



MAGAZYN IDM



Izba
Domów
Maklerskich

nr 4/2024, grudzień 2024 r.



Zmiany w zakresie
investment research

DORA: Kwalifikacja
dostawców i usług
ICT

Relacja z
Konferencji
Regulacji Rynku
Kapitałowego

Wywiad z

IWONĄ SROKĄ

Prezesem Rady Giełdy
Papierów Wartościowych

SPIS TREŚCI

Słowo na start Waldemara Markiewicza – Prezesa Izby Domów Maklerskichstr. 3

GOŚĆ WYDANIA

Wywiad z dr Iwoną Sroką – Prezesem Rady Giełdy Papierów Wartościowychstr. 5
Rozmawia: mec. Katarzyna Kacprzak

25. JUBILEUSZOWA KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO

KRK'25 z patronatem Polskiej Prezydencji w Radzie UEstr. 8

II. posiedzenie Rady Programowej Konferencjistr. 9

ARTYKUŁY

Zmiany w zakresie *investment research*str. 11
mec. Ewa Mazurkiewicz, mec. Krzysztof Filipek

Kwalifikacja usług i dostawców ICT. Kluczowe wyzwaniastr. 15
mec. Katarzyna Majer-Gębska

Nowe regulacje dotyczące ratingów ESG – co zmieniają dla rynku finansowego?str. 19
Joanna Ałasa

Listing Act – Nowy trend w regulacjach rynku kapitałowego?str. 20
mec. Kacper Czyżewski

Z ŻYCIA IZBY

Wydarzenia IDM – Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowegostr. 23

O Izbie Domów Maklerskichstr. 25



Waldemar Makiewicz
Prezes Zarządu,
Izba Domów Maklerskich

Rozwój Unii Rynków Kapitałowych i Budowa Unii Oszczędności i Inwestycji: Paneuropejska Integracja oraz Rozwój Regionalnych Rynków Kapitałowych UE

O unijnym trendzie do centralizacji rynków kapitałowych. Dlaczego nie jest to korzystne dla polskiej gospodarki?

Od kilku tygodni rynki kapitałowe w całej Europie skupiają się na dyskusjach o szeroko omawianych raportach Mario Draghiego i Enrico Letty oraz ogłoszeniu przez Radę Unii Europejskiej Deklaracji Budapesztańskiej w 2024 roku. W Polsce czołowe instytucje rynku finansowego oraz podmioty infrastruktury rynku kapitałowego, w tym Izba Domów Maklerskich, wspólnie pracują nad rozwiązaniami, które mają pokazać perspektywę praktyków polskiego rynku w odniesieniu do kształtu europejskiej Unii Rynków Kapitałowych oraz Unii Oszczędności i Inwestycji.

Nie podlega wątpliwości, że Unia Europejska potrzebuje efektywnego dostępu do kapitału, aby stymulować innowacyjne spółki, sfinansować transformację energetyczną i cyfrową oraz inne kluczowe inwestycje infrastrukturalne, a tym samym móc konkurować z globalnymi rynkami.

Jednak nie można wylać dziecka z kąpielą – pomimo globalizacji rynków finansowych w lokalne spółki sektora SME inwestuje przede wszystkim lokalny kapitał. Dlatego istnieje mocne uzasadnienie dla budowy silnych krajowych rynków kapitałowych i z tego punktu widzenia należy oceniać inicjatywę w ramach CMU.

Firmy SME są głównym źródłem budowania dochodu narodowego, zwiększania ilości miejsc pracy, innowacyjności i przedsiębiorczości. A one potrzebują tu na miejscu, zasilania w kapitał wyższego ryzyka, który jest olejem napędowym dla innowacyjnych sił ekonomicznych. Rynki zagraniczne będą dla nich za drogie i mało dostępne (asymetria informacyjna). Krajowy rynek kapitałowy zabezpiecza finansowanie lokalnych innowacyjnych projektów, szczególnie w sektorze średnich i małych firm, co ma kluczowe znaczenie dla zwiększenia produktywności i konkurencyjności polskich firm.

Jest to szczególnie ważne w przypadku Polski, bowiem zasadniczą słabością polskiej gospodarki jest niska produktywność i innowacyjność. W tych dwóch kategoriach jesteśmy na 4 miejscu od końca wśród krajów UE (Raport „Innovation Union Scoreboard Taportu BŚ pt. „Paths and Drivers of Productivity Growth in Poland”).

Podsumowując, rynek kapitałowy UE powinien mieć odpowiednią strukturę i regulacje, aby konkurować z globalnymi liderami w finansowaniu wzrostu i innowacji, ale jednocześnie wspierać lokalne rynki, których głównym zadaniem jest finansowanie, na wczesnym etapie rozwoju, małych i średnich krajowych przedsiębiorstw, które są siłą napędową europejskich gospodarek.

Celem zmian regulacyjnych w UE powinno być zwiększanie konkurencyjności rynku unijnego, ale nie kosztem utraty konkurencyjności europejskich podmiotów i regionalnych ekosystemów. Dlatego prace nad pogłębieniem Unii Rynków Kapitałowych i stworzeniem Unii Oszczędności i Inwestycji powinny być ukierunkowane na rozwój regionalnych centrów finansowych, regionalnych stacji zasilania w kapitał wyższego ryzyka, a inicjatywy na rzecz integracji europejskich rynków powinny uwzględniać specyfikę regionalnych rynków i gospodarek, co pozwoli na zachowanie równowagi między wzmocnieniem europejskiego/unijnego rynku kapitałowego, a potrzebami regionalnych/lokalnych rynków i ich gospodarek.

Centralizacja i koncentracja sprzyja bowiem dużym graczom kosztem małych. Na rozwoju Unii Rynków Kapitałowych w obecnej koncepcji centralizacji najsilniej skorzystają największe i najsilniejsze rynki. Tendencja do koncentracji aktywności na rynku kapitałowym jest silniejsza niż na rynkach produktów ze względu na prawidłowość „płynność przyciąga płynność”.

Z jednej strony, sprzyjać to powinno poprawie konkurencyjności unijnych instytucji finansowych wobec podmiotów zewnętrznych (gł. z UK i USA), z drugiej odciąga kapitał i osłabia konkurencyjność mniejszych rynków, utrudniając spełnienie ich kluczowych funkcji w gospodarce.

