedstawicielami KNF omawiane były kwestie związane z wątpliwościami firm inwestycyjnych dotyczącymi stosowania nowych obowiązków wynikających z unijnych regulacji. Poszczególne instytucje prezentowały z jakimi problemami mają do czynienia w praktyce wdrażając pakiet MiFID/ MiFIR tj. m.in.:

- stosowanie nowych wymogów (np. raportowanie) w stosunku do rejestru sponsora emisji jako rodzaju rachunku nie uregulowanego na gruncie prawa unijnego;
- brak możliwości raportowania transakcji w przypadku nie posiadania numeru LEI – np. sytuacje dotyczące egzekucji komorniczej z rachunku dłużnika – klienta;
- rozbieżności pomiędzy zapisami w projekcie ustawy implementującej MiFID II, a przepisami rozporządzeń delegowanych które obowiązują wprost od 3 stycznia 2018 r.

W grudniu Izba zwróciła się do KNF z prośbą o wydanie stanowiska w sprawie zasad działalności firm inwestycyjnych od 3 stycznia 2018 r. Na stronie UKNF pod koniec 2017 r. zostało opublikowane „Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego w sprawie stosowania w Polsce Dyrektywy MiFID II od 3 stycznia 2018 r.”.

Komisja podniosła, że z uwagi na planowany termin wejścia w życie ustawy implementującej MiFID II – marzec/kwiecień, konieczne było wypracowanie „zasad przejściowych” zawartych w treści ww. Stanowiska.

KNF potwierdziła, że obowiązki w zakresie Product Governance i Zachęt wynikające z MiFID II powinny być stosowane przez firmy inwestycyjne dopiero od dnia wejścia w życie przepisów implementujących tę Dyrektywę.

Obecnie projekt ustawy implementującej MiFID II (druk nr 2191) jest przedmiotem prac parlamentarnych.

Izba brała czynny udział w posiedzeniach Komisji sejmowych, w trakcie których zgłaszaliśmy, konsultowane uprzednio z Komisją Nadzoru Finansowego i Ministerstwem Finansów, uwagi do projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Komisja sejmowa zaakceptowała następujące propozycje Izby:

1. implementacja do zapisów ustawy o obrocie (art. 73 ust. 5m) pełnego brzmienia art. 4 ust. 3 Dyrektywy Delegowanej Komisji 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. - obowiązek dywersyfikacji przez firmę inwestycyjną środków pieniężnych klienta z zachowaniem maksymalnej koncentracji aktywów w jednym podmiocie na poziomie nie większym niż 20% oraz wyjątek od ww. koncentracji. Dodatkowo Komisja Nadzoru Finansowego potwierdziła, że przepis art. 73 ust. 5m będzie miał zastosowanie wyłącznie do domów maklerskich;
2. rezygnacja z konieczności przeprowadzenia (ponownej) oceny adekwatności i odpowiedniości przy usłudze wykonywania, przyjmowania lub przekazywania zleceń, w sytuacji gdy umowę podpisuje zarządzający, działający w imieniu klienta jako profesjonalny pełnomocnik;
3. uzupełnienie brzmienia zapisu art. 150 ust. 1 pkt 17 - umowy, których dotyczy zwolnienie z tajemnicy zawodowej – o odesłanie również do umów dalszego outsourcingu przewidzianego w art. 81f ust. 1 projektu uoif.

## RAPORTOWANIE MiFIR

W ostatnim kwartale Izba prowadziła korespondencję z Departamentem Nadzoru Obrotu w KNF w zakresie bieżących wątpliwości Członków Izby dotyczących zakresu raportowania MiFIR. Izba zwróciła się do Komisji m.in. z prośbą o zajęcie stanowiska dotyczącego przygotowanej przez Członków Izby tabeli z zakresem raportowania MiFIR. Komisja odniosła się do zaprezentowanej przez nas tabeli, wskazując przy poszczególnych operacjach jak wygląda zakres ich raportowania, ew. przytaczając odpowiednią podstawę prawną. Obecnie trwają dalsze konsultacje dotyczące zasad raportowania wynikającego z ww. tabeli.

W związku z opublikowaniem przez ESMA statement to support the smooth introduction of the LEI requirements z dnia 20 grudnia 2017 r. (ESMA70-145-401) Izba zwróciła się również do KNF z prośbą o wydanie stanowiska w sprawie interpretacji ww. ESMA statement, w którym europejski nadzorca wskazał, że

firmy inwestycyjne mogą świadczyć usługi dotyczące transakcji na instrumentach finansowych przez okres 6 miesięcy wobec podmiotu nieposiadającego kodu LEI, a uprawnionego do jego posiadania.

W odpowiedzi KNF wskazała, że nie przychyliła się do stanowiska ESMA, ponieważ w jej ocenie nie znajduje ono oparcia w obowiązującej wprost treści art. 13 ust. 2 Rozporządzenia 2017/590 (RTS 22) a ponadto nie istnieją inne regulacje pozwalające na wprowadzenie proponowanego przez ESMA rozwiązania. Oznacza to, w ocenie KNF, że usługi mogą być świadczone wyłącznie dla podmiotów posiadających LEI jeśli są uprawnione do jego posiadania

## WYMÓG DLA DYSTRYBUTORA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH WYKAZU SPOŻYTKOWANIA ZACHĘT I ZASADY JEGO WERYFIKACJI PRZEZ TFI

Zgodnie z dodanym art. 32b projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:

- Dystrybutor ma obowiązek dostarczyć TFI wykaz wszystkich czynności jakie wykonał na rzecz poprawy jakości obsługi klienta funduszu wraz ze wskazaniem kosztów poniesionych w związku z wykonaniem każdej z tych czynności a także dokumenty to potwierdzające;
- TFI przed dokonaniem płatności ma obowiązek weryfikacji informacji przekazanych przez Dystrybutora.