W ramach rozwoju lokalnych rynków, ważne jest, aby doprowadzić do transferu części środków z gospodarstw domowych zgromadzonych na depozytach bankowych na rynek kapitałowy.

W 2023 roku średnio aż 31% oszczędności unijnych gospodarstw domowych było trzymane w gotówce lub na rachunkach bankowych. Liderzy europejscy w zakresie inwestycji detalicznych na rynku kapitałowym, tacy jak Szwecja czy Dania, charakteryzują się tym współczynnikiem na poziomie około 15%. Zbliżenie się do tego poziomu w skali UE, uwolniłoby znaczące zasoby środków mogących finansować inwestycje i innowacje w UE. Przeniesienie części oszczędności gospodarstw domowych na rynki kapitałowe wymaga zmniejszenia lub eliminacji podatków od zysków kapitałowych, które mogą być również wyraźnym bodźcem dla inwestorów indywidualnych do inwestycji na rynku kapitałowym.

*z okazji
Świąt Bożego Narodzenia
oraz zbliżającego się
Nowego Roku*

*pragniemy złożyć Państwu
moc gorących życzeń:
zdrowia, szczęścia
i wszelkiej pomyślności.*



Wesołych Świąt
Szczęśliwego Nowego Roku

 Izba
Domów
Maklerskich



dr Iwona Sroka

Prezes Rady Giełdy Papierów Wartościowych
Wiceprezes Zarządu, Murapol S.A.

Jak Pani Prezes postrzega rolę Rady Giełdy wobec nowego Zarządu GPW?

dr Iwona Sroka, Prezes Rady GPW: Obecna Rada Giełdy rozpoczęła swoje działania w pierwszym kwartale 2024 roku. W połowie roku, na mocy decyzji WZA, dołączył do nas pierwszy Prezes GPW Wiesław Rozłucki oraz Prezes IDM Waldemar Markiewicz. Rada od początku aktywnie angażuje się w kluczowe kwestie związane z rozwojem i bezpieczeństwem rynku kapitałowego w Polsce. Od analizy gotowości do kontynuacji projektu WATS, przez urealnienie jego statusu i sposobu zarządzania, aby zagwarantować sukces, po przegląd strategii, realizowanych projektów oraz kwestie organizacyjne i efektywne zarządzanie zasobami GPW. Po tych kilku miesiącach proaktywnego działania możemy wskazać konkretne efekty naszej pracy: pozyskanie wysoko wykwalifikowanych, profesjonalnych członków zarządu Spółki, przyśpieszenie działań w obszarze technologii i bezpieczeństwa obrotu oraz rewizję inicjatyw i aktywów, które mają wspierać rozwój rynku kapitałowego w Polsce i przyciągać długoterminowy kapitał. To ma nie tylko znaczenie gospodarcze, ale także społeczny wymiar w kontekście trendów demograficznych i rosnącej świadomości potrzeby oszczędzania. Jako Rada nie identyfikujemy się z kierunkami rozwoju, które rozpraszały zasoby i kompetencje GPW poza cele związane z budową silnego rynku kapitałowego. Naszym celem jest, aby Giełda koncentrowała się na swojej kluczowej działalności oraz projektach o istotnym znaczeniu systemowym. Będziemy mocno wspierać Zarząd Giełdy w realizacji Kierunków Nowej Strategii i czuwać nad ich skutecznym wdrażaniem.

Giełda na giełdzie, jak pogodzić obowiązek maksymalizacji zysku spółki notowanej na giełdzie z rolą spółki infrastrukturalnej z misją wspierania polskiego rynku kapitałowego?

Giełda ma potencjał, by pogodzić dwa priorytety: rozwój rynku kapitałowego oraz budowę wartości dla akcjonariuszy i interesariuszy. GPW jako organizator handlu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do obrotu giełdowego jest wprost odpowiedzialna za rozwijanie efektywnych mechanizmów przepływu kapitału i towarów oraz rozbudowę skali rynku.

W tym obszarze Giełda będzie aktywnie dążyć do zwiększania roli rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki, szczególnie wspierając działania innowacyjne i rozwojowe. Te kierunki wyznacza także Nowa Strategia GPW. Wszystko, co wzmacnia nasz rynek i jego uczestników, bezpośrednio wzmacnia również spółkę GPW – to jest poza dyskusją. Planujemy przede wszystkim zwiększać i aktywizować krajową bazę inwestorów oraz wychodzić do emitentów. Celem jest zwiększenie liczby firm finansujących swoje projekty rozwojowe dzięki kapitałowi pozyskanemu na Giełdzie. Z drugiej strony skupiamy się na zwiększaniu udziału przychodów powtarzalnych, poprawie efektywności kosztowej i procesowej oraz wykorzystaniu synergii w Grupie Kapitałowej GPW, w tym w obszarze technologii. Wszystkie te działania będą miały wpływ na budowę wartości dla akcjonariuszy i utrzymanie atrakcyjnej polityki dywidendowej.

Podsumowując, koncentracja na rozwoju rynku kapitałowego jako kluczowym elemencie Nowej Strategii GPW powinna stać się katalizatorem wzrostu przychodów w jej podstawowym biznesie. Jednocześnie umożliwi to znaczną redukcję kosztów związanych z mniejszymi inicjatywami, które dotychczas nie miały istotnego wpływu na budowanie skali rynku.

Czy jest złoty środek na to jak przyciągnąć kapitał na warszawski parkiet? W jaki sposób zachęcić nowych inwestorów?

To prawda, że jednym z wyzwań ostatniej dekady, zarówno na polskim, jak i europejskich rynkach, jest niska liczba IPO, a co za tym idzie – ograniczona oferta dla inwestorów, która przekłada się na mniejsze zainteresowanie rynkiem. W dodatku na polskiej Giełdzie dominują małe i średnie spółki, stąd też wskaźnik kapitalizacji GPW do PKB jest ok. 2,6 razy niższy od średniej europejskiej i wynosi zaledwie 25%. Warto dodać, że kapitalizacja spółek giełdowych w Polsce w relacji do PKB spadła w ostatniej dekadzie z 35% do około 25%, podczas gdy w Unii Europejskiej w tym samym okresie średnia wzrosła z 57% do ponad 65%.

To wskazuje na ograniczoną rolę Giełdy w mobilizacji kapitału oraz jej coraz słabsze odzwierciedlenie rzeczywistego stanu gospodarki. Realizując Nową Strategię będziemy intensywnie pracować nad możliwościami przesunięcia kapitału do gospodarki, finansując jej rozwój, transformację i innowacyjność.

Jeśli chodzi o inwestorów, istnieje duży potencjał w działaniach na rzecz zwiększenia puli długoterminowych oszczędności na rynku krajowym, aktywizacji lokalnych inwestorów indywidualnych, współpracy z systemem funduszy inwestycyjnych oraz rozwoju lokalnego rynku PE/VC. Z drugiej strony atrakcyjne, wzrostowe spółki są najlepszymi ambasadorami GPW. W tych obszarach intensywna współpraca oraz silna baza krajowych brokerów są kluczowe dla pobudzenia rynku. W spektrum planowanych działań znajdują się też atrakcyjne produkty długoterminowego inwestowania, takie jak ETFy, REITy czy rozwój tokenizacji aktywów niefinansowych.

Czy, z własnego doświadczenia, bo przecież stosunkowo niedawno wprowadzała Pani Murapol na warszawski parkiet, ma Pani rady dla przyszłych debiutantów na GPW?

Ścieżka IPO, a później obecność spółki w notowaniach giełdowych to wymagające, ale i fascynujące doświadczenie. Od ponad 23 lat Grupa Murapol z sukcesem współtworzy polski rynek mieszkaniowy, a rok temu dołączyła do grona spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Rozpoczęliśmy nowy etap w rozwoju naszej firmy, z nowymi akcjonariuszami na pokładzie, a są wśród nich zarówno inwestorzy zagraniczni, jak i krajowe fundusze oraz spore grono inwestorów indywidualnych. Giełda to bez wątpienia krok otwierający nowe możliwości rozwoju, zwłaszcza w relacjach z rynkami finansowymi i akcjonariuszami spółki. Rozmowy w trakcie oferty, konfrontacja wizji rozwoju i strategii spółki, modelu działalności operacyjnej i tego, co ją wyróżnia, z rynkowymi oczekiwaniami inwestorów, przynoszą wymierne efekty i dostarczają cennej wiedzy, która pozwala ocenić, czy zmierzamy we właściwym kierunku. Chciałabym podkreślić, że kluczowym elementem procesu IPO, budującym zaufanie inwestorów, jest jasna i konsekwentnie realizowana strategia rozwoju firmy, która tworzy wartość dla wszystkich akcjonariuszy.

Dobiega końca rok edukacji finansowej, jak postrzega Pani rolę GPW jako propagatora wiedzy o giełdzie i rynku kapitałowym?

Przez wiele lat pracy na Giełdzie i w KDPW aktywnie angażowałam się w edukację ekonomiczną oraz promowanie kultury oszczędzania i inwestowania. Począwszy od organizacji i rozwoju inicjatywy Szkoły Giełdowej na GPW, poprzez pierwszą giełdową Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego, wsparcie działań Fundacji Młodzieżowej Przedsiębiorczości i Fundacji im. Leśława Pagi, aż po autorskie przedsięwzięcie KDPW i Uniwersytetu Warszawskiego – Kongres Rynku Kapitałowego. Te osobiste doświadczenia wynikały z ogromnej wagi, jaką Giełda i środowisko rynku kapitałowego przywiązywały do edukacji finansowej oraz promowania wiedzy o mechanizmach tego rynku. Tak jest i dziś. Fundacja GPW to niezwykle aktywna organizacja, realizująca liczne projekty zarówno samodzielnie, jak i we współpracy z partnerami. Jej działania koncentrują się na budowaniu kultury długoterminowego inwestowania na GPW, zapewnianiu bezpieczeństwa finansowego oraz wspieraniu finansowania kluczowych celów życiowych. Aktywnie uczestniczymy w realizacji Krajowej Strategii Edukacji Finansowej oraz promowaniu najlepszych praktyk ładu korporacyjnego wśród spółek notowanych. Te działania stanowią jeden z filarów strategicznych planów Giełdy i jestem przekonana, że zaangażowanie zasobów GPW w tym obszarze przyniesie pozytywne efekty. Zaufanie do rynku kapitałowego, wysokie standardy ładu korporacyjnego oraz poszanowanie praw inwestorów mniejszościowych, to kluczowe elementy misji wzmacniania polskiego rynku kapitałowego.

Jakie widzi Pani jako Prezes Rady Giełdy, obszary współpracy z Izbą Domów Maklerskich? Co razem możemy zrobić dla rozwoju rynku kapitałowego?

To ważny temat, ponieważ tworzymy jeden rynek i wspólnie ponosimy odpowiedzialność za jego rozwój. Cieszy zatem, że w gronie Rady Giełdy zasiada Prezes Izby Domów Maklerskich, Waldemar Markiewicz, który wnosi do naszych dyskusji perspektywę tego środowiska. Ponadto współpraca z firmami inwestycyjnymi jako kluczowymi interesariuszami Giełdy jest niezbędna, aby sprostać wyzwaniom krajowego rynku oraz konkurencji ze strony globalnych graczy. Dotychczas GPW skutecznie broniła się przed konkurencją ze strony innych platform obrotu, jednak dynamicznie zmieniające się otoczenie wymaga od nas zrozumienia tych zmian i odpowiedniego reagowania.

Współpraca ze środowiskiem firm inwestycyjnych powinna również obejmować rozwój Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego, aby zwiększyć zasięg analiz dla spółek notowanych na GPW. To dobre narzędzie zmniejszające asymetrię informacyjną między inwestorami a emitentami, co w efekcie obniża ryzyko i koszt kapitału. Jest to jeden z wielu pozytywnych przykładów współpracy, którą należy systematycznie wzmacniać.

Przed nami spore wyzwanie regulacyjne jakim jest implementacja w Polsce unijnej dyrektywy Woman on Board. Jakie jest Pani zdanie na temat parytetów? Czy istnieje ryzyko gold-platingu w tym obszarze?