W związku z powyższym Izba podjęła współpracę z IZFiA celem stworzenia wspólnych procedur/ standardu sprostaną nowym wymogom, co pozwoli na ujednoczenie zasad postępowania firm inwestycyjnych będących dystrybutorami funduszy inwestycyjnych i TFI.

Równolegle, na etapie prac parlamentarnych Izba zgłosiła razem z IZFiA postulat usunięcia ustępów 2-4 z projektowanego art. 32b, które m.in. nakładają na dystrybutorów tj. m.in. firmy inwestycyjne, obowiązek comiesięcznego przekazywania towarzystwom funduszy inwestycyjnych wykazu czynności mających na celu poprawienie jakości świadczonych usług i dokumentów potwierdzających poniesione z tego tytułu koszty. W opinii obu Izb projektowane przepisy nakładają na firmy inwestycyjne dodatkowe obowiązki, nie znajdujące uzasadnienia w Dyrektywie. Dyrektywa MiFID II reguluje jedynie sytuacje i zasady, na jakich firma inwestycyjna może pobierać takie świadczenia i za w pełni wystarczające uznać należy zapisy ust. 1 cytowanego art. 32b.

W ocenie Izby nie ma uzasadnienia ani podstawy prawnej dla określania w stosunku do dystrybutorów dodatkowych kryteriów przekazywania wykazu, o którym mowa powyżej np. terminu, częstotliwości. Nadmierne obciążanie firm inwestycyjnych kolejnymi obowiązkami (nie wynikającymi z implementowanej Dyrektywy MiFID II) generuje dodatkowe koszty po stronie obowiązanym instytucji.

## KODEKS BRANŻOWY RODO

25 maja 2018 r. wchodzi w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych... („RODO”). Artykuł 40 RODO zaleca opracowywanie przez organizacje branżowe kodeksów postępowania, które służyć będą doprecyzowaniu zakresu zastosowania przepisów RODO. Kodeksy stanowiące element tzw. soft law, w założeniu mają mieć charakter instrumentu samoregulacyjnego i branżowego, uwzględniającego w naszym przypadku specyfikę branży maklerskiej.

Zwiększenie ochrony danych osobowych klientów firm inwestycyjnych, to tylko jedna z wielu korzyści jakie płyną z opracowania kodeksu. Dodatkowo bardzo ważnym aspektem jest fakt, iż stosowanie zatwierdzonych kodeksów postępowania będzie brane pod uwagę przy podjęciu decyzji co do ewentualnego nałożenia kary pieniężnej i jej wysokości.

W ostatnim kwartale działająca przy Izbie grupa robocza ds. RODO zajmowała się opracowaniem kodeksu postępowania firm inwestycyjnych w zakresie ochrony danych osobowych klientów. W ww. regulacji staraliśmy się ująć:

- jasne i uwzględniające specyfikę branży maklerskiej wytyczne oraz procedury co do przetwarzania danych osobowych (rzetelne i przejrzyste przetwarzanie, prawnie uzasadnione interesy realizowane przez administratorów w określonych kontekstach, zbieranie danych osobowych);
- umożliwienie podmiotom stosującym kodeks realizację kluczowej na gruncie RODO zasady rozliczalności, tj. wykazania przestrzegania przepisów ochrony danych osobowych;
- pseudonimizację danych osobowych,
- obowiązki informacyjne po stronie firm inwestycyjnych w stosunku do opinii publicznej i osób, których dane dotyczą;
- zasady dotyczące wykonywania przez osoby, których dane dotyczą, przysługujących im praw.

Opracowany przez Izbę projekt kodeksu postępowania będzie konsultowany, zatwierdzany, rejestrowany i publikowany przez organ nadzorczy.

## ZMIANY W REGULAMINIE GPW – MiFID II

W dniu 19 grudnia 2017 r. na stronach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. zostały opublikowane: zmieniony Regulamin Giełdy i Szczegółowe Zasady Obrotu Giełdowego, zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zmiany wynikają z konieczności wdrożenia i stosowania przez Giełdę, jako organizatora rynku regulowanego, rozwiązań przewidzianych w przepisach MiFID II i obowiązujących od 3 stycznia 2018 r.

Zmieniony Regulamin GPW oraz SZOG zawierają postulaty Izby, które były przekazane w ramach współpracy z Giełdą w zakresie wprowadzania zmian do ww. dokumentów tj. m.in.:

- zrezygnowano z konieczności wskazania maklera nadzorującego odpowiedzialnego za nadzór nad przekazywaniem na giełdę zleceń maklerskich składanych przez jego klientów korzystających z bezpośredniego dostępu elektronicznego;
- wykreślono zapis, iż klient członka giełdy korzystający z bezpośredniego dostępu elektronicznego nie może udostępnić tego dostępu swoim klientom (zakaz subdelegacji bezpośredniego dostępu elektronicznego);
- zrezygnowano ze zrównania dostępu do aktywnych zleceń z dostępem do danych post-transakcyjnych (rezygnacja z przyznawania uprawnień wyłącznie maklerom giełdowym).

## GRUPY ROBOCZE IDM

W ostatnim kwartale przy Izbie aktywnie działały grupy robocze dedykowane poszczególnym tematom istotnym dla firm inwestycyjnych. W pracach grup biorą udział delegowani przedstawiciele Członków Izby.