W pełni popieram przesłanki leżące u podstaw wprowadzanej regulacji, której nadrzędnym celem jest zapewnienie równowagi i realnego wpływu obu płci na funkcjonowanie spółek publicznych. Analizując statystyki i dane rynkowe, widzimy, że wciąż jest wiele do zrobienia. GPW będzie aktywnie podejmować inicjatywy wspierające wdrażanie regulacji mających na celu poprawę równowagi płci we władzach spółek giełdowych. Jedną z nich jest już uruchomiony program GPW FutureBridge łączący kobiety-liderki ze spółkami notowanymi na Giełdzie poszukującymi talentów na stanowiska zarządcze i menedżerskie. Chcemy stworzyć marketplace programów rozwojowych dający dostęp do spektrum szkoleń, kursów oraz programów realizowanych zarówno w kraju, jak i za granicą. Jednocześnie uważam, że transpozycja przepisów unijnych do polskiego prawa nie powinna w żadnym przypadku odbiegać od treści zaproponowanej przez unijnego regulatora ani być bardziej restrykcyjna. Opowiadam się za precyzyjnym odzwierciedleniem przepisów w ustawie o obrocie, aby uniknąć tzw. zjawiska gold-platingu i zapewnić pełną harmonizację polskiego prawa z dyrektywą UE.

Rozmawiała: mec. Katarzyna Kacprzak – Izba Domów Maklerskich

25. KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO

JUBILEUSZOWA

9 – 12 marca 2025

Bukowina Tatrzańska



25. Konferencja Rynku Kapitałowego z patronatem Polskiej Prezydencji w Radzie Unii Europejskiej



Patronat polskiej prezydencji w Radzie UE

Patronage of the polish presidency of the Council of the EU

Patronage de la présidence polonaise du Conseil de l'UE

PATRONAT POLSKIEJ PREZYDENCJI W RADZIE UNII EUROPEJSKIEJ

Konferencja Rynku Kapitałowego to jedno z najważniejszych wydarzeń branżowych, coroczne 3-dniowe forum dyskusji przedstawicieli zarządów czołowych instytucji finansowych, spółek giełdowych i inwestorów, administracji rządowej, firm konsultingowych, doradców, kancelarii prawnych i audytorów. Celem konferencji jest wspieranie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, który ma służyć budowaniu konkurencyjnej gospodarki oraz dobrobytu obywateli.

PATRONAT POLSKIEJ PREZYDENCJI W RADZIE UNII EUROPEJSKIEJ przyznany przez Ministra ds. Unii Europejskiej włącza wydarzenie do oficjalnego kalendarza polskiej prezydencji w Radzie UE. Patronat otrzymują projekty, które promują obecność Polski w UE, polską prezydencję, wzmacniają realizację jej celów lub wzbogacają program kulturalny prezydencji.

Od 1 stycznia 2025 r., przez 6 miesięcy, Polska będzie przewodniczyć pracom Rady Unii Europejskiej. Na posiedzeniu w czerwcu 2024 r. Rada Europejska dokonała przeglądu postępów i omówiła dodatkowe kroki w celu dalszej integracji unijnych rynków kapitałowych. Unia Rynków Kapitałowych będzie jednym z wiodących tematów Konferencji Rynku Kapitałowego. Polska gospodarka potrzebuje silnego krajowego rynku kapitałowego dla zwiększenia jej innowacyjności i produktywności, a także dla sfinansowania wyzwań transformacji energetycznej i cyfrowej.

ZAPRASZAMY DO WSPÓŁPRACY!

www.idm.com.pl/krk25

ZAREZERWUJ
TERMIN!

9 – 12 marca 2025

Bukowina Tatrzańska

TOP WYDARZENIE BRANŻOWE 25. KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO w BUKOWINIE TATRZAŃSKIEJ

9 – 12 marca 2025 roku (niedziela – środa)

**„EUROPEJSKIE AMBICJE WOBEC INTEGRACJI UNIJNYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH
I WYZWAŃ STOJĄCYCH PRZED POLSKĄ GOSPODARKĄ”**

Hotel Bukovina, Bukowina Tatrzańska

Zatwierdzono główne tematy 25-tej Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej – drugie posiedzenie Rady Programowej za nami! Pierwsi partnerzy potwierdzają deklaracje współpracy przy konferencji!

W dniu 28 października 2024 r. o godz. 10:00 w Centrum Bankowo-Finansowym w Warszawie odbyło się II. posiedzenie Rady Programowej Konferencji KRK'25 w Bukowinie Tatrzańskiej. II. posiedzenie Rady Programowej zgromadziło ponad 50 uczestników, przedstawicieli czołowych instytucji i firm rynku kapitałowego. Izbę w trakcie posiedzenia reprezentował Waldemar Markiewicz, Prezes Izby oraz przewodniczący Rady Programowej, Piotr Prażmo. Przedstawiciele IDM zaprezentowali główne tematy konferencji uzgodnione z Radą i potwierdzono temat konferencji.

WSPIERAMY ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO DLA WZROSTU GOSPODARCZEGO I ZAMOŻNOŚCI OBYWATELI

TEMAT KONFERENCJI:

„Europejskie ambicje wobec integracji unijnych rynków kapitałowych i wyzwań stojących przed polską gospodarką”.



TEMATYKA KONFERENCJI – ponad 6 sesji strategicznych i 10 tematów paneli

W związku z tym, że 1 stycznia 2025 roku Polska obejmuje prezydencję w Radzie Unii Europejskiej jednym z wiodących bloków tematycznych konferencji będzie rynek kapitałowy i jego potencjał dla rozwoju gospodarczego w kontekście Unii Rynków Kapitałowych (CMU). Kolejny istotny blok tematyczny to obszar makro i geopolityczny oraz jego wpływ na polski rynek. W kontekście krajowych wyzwań na najbliższe lata, konferencja poświęci również czas tematom transformacji cyfrowej i energetycznej w ujęciu źródeł finansowania potrzeb rozwojowych. Istotnym filarem debat konferencyjnych będzie obszar regulacji i ich wpływu na funkcjonowanie rynku. Nie zabraknie również dyskusji branżowych o potrzebach inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, kliencie na rynku finansowym. Tematyka nowych technologii i finansów cyfrowych na stałe zagościła już w Bukowinie, również najbliższa konferencja poświęci czas tym zagadnieniom.

Ważnym obszarem dyskusji będzie temat roli i możliwości rynku kapitałowego w kontekście finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw.

TEMATY:

- Unia Rynków Kapitałowych a rola krajowych rynków kapitałowych.
- Makroekonomiczne prognozy dla Polski i świata i ich wpływ na rynki kapitałowe.
- Finansowanie transformacji energetycznej i zrównoważonego rozwoju.
- Trendy i polityka w zakresie rozwoju finansów cyfrowych.
- Rola private equity i private debt w finansowaniu gospodarki.
- Perspektywa inwestorów: profil, potrzeby, apetyt na ryzyko.
- Najnowsze zmiany w regulacjach rynku finansowego w Polsce i w Europie i ich wpływ na krajowy rynek i gospodarkę.
- Jak zwiększyć liczbę i kwotę IPOs (equity financing)?

Partnerstwo podczas 25. Konferencji Rynku Kapitałowego potwierdzili już: Accenture Polska, Asseco Poland S.A., Bank Gospodarstwa Krajowego, Bank Pekao S.A., Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A., EY-Parthenon, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., JSW S.A., KGHM Polska Miedź S.A., Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., Noble Securities S.A., PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., PKO Bank Polski S.A., Polski Fundusz Rozwoju S.A., PwC, Santander Bank Polska S.A., Santander TFI S.A., XTB S.A. Partnerem Instytucjonalnym konferencji będą m.in. CFA Society Poland, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Stowarzyszenie Niezależnych Członków Rad Nadzorczych, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Sustainable Investment Forum Poland (POLSIF), Uniwersytet Warszawski.

W ramach konferencji Izba Domów Maklerskich wraz z portalem Bankier.pl organizuje merytoryczną debatę „Szczyt energetyczny w Bukownie – rola i możliwości rynku kapitałowego w finansowaniu transformacji energetycznej w Polsce”. W kontekście konieczności poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki, stabilność dostaw i ceny energii stanowią kluczowe wyzwanie dla Polski w najbliższych latach. Debatę dot. transformacji energetycznej wpisuje się w kluczowy obecnie temat finansowania inwestycji energetycznych przez krajowe instytucje finansowe i rynek kapitałowy. W dyskusji udział wezmą przedstawiciele: krajowych instytucji finansowych, w tym państwowych, firm energetycznych, czy stowarzyszeń i izb branżowych.

Zapraszamy do współpracy!



Zmiany w zakresie *investment research*



mec. Ewa Mazurkiewicz

Partner SPCG

kieruje praktyką regulacyjną rynku kapitałowego

Z dniem 4 grudnia 2024 r. wszedł w życie pakiet regulacyjny tzw. Listing Act, a w jego ramach dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2811 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchycenia dyrektywy 2001/34/WE („Dyrektywa 2024/2811”). Przepisy Dyrektywy 2024/2811 będą podlegać implementacji do krajowych porządków prawnych poszczególnych państw w terminie 18 miesięcy od dnia jej wejścia w życie, tj. do dnia 5 czerwca 2026 r.

Z dniem 28 października 2024 r., opierając się o treść jeszcze nieopublikowanego aktu Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) opublikował dokument konsultacyjny („Dokument Konsultacyjny”) zawierający propozycje zmian do dyrektywy delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych („Dyrektywa 2017/593”). Celem Dokumentu Konsultacyjnego jest zmiana przepisów Dyrektywy 2017/593 regulujących opłaty za investment research (w polskim tłumaczeniu: badania inwestycyjne; dalej: „Analizy”) do zmian wprowadzanych w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE („MiFID II”) Dyrektywą 2024/2811 jak też ich doprecyzowanie w zakresie niezbędnym lub uzasadnionym.

Zmiany wynikające z Dyrektywy 2024/2811

Pierwotnie przepisy MiFID II zakazywały łączenia przez firmy inwestycyjne płatności z tytułu Analiz i usług z tytułu wykonywania zleceń, wprowadzając wymóg płatności odrębnych (tzw. research unbundling rule) lub płatności dokonywanych za Analizy ze środków własnych firmy inwestycyjnej.

Powyższy stan rzeczy został złagodzony. Aktualnie obowiązujące przepisy MiFID II dopuszczają możliwość płatności łącznych (za Analizy i usługi wykonywania zleceń) nakładając jednak na firmy inwestycyjne pewne dodatkowe wymogi z tym związane.

Obowiązujący od lutego 2021 r. przepis art. 24 ust. 9a MiFID II przewiduje, że korzystanie przez firmy inwestycyjne na potrzeby świadczonych usług z Analiz sporządzanych przez podmioty trzecie może odbywać się pod warunkiem jednak spełnienia następujących warunków:

- 1) przed otrzymaniem Analiz od podmiotu trzeciego, pomiędzy podmiotem trzecim a firmą inwestycyjną została zawarta umowa określająca tę część łącznych opłat lub łącznych płatności za Analizy i usługi wykonywania zleceń, która przypada na Analizy;
- 2) firma inwestycyjna informuje swoich klientów o dokonywaniu łącznych płatności na rzecz osób trzecich z tytułu Analiz i usług wykonywania zleceń; oraz

- 3) Analizy, dla których wprowadzono połączone opłaty lub łączne płatności, dotyczą wyłącznie emitentów, których kapitalizacja rynkowa nie przekroczyła 1 mld euro w okresie 36 miesięcy poprzedzających sporządzenie Analiz, przy czym kapitalizacja powinna być liczona wg danych z notowań na koniec roku, za lata, w których emitent jest lub był notowany na rynku regulowanym, lub wyrażona w kapitale własnym za lata obrotowe, w których takich notowań nie było.

Warunek z pkt. 3 został wprowadzony w celu wspierania spółek o małej i średniej kapitalizacji, których potrzeba wsparcia, bezpośrednio po pandemii COVID-19, została dostrzeżona i w ten sposób zrealizowana.