- Grupa ds. PRIIP – bieżące konsultacje z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie repozytorium PRIIP;
- Grupa ds. RODO – opracowywanie kodeksu postępowania firm inwestycyjnych w zakresie ochrony danych osobowych klientów;
- Grupa ds. raportowania transakcji – bieżący kontakt z Departamentem Nadzoru Obrotu w KNF w sprawie zakresu raportowania transakcji wg. MiFIR;
- Grupa ds. opłat giełdowych – opracowanie projektu wystąpienia do Giełdy w sprawie obniżki opłat;
- Grupa ds. MiFID II – bieżący kontakt z Komisją Nadzoru Finansowego celem wypracowania wspólnych rozwiązań do projektu ustawy implementującej MiFID II;
- Grupa ds. zachęt – opracowywanie wspólnie z Izbą Zarządzających Funduszami i Aktywami stanowiska dwóch Izb w zakresie kwalifikacji usług dodatkowych – katalog dozwolonych zachęt;
- Grupa ds. zmian w Regulaminie GPW – współpraca z GPW dotycząca ostatecznej wersji nowego Regulaminu GPW i Szczegółowych Zasad Obrotu Giełdowego (SZOG).

## RYNEK FOREX

W grudniu Izba Domów Maklerskich konsultowała z UOKiK możliwości rozpoczęcia wspólnej kampanii informacyjnej na temat rynku forex w Polsce. Po ostatnim listopadowym szkoleniu dla rzeczników konsumentów, Urząd otrzymał bardzo pozytywne komentarze dot. prezentowanych na nim tematów. Z informacji przekazanych przez przedstawicieli UOKiK wynika także, że rzecznicy coraz częściej otrzymują skargi konsumentów związane z nielegalnym działaniem na polskim rynku firm inwestycyjnych oferujących swoje usługi na foreksie. W związku z tym, w 2018 roku UOKiK chciałby razem z IDM i Rzecznikiem Finansowym przygotować kampanię edukacyjną dla rzeczników oraz konsumentów.

W połowie grudnia na stronie RCL pojawił się nowy projekt ustawy o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym

oraz niektórych innych ustaw. Projekt uwzględnia zgłoszone w trakcie uzgodnień postulaty inwestorów i branży maklerskiej. W pisemnym stanowisku skierowanym do Ministerstwa Finansów Izba wskazała, że rozwiązania zwłaszcza dot. wysokości dźwigni finansowej, jakie zawiera projekt są przez Członków IDM akceptowane i uważane za dobry kompromis ponieważ z jednej strony poprawiają ochronę inwestorów – zwłaszcza tych niedoświadczonych, a z drugiej nie obniżają pozycji konkurencyjnej polskich domów maklerskich.

## KONSULTACJE ESMA ROZWIĄZAŃ DLA RYNKU OTC DERYWATÓW

W dniu 18 stycznia ESMA opublikowała dokument konsultacyjny dotyczący możliwości interwencji produktowej w obszarze obrotu przez inwestorów detalicznych kontraktami na różnicę (CFD) i opcjami binarnymi.

Izba Domów Maklerskich po przeprowadzeniu konsultacji z Członkami prowadzącymi działalność na rynku OTC derywatów przekazała w lutym nadzorcy unijnemu swoje stanowisko, w którym wskazała, że propozycja ESMA jest w większości zgodna z obecnymi standardami działania krajowych domów maklerskich na rynku forex. W stanowisku podkreślamy, że rozwiązania proponowane przez ESMA w większości funkcjonują już na naszym rynku i są określone w Wytycznych dla rynków OTC wydanych w 2016 r. przez KNF, które już teraz precyzują zakres działań marketingowych, formy promocji i stosowanie bonusów dla klientów.

Obniżka poziomu dźwigni proponowana przez ESMA jest natomiast wbrew oczekiwaniom inwestorów w Polsce, którzy wykorzystują możliwości inwestowania na foreksie przy wyższej dźwigni. Ponadto, praktyka rynku pokazuje, że poziom dźwigni nie jest skutecznym narzędziem ochrony inwestora i lepiej sprawdzi się rozwiązanie proponowane obecnie przez Ministerstwo Finansów, które łączy wysokość dźwigni z doświadczeniem klienta. To optymalne rozwiązanie chroni niedoświadczonych inwestorów, jednocześnie dając doświadczonym graczom możliwości efektywnego wykorzystania produktów rynku forex w swoim portfelu inwestycyjnym. Istotne obniżenie dźwigni finansowej spowoduje, że europejski rynek CFD przestanie być atrakcyjny. Klienci indywidualni przeniosą swoje inwestycje do podmiotów nieregulowanych np. z Australii, Ameryki Środkowej i Południowej, Rosji i egzotycznych krajów, skąd już obecnie prowadzona jest akwizycja. Kolejną istotną konsekwencją zmian wynikających z proponowanej interwencji produktowej będzie migracja klientów detalicznych na rynki alternatywne, np. na rynek kryptowalut. Zatem zaproponowana przez ESMA interwencja produktowa w zakresie instrumentów CFD może nie spełnić naczelnego celu, jakim jest zwiększenie ochrony klienta detalicznego.

Izba postrzega postulat ochrony przed ujemnym saldem jako ważne narzędzie poprawy bezpieczeństwa klienta. Platformy transakcyjne wykorzystywane na rynku CFD posiadają sprawne

mechanizmy, które ograniczają ryzyko ujemnego salda. W zdecydowanej większości przypadków rozwiązania te spełniają swoją rolę. Dodatkowo niektóre domy maklerskie działające na rynku forex, członkowie IDM, oferują już teraz swoim klientom ochronę przed ujemnym saldą na rachunku maklerskim.