Dyrektywa 2024/2811 wprowadzi zmiany jeszcze dalej idące w kierunku odejścia od zasady unbundled research rule, mianowicie zmiany, zgodnie z którymi:

1) firma inwestycyjna i podmiot trzeci dostarczający Analizy obowiązane będą określić w zawartej umowie już nie część łącznych płatności przypadającą na Analizy, lecz metodę obliczania wynagrodzenia, która w szczególności wskaże sposób uwzględniania kosztu Analiz w całkowitych opłatach z tytułu świadczonych usług, co stanowi odejście od rygorystycznego nakazu wskazywania w umowie części opłat należnej z tytułu Analiz na rzecz rozwiązania bardziej elastycznego polegającego na wprowadzeniu pewnej formuły, sposobu wyliczania;

2) firma inwestycyjna będzie musiała poinformować klientów o dokonanych przez nią wyborze sposobu płacenia za Analizy (płatności łączne lub oddzielne) i udostępnić im przyjętą przez firmę politykę płatności z tytułu usług wykonywania zleceń i usług sporządzania Analiz, która jednak będzie dodatkową polityką do przyjęcia, wdrożenia, udostępniania klientom, aktualizowania itd.;

3) firma inwestycyjna będzie miała obowiązek corocznego przeprowadzania oceny jakości, przydatności i wartości Analiz wykorzystywanego do świadczonych usług, w tym jego wpływu na wzrost jakości podejmowanych decyzji inwestycyjnych, co samo w sobie nie stanowi novum w stosunku do obecnego stanu prawnego, gdyż w dużej mierze powtarza przepisy Dyrektywy 2017/593, jednak zmiana może ulec rozumienie istoty i podejście do tego obowiązku (patrz wyjaśnienia dotyczące Dokumentu Konsultacyjnego);

4) w przypadku podjęcia decyzji o dokonywaniu oddzielnych płatności, firma inwestycyjna obowiązana będzie dokonywać tych płatności:

(i) bezpośrednio ze środków własnych firmy inwestycyjnej; albo

(ii) z oddzielnego rachunku płatniczego na potrzeby Analiz kontrolowanego przez tę firmę

- co ponownie „powtarza” już regulacje przewidziane obecnie na poziomie drugim, czyli w Dyrektywie 2017/593, a więc w istocie nie powinno doprowadzić do zmiany w sytuacji prawnej firm inwestycyjnych;

5) obowiązki określone w pkt. 1, 2 i 4 powyżej zostaną wyłączone w stosunku do Analiz otrzymywanych przez firmę inwestycyjną od podmiotu trzeciego niezaangażowanego w realizację transakcji ani niebędącego częścią grupy finansowej obejmującej firmę świadczącą usługi wykonywania zleceń, w takim przypadku zastosowanie będzie miał wyłącznie wymóg, o którym mowa w pkt. 3 powyżej;

6) firma inwestycyjna będzie miała obowiązek prowadzenia rejestru całkowitych kosztów, które możliwe będą do przypisania poszczególnym otrzymanym Analizom, dane z rejestru będą musiały być udostępniane klientom raz w roku, na ich żądanie.

W Dyrektywie 2024/2811 rezygnuje się z wprowadzonego w 2021 r. ograniczenia możliwości stosowania rozwiązania polegającego na łączeniu opłat jedynie do spółek o małej i średniej kapitalizacji uznając, że wsparcie spółek powinno być osiągane innymi narzędziami m.in. poprzez rozwiązania organizacyjne zapewniające, by Analizy sponsorowane przez emitenta były przygotowywane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania opracowanym przez ESMA, zwiększającym zaufanie do takich materiałów i więc również ich wykorzystanie.

Dokument Konsultacyjny

Zmiany wprowadzone Dyrektywą 2024/2811 spowodują konieczność nowelizacji art. 13 Dyrektywy 2017/593, który w swoim obecnym brzmieniu w dużej części reguluje materię omawianą w niniejszym materiale, a więc uregulowaną już na poziomie aktu wyższego poziomu i co więcej w części w sposób odmienny.

W związku z powyższym, ESMA przygotowała Dokument Konsultacyjny, w którym zaproponowała zmiany wspomnianego przepisu i poddała je pod publiczne konsultacje.

Proponowane przez ESMA zmiany w Dyrektywie 2017/593, poza zmianami o charakterze redakcyjnym związanymi z przyjęciem Dyrektywy 2024/2811, wprowadzają dwie istotne propozycje merytoryczne o charakterze uzupełniającym reżim wynikający z przepisów Dyrektywy 2024/2811.

Pierwsza z propozycji ESMA zmierza do doprecyzowania wymogu przeprowadzania przez firmy inwestycyjne corocznej oceny jakości, przydatności i wartości Analiz wykorzystywanych w świadczonych usługach, a także ich zdolności do wpływania na wzrost jakości podejmowanych decyzji inwestycyjnych. ESMA proponuje, aby ocena ta opierała się na solidnych kryteriach jakościowych i tam, gdzie jest to możliwe, obejmowała porównanie z potencjalnymi alternatywnymi dostawcami Analiz.

Celem ESMA jest osiągnięcie stanu, w którym firmy inwestycyjne dążą do przeciwdziałania nadmiernemu poleganiu na jednym dostawcy Analiz.

W Dokumencie Konsultacyjnym zostało przy tym wskazane, że w ocenie ESMA, porównanie alternatywnych dostawców Analiz nie musi być rozumiane jako obowiązek korzystania każdorazowo z usług kilku dostawców Analiz, ale raczej, jako wymóg zebrania ofert innych dostawców tego typu materiałów, wiedzy pozwalającej na ocenę możliwości podmiotów stanowiących alternatywę dla obecnego dostawcy.

Istotne jest również to, że propozycja ESMA w omawianym zakresie nie ma charakteru bezwzględnie, czyli, że obowiązek miałby powstawać wyłącznie w sytuacjach, w których przedmiotowe porównanie byłoby możliwe („if feasible”).

Drugą istotną propozycją przedstawioną przez ESMA w Dokumencie Konsultacyjnym jest doprecyzowanie w zakresie ustalonej w umowie metody obliczania wynagrodzenia przy łącznych płatnościach za Analizy i usługę wykonywania zleceń. ESMA proponuje, aby do Dyrektywy 2017/593 dodane zostały następujące warunki:

1) metoda obliczania wynagrodzenia powinna zapobiegać występowaniu sytuacji, w której firma inwestycyjna w efekcie płaciłaby znacząco więcej za Analizy w ramach połączonej płatności niż wynosiłby koszt Analiz w sytuacji, gdyby firma inwestycyjna płaciła za nie bezpośrednio; oraz

2) metoda obliczania wynagrodzenia nie powinna ograniczać zdolności firmy inwestycyjnej do działania w zgodzie z wymogami best execution.

Proces konsultacyjny rozpoczęty przez ESMA opublikowaniem Dokumentu Konsultacyjnego będzie trwać do 28 stycznia 2025 r. W tym terminie możliwe jest przedstawianie przez uczestników rynku uwag do propozycji zaprezentowanych przez ESMA jak również zgłaszanie dodatkowych propozycji w zakresie objętym przedmiotowym dokumentem.