Jednocześnie Izba poparła propozycje ESMA dot. działań reklamowo-promocyjnych oraz informacyjnych w najlepiej pojętym interesie klienta a także propozycję standaryzacji komunikatów o ryzyku oraz postulat unikania wprowadzania świadczeń niepieniężnych, które nakłaniają do inwestycji. W stanowisku podkreślamy, że Członkowie IDM przyjęli kodeks, w którym zobowiązują się do działań marketingowych według określonych reguł zgodnych z kierunkiem zmian proponowanym przez europejskiego regulatora. Uważamy ponadto, że domy maklerskie powinny w podejmowanych działaniach unikać wprowadzania świadczeń zachęcających klientów lub potencjalnych klientów do zwiększonego zaangażowania środków w inwestowanie na rynku CFD lub do podejmowania dodatkowych, bardziej ryzykownych działań inwestycyjnych, jeżeli uzyskanie danego świadczenia staje się celem lub przesądającym czynnikiem do podjęcia wzmożonej działalności inwestycyjnej przez klienta, również w aspekcie wielkości zaangażowanych środków.

Izba jest za przyjęciem regulacji określającej standardowy minimalny poziom mechanizmu MCO na poziomie 50% wartości pobranego depozytu przy uwzględnieniu wyniku całego portfela transakcji. Taki system jest wykorzystywany obecnie przez firmy inwestycyjne działające w Europie i charakteryzuje się, w większości analizowanych wariantów, najsukuteczniejszą ochroną przed ryzykiem rozliczeniowym.

## GRUPA ROBOCZA DS. OPŁAT GPW

W opinii domów maklerskich dystrybucja korzyści z obsługi rynku kapitałowego pomiędzy Giełdę i domy maklerskie jest nierównomierna. W czasie dziewięciu miesięcy 2017 roku, bardzo dobrego pod względem koniunktury na rynku, strata branży maklerskiej na podstawowej działalności wyniosła 66 mln PLN a zysk operacyjny Grupy Kapitałowej Giełdy wyniósł w tym czasie 140 mln PLN. W związku z powyższym ustalono, że Izba

zaproponuje zmiany w Tabeli opłat Giełdy zmierzające do bardziej równomiernego rozłożenia przychodów z obsługi rynku. Obniżenie opłat giełdowych powinno:

- dotyczyć tych pozycji cennika, które stanowią najważniejsze źródła przychodów Giełdy i zarazem największe pozycje kosztów Członków Giełdy.
- służyć aktywizacji inwestorów indywidualnych i w efekcie zmienić strukturę oszczędności gospodarstw domowych i zwiększyć podaż kapitału z ich strony,
- zwiększyć udział spółek spoza WIG20 w obrotach Giełdy,
- poprawić kondycję finansową przede wszystkim krajowych domów maklerskich przy zachowaniu oczywistych zasad równego dostępu do rynku dla lokalnych i zdalnych Członków Giełdy.

W styczniu Grupa robocza ds. opłat wypracowała stanowisko dotyczące propozycji obniżenia opłat giełdowych i przedstawiła je Radzie Domów Maklerskich, która je zaakceptowała. Zgodnie z tym stanowiskiem Izba widzi potrzebę obniżenia kosztów zawierania transakcji na Giełdzie wynikającą z poniższych przesłanek:

- Opłaty pobierane przez GPW należą do najwyższych w Europie,
- Prowadzenie działalności maklerskiej jest deficytowe,
- Realizacja Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju wymaga od uczestników rynku kapitałowego tworzenia zachęt dla małych spółek i dla inwestorów indywidualnych.

W związku z powyższym Izba proponuje:

- Zniesienie stałej opłaty operacyjnej na rynku akcji,
- Obniżenie o 50% opłat operacyjnych dla transakcji na akcjach spoza indeksu WIG20,
- Wprowadzenie zerowej opłaty za dostęp do jednej oferty z arkusza zleceń w czasie rzeczywistym dla osób fizycznych.

Szacowane skutki finansowe tych zmian wynoszą ok. 20 mln PLN rocznie.

Stanowisko Grupy roboczej było podstawą wystąpienia Izby do Giełdy w sprawie oczekiwanej przez Członków obniżki opłat i będzie przedmiotem wspólnych uzgodnień i prac z GPW.

## PROPOZYCJA LEGISLACYJNA KOMISJI EUROPEJSKIEJ DOTYCZĄCA NADZORU I WYMOGÓW KAPITAŁOWYCH W ODNIESIENIU DO FIRM INWESTYCYJNYCH

W grudniu 2017 roku Izba otrzymała z Ministerstwa Finansów informację o możliwości zgłaszania uwag do projektów nowych przepisów UE dotyczących nadzoru i wymogów kapitałowych dla firm inwestycyjnych: „Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadzoru ostrożnościowego i nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniającą dyrektywy 2013/36/UE i 2014/65/UE” (CRD) oraz „Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych



dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013, (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 1093/2010” (CRR).

Powyższe dokumenty dotyczą m.in.: kapitałów początkowych firm inwestycyjnych, środków nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi, wymogów kapitałowych dotyczących ryzyk w tym w szczególności limitów koncentracji ryzyka oraz ryzyka płynności i zasad sprawozdawczości i mają na celu wprowadzenie mniej restrykcyjnych niż dla banków inwestycyjnych wymogów dla małych i średnich firm inwestycyjnych, w związku z faktem, że nie generują ryzyka związanego z prowadzeniem działalności bankowej w szczególności udzielaniem pożyczek i przechowywaniem środków klientów. Wymogi kapitałowe będą ponadto adekwatne do zakresu prowadzonej przez firmę inwestycyjną działalności.