Podsumowanie

Podsumowując należy wskazać, że jakkolwiek zmiany przepisów MiFID II w omawianym zakresie ewoluowały na przestrzeni ostatnich lat od całkowitego zakazu łączenia opłat z tytułu Analiz i usług wykonywania zleceń do korzystania z takiej możliwości (bez ograniczania do pewnego typu emitentów), to jednak każda zmiana wprowadza dodatkowe wymogi związane ze zmianami umów już zawartych, zmiany niezbędne do wdrożenia w organizacji wewnętrznej oraz w relacjach z klientami. Istotne jest, aby kolejne mniejsze lub większe przesunięcia w kierunku z założenia słusznym, uwzględniającym potrzeby różnych grup uczestników rynku, nie były jednak okupione koniecznością wdrożenia przez firmy inwestycyjne (bezpośrednich adresatów tych modyfikacji), zmian generujących nadmierne koszty, których nie zbilansują korzyści. W tym celu niezbędne jest analizowanie na bieżąco publikowanych propozycji legislacyjnych i reagowanie, gdyż jest to jedyna szansa, aby ostatecznie przyjmowane przepisy uwzględniały oczekiwania rynku. Powyższa uwaga w równym stopniu dotyczy również projektu krajowych przepisów implementujących Dyrektywę 2024/2811, gdyż ich ostateczny kształt może odbiegać od przepisów omówionych w niniejszym materiale.

Kwalifikacja usług i dostawców ICT. Kluczowe wyzwania dla instytucji finansowych



mec. Katarzyna Majer-Gębska

Managing Counsel

Kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

Wobec dynamicznych zmian w funkcjonowaniu sektora finansowego, rosnące uzależnienie od technologii informacyjno-komunikacyjnych (ICT) oraz zewnętrznych dostawców tych usług stanowi jedno z kluczowych wyzwań dla instytucji finansowych. Jak wskazano w raporcie Komisji Europejskiej z dnia 24 września 2020 r., taka zależność niesie za sobą istotne ryzyka zarówno dla poszczególnych podmiotów, jak i dla stabilności całego rynku finansowego. Odpowiedzią m.in. na te wyzwania jest Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego (dalej: DORA, Rozporządzenie). Akt ten, który wejdzie w życie 17 stycznia 2025 r., ma na celu wzmocnienie odporności cyfrowej sektora finansowego oraz ograniczenie ryzyk związanych z wykorzystaniem technologii ICT.

Jednym z najważniejszych aspektów DORA jest ustanowienie kompleksowych zasad zarządzania ryzykiem ICT, w tym ryzykiem związanym z powierzaniem usług ICT dostawcom zewnętrznym. Regulacje te modernizują systemy kontroli wewnętrznej instytucji finansowych, w szczególności w obszarze zarządzania relacjami z dostawcami oraz monitorowania ich działalności.

Ramy zarządzania ryzykiem ICT

DORA wymaga od instytucji finansowych opracowania i wdrożenia ram zarządzania ryzykiem ICT, które stanowią integralny element systemu zarządzania ryzykiem. Ryzyko ICT obejmuje zagrożenia dla bezpieczeństwa, integralności i ciągłości działania systemów informatycznych, co może wpływać na stabilność operacyjną instytucji finansowych.

Szczególny nacisk położono na relacje z dostawcami zewnętrznymi świadczącymi usługi krytyczne. Rozdział V Rozporządzenia szczegółowo reguluje wymagania w zakresie oceny ryzyka, monitorowania oraz dokumentowania relacji z dostawcami ICT. Proces kwalifikacji dostawców oraz bieżące monitorowanie ich działalności mają kluczowe znaczenie dla identyfikacji potencjalnych zagrożeń i minimalizacji ryzyk wynikających z uzależnienia od tych podmiotów.

Ramy zarządzania ryzykiem ICT

DORA wymaga od instytucji finansowych opracowania i wdrożenia ram zarządzania ryzykiem ICT, które stanowią integralny element systemu zarządzania ryzykiem. Ryzyko ICT obejmuje zagrożenia dla bezpieczeństwa, integralności i ciągłości działania systemów informatycznych, co może wpływać na stabilność operacyjną instytucji finansowych.

Szczególny nacisk położono na relacje z dostawcami zewnętrznymi świadczącymi usługi krytyczne. Rozdział V Rozporządzenia szczegółowo reguluje wymagania w zakresie oceny ryzyka, monitorowania oraz dokumentowania relacji z dostawcami ICT. Proces kwalifikacji dostawców oraz bieżące monitorowanie ich działalności mają kluczowe znaczenie dla identyfikacji potencjalnych zagrożeń i minimalizacji ryzyk wynikających z uzależnienia od tych podmiotów.

Identyfikacja usług ICT

W trakcie dokonywania przez instytucje finansowe procesu identyfikacji usług ICT, pojawiły się wątpliwości, czy konkretne usługi będą za takowe uznane. Zgodnie bowiem z art. 3 pkt. 21 DORA, usługi ICT są definiowane jako:

- usługi cyfrowe i usługi w zakresie danych
- świadczone w sposób ciągły
- za pośrednictwem systemów ICT
- na rzecz co najmniej jednego użytkownika wewnętrznego lub zewnętrznego.

Każda zatem usługa spełniająca powyższe kryteria powinna zostać uznana za usługę ICT. Z uwagi na dość nieostrą definicję klasyfikacja niektórych usług jako usługi ICT lub też wyłączenie ich z tego katalogu może budzić wątpliwości interpretacyjne.

2 grudnia 2024 roku zostało opublikowane Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2024/2956 ustanawiające wykonawcze standardy techniczne do celów stosowania rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 w odniesieniu do standardowych wzorów na potrzeby rejestru informacji, które w Załączniku III zawiera rozbudowany katalog 19 usług ICT, w którym wymienione zostały m.in. usługi w chmurze, licencjonowanie oprogramowania (z wyłączeniem SaaS), analiza i przekazywanie danych czy doradztwo w zakresie ICT.

Wydaje się, że w celu prawidłowej klasyfikacji umów każdą współpracę pomiędzy instytucją finansową a usługodawcą należy oceniać przez pryzmat przedmiotu umowy i celu zawarcia umowy. Założeniem DORA jest bowiem regulowanie typowych umów ICT a nie takich, w których systemy ICT wykorzystywane są niejako dodatkowo a głównym przedmiotem umowy nie jest świadczenie usług ICT.