Izba po przeprowadzeniu konsultacji ze swoimi Członkami przekazała do Ministerstwa Finansów stanowisko dot. projektów powyższych aktów prawnych w którym wskazaliśmy, że pozytywnie oceniamy kierunek zmian jakie za sobą niosą.

W ocenie Członków IDM nie wprowadzenie nowych, bardziej odpowiednich i proporcjonalnych w stosunku do obecnie istniejących wymogów dla firm inwestycyjnych, będzie skutkowało nierównowagą konkurencyjną pomiędzy polskimi podmiotami a ich znacznie większymi konkurentami w krajach UE i w konsekwencji zaprzestaniem przez krajowe firmy inwestycyjne prowadzenia działalności maklerskiej.

Propozycje nowych przepisów zmieniających CRD IV pozwolą w naszej opinii na wystarczające zarządzanie ryzykiem na jakie narażone są firmy inwestycyjne, w sposób zgodny z zasadą ostrożności przy jednoczesnym umożliwieniu dostosowania sposobu tego zarządzania do wielkości i stopnia złożoności ich działalności.

Istotne dla Członków IDM jest, aby implementacja proponowanych zmian nie wiązała się z nowymi nadmiernymi kosztami ponoszonymi przez firmy inwestycyjne, związanymi np. z wdrożeniem systemów informatycznych przy jednoczesnej konieczności zachowania dotychczasowego modelu wyliczania wymogów kapitałowych (nowe wymogi odnoszą się do wymogów CRR) i ryzykiem popełnienia błędu przy wprowadzaniu nowej metodologii. Dodatkowe wydatki to także koszty doradców wspierających wdrażanie nowych wymogów.

W stanowisku zwracamy również uwagę na fakt, że firmy inwestycyjne w grupach bankowych (i grupach firm inwestycyjnych, które pozostaną pod CRR) będą musiały nadal wyliczać CRR na potrzeby konsolidacji.

Kolejnym istotnym problemem jest fakt, że przepisy w wielu miejscach odwołują się do standardów technicznych, które mają się pojawić w przyszłości. Ważne jest, aby standardy te zostały opublikowane w odpowiednim terminie przed wejściem w życie przepisów Dyrektywy i Rozporządzenia.

## ZASADA PROPORCJONALNOŚCI W REGULACJACH RYNKU KAPITAŁOWEGO

Z badań przeprowadzonych przez Izbę Domów Maklerskich wśród swoich Członków w 2016 r. wynika, że, średni koszt wdrożenia aktów prawnych przyjętych w latach 2014 – 2016, wyniósł około 2,8 mln zł. dla firmy inwestycyjnej. Koszty dostosowania działalności do nowych regulacji mają istotne znaczenie zarówno dla sytuacji finansowej poszczególnych podmiotów jak i dla całej branży.

Nadmierna wysokość kosztów wdrożenia jak i stosowania regulacji wynika często z braku przeprowadzenia rzetelnej oceny skutków regulacji (OSR). Błąd ten jest popełniany przy implementacji prawa unijnego do regulacji na poziomie krajowym ale również przy projektowaniu rozwiązań na poziomie UE co często prowadzi do naruszenia zasady proporcjonalności. W efekcie, polskie firmy inwestycyjne są zobligowane do stosowania identycznych norm prawnych, ponoszenia tych samych kosztów wdrożenia i stosowania regulacji ( w tym sankcji), co np. duże międzynarodowe banki inwestycyjne. Zdaniem uczestników rynku, nadmiernie restrykcyjne regulacje będące skutkiem zjawiska znanego również pod nazwą gold plating sprawiają, iż lokalne domy maklerskie tracą pozycję konkurencyjną wobec podobnych instytucji z zagranicy działających na polskim rynku.

W związku z powyższym Izba zawarła z PwC umowę na sporządzenie Raportu dotyczącego stosowania zasady proporcjonalności przy tworzeniu regulacji zarówno unijnych jak i przepisów krajowych dostosowujących zasady funkcjonowania naszego rynku do prawa UE. Izba zebrała i przekazała autorom raportu zgłaszane przez członków przykłady braku uwzględnienia zasady proporcjonalności w obowiązujących w Polsce regulacjach dotyczących m.in: wysokości kar wynikających zarówno z Dyrektywy MiFID jak i CRDIV, unbundlingu, outsourcingu, regulacji wynagrodzeń w firmach inwestycyjnych, wymogów wynikających z EMIR czy Dyrektywy BRD zaprojektowanych dla dużych banków inwestycyjnych i w żaden sposób niedostosowanych do skali działalności polskich podmiotów. W raporcie mają zostać uwzględnione również porównania z rozwiązaniami w kilku krajach europejskich. Raport zostanie zaprezentowany podczas Konferencji w Bukowinie Tatrzańskiej w dniach 9-11 marca.

## WYDARZENIA

### SEMINARIUM AML

W drugiej połowie grudnia przedstawiciele Izby uczestniczyli w seminarium dot. przeglądu zgodności z międzynarodowymi standardami AML, organizowanym przez Polską Jednostkę Analityki Finansowej we współpracy z Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego.

W trakcie seminarium prezentowane były m.in.:

- Nowe inicjatywy Unii Europejskiej w obszarze AML/CFT;
- Projekt nowelizacji IV Dyrektywy AML i V dyrektywa AML;
- Założenia planu działań na rzecz skutecznego zwalczania finansowania terroryzmu;
- Wniosek ustawodawczy w sprawie harmonizacji przepisów dotyczących przestępstwa prania pieniędzy.

### SPOTKANIE ŚWIĄTECZNE

W dniu 12 grudnia 2017 r. odbyło się spotkanie świąteczne Członków Izby i uczestników rynku kapitałowego.

Podczas spotkania Prezes Zarządu Izby Waldemar Markiewicz posumował osiągnięcia Izby i instytucji rynku kapitałowego w 2017 roku – „Za nami kolejny rok dobrej współpracy. Wyrazy podziękowania chciałbym przekazać Ministerstwu Finansów, Ministerstwu Rozwoju, Komisji Nadzoru Finansowego, Grupie Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych i Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych oraz samorządowym organizacjom branżowym za partnerską współpracę w duchu zrozumienia i poszanowania wzajemnych racji. Dzięki Państwa wsparciu nasza organizacja ma siłę wpływania na otoczenie regulacyjne i biznesowe w kraju. Co nas czeka w kolejnym roku? W trakcie opracowywania jest rządowa Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego. Izba Domów Maklerskich, której mam zaszczyt przewodniczyć, wyraża pełną otwartość do uczestnictwa w pracach związanych z opracowaniem dokumentu.”

W spotkaniu oprócz przedstawicieli Członków Izby udział wzięli przedstawiciele najważniejszych instytucji rynku kapitałowego tj. Ministerstwa Finansów, Komisji Nadzoru Finansowego, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A., BondSpotu S.A., Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju, Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych, Związku Maklerów i Doradców, Związku Banków Polskich, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych.

### SPOTKANIE PRZEDSTAWICIELI BANKU ŚWIATOWEGO I MIĘDZYNARODOWEGO FUNDUSZU WALUTOWEGO Z IZBĄ DOMÓW MAKLERSKICH

W dniach 8-19 stycznia br. w Polsce przebywała połączona Misja Międzynarodowego Funduszu Walutowego (ang. International Monetary Fund, IMF) i Banku Światowego (ang. World Bank

Group, WBG) mająca na celu przeprowadzenie badania stabilności sektora finansowego w Polsce tzw. Misja FSAP – Financial Sector Assessment Program. Część badania poświęcono sektorowi rynku kapitałowego. Misja, za pośrednictwem Departamentu Współpracy Międzynarodowej w Ministerstwie Finansów, które jest koordynatorem tej wizyty, zwróciła się z prośbą do IDM o wsparcie w organizacji spotkań z przedstawicielami firm inwestycyjnych.

W spotkaniu, które odbyło się w dniu 15 stycznia br., wzięli udział przedstawiciele Izby oraz firm inwestycyjnych zrzeszonych w Izbie. Celem spotkania było zebranie informacji, niezbędnych do opracowania raportu, który w cyklu 5-letnim wydawany jest przez Bank Światowy i Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Przygotowany raport dotyczący stabilności sektora finansowego obejmuje wiele bloków tematycznych, w tym m.in. kapitałowy i bankowy.

### WARSZTATY GIODO

W dniu 11 stycznia 2018 r. przedstawiciele Izby wzięli udział w zorganizowanym przez GIODO warsztacie Kodeksy postępowania – instrument zapewniania i wykazywania zgodności z RODO.

Dr Edyta Bielak-Jomaa, Generalny Inspektor Ochrony Danych Osobowych, otwierając warsztaty wskazała, że celem kodeksów postępowania jest pomoc we właściwym stosowaniu przepisów rozporządzenia. Takie kodeksy mogą bowiem doprecyzować różne wymogi z uwzględnieniem specyfiki poszczególnych sektorów, w których dochodzi do przetwarzania danych osobowych. – Podmioty przyjmujące kodeks otrzymują jasne i zrozumiałe wytyczne dotyczące procesów przetwarzania danych, np. sposobu dokonywania operacji zbierania danych czy spełniania różnych obowiązków, choćby informacyjnych.

W trakcie warsztatów GIODO zwracało uwagę, że stosowanie zatwierdzonych kodeksów postępowania będzie istotnym elementem, na podstawie którego będzie można stwierdzić, że administrator danych wywiązuje się z ciążących na nim obowiązków. Co również ważne, może być okolicznością łagodzącą przy podejmowaniu przez GIODO decyzji o nałożeniu administracyjnej kary pieniężnej oraz ustalaniu jej wysokości. Zatwierdzenie kodeksu przez organ nadzorczy oraz wprowadzenie procedury monitorowania jego przestrzegania powoduje, że staje się on instrumentem o charakterze prawnym.

### SPOTKANIA PRZEDSTAWICIELI IDM Z PREZESEM ZARZĄDU GPW – MARKIEM DIETLEM

W dniach 11 stycznia i 8 lutego przedstawiciele IDM spotkali się z Prezesem GPW Markiem Dietlem. Podczas spotkań omówiono bieżące problemy Grupy GPW oraz środowiska firm inwestycyjnych. W trakcie spotkania lutego Prezes Dietl przekazał informację, że przy tworzeniu strategii giełdy będzie brane pod uwagę stanowisko IDM dot. obniżki opłat giełdowych. Strategia ma być gotowa w tym roku.



## ŚNIADANIE PODATKOWE – KLUCZOWE ZMIANY W PODATKACH DOCHODOWYCH OD 2018 R.

W dniu 23 lutego odbyło się organizowane we współpracy Izby z Kancelarią DZP śniadanie podatkowe, podczas którego przedstawiciele Kancelarii Domański Zakrzewski Palinka przedstawili zmiany w podatkach dochodowych, które weszły w życie od 1 stycznia 2018 r.

Najważniejsze zmiany w podatkach dochodowych od 2018 r to:

- Podział źródeł przychodów w CIT
- Zmiany w zakresie zaliczania do kosztów uzyskania przychodów kosztów finansowania
- Ograniczenie kosztów uzyskania przychodów z tytułu usług niematerialnych
- Zmiany dotyczące czynności restrukturyzacyjnych
- Wprowadzenie opodatkowania „nieruchomości komercyjnych”
- Zmiany opodatkowania świadczeń nieodpłatnych i częściowo nieodpłatnych
- Zmiany dotyczące opodatkowania i obowiązków płatników odnośnie odsetek i dywidend
- Zmiany regulacji dotyczących zagranicznych podmiotów kontrolowanych (CFC)
- Nowe regulacje dotyczące Podatkowej Grupy Kapitałowej
- Regulacje dotyczące kwoty wolnej od podatku
- Wprowadzenie definicji i zasad opodatkowania programów motywacyjnych
- Przywrócenie kosztów autorskich.

W programie spotkania uwzględnione zostały również kwestie zgłaszane przez Członków Izby w toku prac legislacyjnych nad ustawami podatkowymi oraz po ich uchwaleniu do Ministerstwa Finansów.

## XVIII KONFERENCJA IZBY DOMÓW MAKLEKSKICH

XVIII Konferencja Izby Domów Maklerskich odbędzie się w dniach 9-11 marca 2018 roku w Hotelu BUKOVINA w Bukowinie Tatrzańskiej.

Tematem przewodnim konferencji będzie:  
„RYNEK KAPITAŁOWY DLA WSPIERANIA ROZWOJU INNOWACYJNEJ GOSPODARKI”.

XVIII Konferencja Izby Domów Maklerskich uzyskała Patronat Honorowy Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej Andrzeja Dudy. Gościem Honorowym Konferencji będzie Pan Jerzy Kwieciński, Minister Inwestycji i Rozwoju.

Konferencja Izby Domów Maklerskich to doroczne spotkanie czołowych przedstawicieli rynku kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej z udziałem inwestorów, spółek giełdowych, domów maklerskich, banków, organów rządowych, giełd i instytucji rozliczeniowych, organizacji biznesowych i samorządowych.

Wśród tematów XVIII Konferencji znajdują się m.in.:

1. Strategia dla rynku kapitałowego w Polsce. Działania administracji rządowej na rzecz rozwoju krajowego rynku kapitałowego.
2. Rynek kapitałowy dla rozwoju nowych technologii.
3. Długoterminowe inwestycje obywateli – źródło finansowania wzrostu gospodarczego i rozwoju przedsiębiorstw w Polsce.
4. Atrakcyjność inwestycyjna polskiego rynku kapitałowego z punktu widzenia inwestora globalnego.
5. Rola polskiego rynku kapitałowego w regionie CEE.
6. Jak FINTECH zmieni kształt współczesnych rynków kapitałowych?
7. Wpływ MiFID II i MiFIR na polski rynek kapitałowy.
8. Ryzyko rozwoju rynku kapitałowego w Polsce: wyzwanie kwalifikacji i różnorodności kadr.
9. Zasada proporcjonalności w tworzeniu regulacji dla rynku kapitałowego – konkurencyjność regulacji.
10. Model dystrybucyjny oparty na agentach firmy inwestycyjnej oraz doradztwie inwestycyjnym, jako odpowiedź na oczekiwania klientów i kluczowy element rozwoju rynku produktów inwestycyjnych w Polsce.
11. Jak przyspieszyć rozwój rynku kapitałowego instrumentów dłużnych w Polsce i osiągnąć płynność niezbędną dla zwiększenia finansowania polskiej gospodarki?

Konferencja będzie również gościła prezesów spółek publicznych wyróżnionych we wspólnej akcji Gazety Giełdy i Inwestorów Parkiet oraz Izby Domów Maklerskich pod nazwą Badanie relacji inwestorskich w spółkach z WIG30. Imprezą towarzyszącą konferencji będą V Mistrzostwa Polski Rynku Kapitałowego w Slalomie Gigancie, zawody otwarte dla pracowników instytucji rynku kapitałowego oraz uczestników konferencji.



## SZKOLENIA

### PLATFORMA E-LEARNINGOWA – MiFID II

Regulacje pakietu MiFID II nakładają na firmy inwestycyjne nie tylko obowiązek zapewnienia, że pracownicy, którzy informują klientów o usługach lub doradzają klientom są odpowiednio przeszkoleni, ale również zobowiązują je do wykazania, że spełniły ten obowiązek.

Szczegółowo obowiązki firm inwestycyjnych dotyczące tego obszaru zostały określone w Wytycznych ESMA dotyczących oceny wiedzy i kompetencji, które obowiązują od 3 stycznia 2018 r.

Izba, aby ułatwić firmom inwestycyjnym realizację tego obowiązku, przygotowała platformę e-learningową dla pracowników tych firm informujących lub doradzających klientom.

Przygotowana przez Izbę platforma e-learningowa daje możliwość określenia przez pracodawcę zakresu szkolenia poprzez wybór spośród 16 sekcji szkoleniowych dotyczących usług i instrumentów finansowych, aby umożliwić dostosowanie zakresu szkolenia do usług świadczonych przez dany podmiot.

Firma inwestycyjna ma możliwość wyboru spośród następujących usług i instrumentów finansowych:

Oferowane usługi:

- 1) wykonywanie zleceń
- 2) przyjmowanie i przekazywanie zleceń
- 3) doradztwo inwestycyjne
- 4) zarządzanie portfelem
- 5) prowadzenia rachunków papierów wartościowych i innych ewidencji
- 6) udzielanie kredytów lub pożyczek na nabycie instrumentów finansowych
- 7) wymiana walutowa związana z obrotem instrumentami finansowymi
- 8) badania inwestycyjne i analiza finansowa lub inne formy ogólnych rekomendacji odnoszących się do transakcji na instrumentach finansowych
- 9) usługi związane z ubezpieczeniem
- 10) usługi dotyczące instrumentów bazowych (towary, energia, emisje)

Oferowane produkty:

- 1) instrumenty zorganizowanego rynku kasowego
- 2) instrumenty zorganizowanego rynku terminowego
- 3) jednostki uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania
- 4) instrumenty udziałowe będące przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym
- 5) instrumenty nieudziałowe będące przedmiotem obrotu

poza rynkiem zorganizowanym z wyłączeniem instrumentów pochodnych (produkty strukturyzowane, transakcje OTC, rynek niepubliczny)

- 6) instrumenty pochodne będące przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym (forex)

Każdy pracownik musi przejść szkolenie wstępne opisujące podstawowe zasady obsługi klienta zgodnie z regulacjami MiFID II. Po przejściu szkolenia wstępnego pracownik może przystąpić do testu weryfikującego jego wiedzę w zakresie usług i instrumentów finansowych zgodnie z zakresem określonym przez pracodawcę. W przypadku nie zaliczenia testu, pracownik musi przejść szkolenie z danego zakresu i ponownie przystąpić do całego testu.

Pytania do testu są wybierane z bazy obejmującej ponad 620 pytań o różnym poziomie trudności, w zależności od tego czy pracownik informuje czy też doradza klientom.

Oprócz pytań z zakresu wskazanego przez pracodawcę, test obejmuje pytania dotyczące problematyki manipulacji rynkowych i przeciwdziałania praniu pieniędzy.

Izba wystawia firmie inwestycyjnej zaświadczenie, że wskazani pracownicy dysponują wiedzą i kompetencjami, o których mowa w art. 25 ust. 1 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (MiFID II), w określonym przez pracodawcę zakresie usług i instrumentów finansowych. Treść zaświadczenia uwzględnia, zgodnie z Wytycznymi ESMA, okres zatrudnienia pracownika na stanowisku związanym z informowaniem lub doradzaniem klientowi.

Firmy inwestycyjne, które zdecydowały o skorzystaniu z platformy e-learningowej IDM, zgłosiły potrzebę przeszkolenia ponad 1000 pracowników. Ponad 850 z nich zakończyło już pozytywnie test weryfikujący ich wiedzę i kwalifikacje.

Po przyjęciu rozwiązań prawnych implementujących pakiet MiFID II do polskiego porządku prawnego, zarówno ustawowych jak i na poziomie aktów wykonawczych, baza pytań zostanie rozszerzona o pytania uwzględniające szczegółowe regulacje prawa krajowego.

Bieżące dostosowanie zakresu szkoleń oferowanych przez platformę e-learningową IDM do obowiązujących regulacji, umożliwi firmom inwestycyjnym korzystającym z platformy, bieżące wykonywanie obowiązków określonych w Wytycznych ESMA.

Niewątpliwy sukces platformy e-learningowej dotyczącej pakietu MiFID II, skłania Izbę do przygotowania analogicznej dla realizacji obowiązków wynikających z RODO.

## WARSZTAT – „MiFID II CO JESZCZE WZBUDZA NASZE WĄTPLIWOŚCI I CO MUSIMY MIEĆ GOTOWE NA 3 STYCZNIA 2018 R.”

14 grudnia Izba zorganizowała warsztat z zakresu MiFID II. Celem warsztatu było wskazanie jak instytucja finansowa powinna być przygotowana na wejście w życie nowej Dyrektywy oraz prezentacja odpowiedzi na pytania dotyczące sposobu implementacji MiFID II.

Warsztat adresowany był do: dyrektorów finansowych, dyrektorów i pracowników departamentów zarządzania ryzykiem, departamentów prawnych, compliance, audytorów wewnętrznych, specjalistów z zakresu compliance w domach maklerskich, TFI oraz pozostałych instytucjach finansowych.

Warsztat prowadził Pan Aleksander Śmidowicz – Radca Prawny, Konsultant ESMA.

W warsztacie uczestniczyło 40 osób.



## IZBA DOMÓW MAKLESKICH

- Największa niezależna samorządowa organizacja środowiska pracodawców domów i biur maklerskich w Polsce:
  - 22 członków
  - 94% udziału lokalnych członków GPW w obrocie akcjami, tj. 328 mld zł w 2017 r.
  - 84% udziału lokalnych członków GPW w obrocie obligacjami, tj. 2,4 mld zł w 2017 r. oraz 95% udziału w obrocie kontraktami terminowymi, tj. 13 mln sztuk w 2017 r.
- Ponad 20 lat zaangażowania w rozwój polskiego rynku kapitałowego
- Współpraca z rządem polskim i organizacjami rynku kapitałowego
- Członek European Forum of Securities Associations

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

## DLACZEGO WARTO BYĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH

- Reprezentujemy branżę domów i biur maklerskich współpracując z nadzorcą i rządem w tematach kluczowych dla interesu uczestników rynku kapitałowego.
- Oferujemy dostęp do szkoleń na temat rynku kapitałowego.
- Oferujemy dostęp do bieżących informacji i bazy wiedzy na temat rynku kapitałowego i działalności domów maklerskich.
- Oferujemy dostęp do interpretacji i ocen prawnych zmian legislacyjnych na temat rynku kapitałowego.
- Oferujemy dostęp do materiałów dotyczących prowadzenia działalności maklerskiej dostępnych tylko dla Członków Izby.
- Oferujemy możliwość wymiany doświadczeń z innymi Członkami Izby.

## CHCESZ ZOSTAĆ CZŁONKIEM IZBY DOMÓW MAKLESKICH?

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

### Jeśli chcesz zostać członkiem Izby Domów Maklerskich:

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