Etap przedkontraktowy

DORA nakłada obowiązek przeprowadzenia analizy ryzyka i odpowiedniego przygotowania umów jeszcze przed ich zawarciem. Dotyczy to zarówno relacji z zewnętrznymi dostawcami, jak i podmiotami wewnętrznymi, które takie usługi będą świadczyć w ramach grup kapitałowych.

Zgodnie z art. 28 ust. 4 Rozporządzenia, przed podpisaniem umowy o korzystanie z usług ICT instytucje finansowe muszą:

- Określić, czy usługa wspiera funkcje krytyczne lub istotne, których zakłócenie może mieć istotny wpływ na wyniki finansowe, bezpieczeństwo operacyjne lub zgodność z regulacjami;
- Ocenić zgodność umowy z wymogami regulacyjnymi i nadzorczymi;
- Zidentyfikować ryzyko koncentracji, tj. uzależnienia od jednego lub kilku powiązanych dostawców;
- Dokonać należytej staranności, by upewnić się, że dostawca spełnia wymagania w zakresie bezpieczeństwa i niezawodności.

Na podstawie powyższego przepisu DORA, można zidentyfikować wyraźny model postępowania w zakresie procesu due diligence dostawców ICT. Zanim instytucja finansowa zdecyduje się na podpisanie umowy z konkretnym dostawcą usług ICT, powinna przeprowadzić wielostopniowy proces badania odpowiedniości.

Pierwszym i kluczowym obowiązkiem nałożonym na instytucje finansowe jest ustalenie, czy dana umowa z potencjalnym dostawcą dotyczy usług ICT wspierających krytyczne lub istotne funkcje. Ma to kluczowe znaczenie nie tylko z punktu widzenia tego przepisu, ale również szeregu innych obowiązków wynikających z DORA oraz przepisów wykonawczych. Status funkcji/zasobów ICT uznawanych za krytyczne lub istotne a co za tym idzie zewnętrznych dostawców wspierającego takie funkcje, jest niezwykle istotny z punktu widzenia prawidłowego wdrażania regulacji DORA, przesądza on bowiem m.in. o konieczności zawarcia stosownych postanowień w umowach outsourcingowych, przeprowadzania, prowadzenia stosownych ewidencji, oceny powagi incydentów związanych z ICT, czy też do zarządzania tzw. ryzykiem koncentracji w obszarze ICT.

Określenie, czy dana funkcja ma charakter istotny lub krytyczny, może być znaczącym wyzwaniem. Warto w tym kontekście zauważyć, że choć definicja ta jest zbliżona do regulacji znanych nam z MIFID II czy też wytycznych EBA dotyczących outsourcingu, nie jest z nimi tożsama. Jej celem jest ujednoczenie rozumienia tego pojęcia w całym sektorze finansowym (gwooli przykładu na rynku usług płatniczych dotychczas posługiwano się pojęciem funkcji uważanej za ważną/istotną, podczas gdy na gruncie przepisów prawa upadłościowego- dyrektywy Solvency II stosowano pojęcie funkcji krytycznej). Definicja zawarta w rozporządzeniu DORA, pomimo swojej szczegółowości, opiera się na trzech prostych kryteriach.

Zgodnie z art. 3 DORA, funkcję uznaje się za krytyczną lub istotną, jeżeli jej zakłócenie mogłoby spowodować istotny, negatywny wpływ na:

- Wyniki finansowe danego podmiotu finansowego;
- Bezpieczeństwo lub ciągłość usług i działalności danego podmiotu;
- Wypełnianie warunków i obowiązków wynikających z udzielonego zezwolenia lub innych obowiązków wynikających z obowiązujących przepisów dotyczących usług finansowych.

Pierwsze dwa kryteria mają charakter uniwersalny, niezależnie od rodzaju podmiotu finansowego. W przypadku trzeciego kryterium należy jednak uwzględnić specyfikę regulacyjną, gdyż DORA odnosi się przede wszystkim do warunków udzielonych zezwoleń oraz obowiązków wynikających z przepisów sektorowych. W przypadku firm inwestycyjnych szczególne znaczenie mają tutaj wymogi wynikające z ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz z Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych.

Po ustaleniu, czy usługi świadczone przez potencjalnego dostawcę będą wspierać krytyczne lub istotne funkcje, podmiot finansowy powinien zweryfikować zgodność zawieranej umowy z wymogami regulacyjnymi dotyczącymi outsourcingu. Istotne jest nie tylko uwzględnienie odpowiednich klauzul wymaganych na podstawie art. 30 DORA, ale także spełnienie wymogów wynikających z przepisów sektorowych. W przypadku firm inwestycyjnych należy ponownie odwołać się do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zwłaszcza do art. 81a, który reguluje outsourcing czynności maklerskich, oraz do odpowiednich przepisów rozporządzenia 2017/565.

Kolejnym istotnym etapem w procesie przedkontraktowym jest szczegółowa identyfikacja ryzyk związanych z outsourcingiem określonej funkcji operacyjnej. Warto zauważyć, że identyfikacja ryzyk związanych z outsourcingiem, zwłaszcza w odniesieniu do funkcji operacyjnych w sektorze finansowym, nie jest zjawiskiem obcym. Niemniej jednak DORA wprowadza dodatkowe wymagania w tym zakresie, wprowadzając do naszych matryc ryzyka m.in. pojęcie ryzyka koncentracji w obszarze ICT.

Zgodnie z definicją zawartą w DORA, ryzyko koncentracji w obszarze ICT oznacza ekspozycję na poszczególnych lub wielu powiązanych ze sobą kluczowych zewnętrznych dostawców usług ICT, która prowadzi do takiego stopnia uzależnienia od takich dostawców, że niedostępność, awaria lub innego rodzaju braki po stronie tych ostatnich mogą potencjalnie zagrozić zdolności podmiotu finansowego do wypełniania krytycznych lub istotnych funkcji lub przyczynić się do poniesienia przez ten podmiot innego rodzaju negatywnych skutków, w tym dużych strat, lub zagrozić stabilności finansowej Unii jako całości.

Dla właściwej interpretacji tej definicji konieczne jest odniesienie się do uprzednich ustaleń. Po pierwsze, ryzyko koncentracji odnosi się wyłącznie do funkcji wcześniej zidentyfikowanych jako krytyczne lub istotne. Po drugie, stanowi ono integralny element ogólnych ram zarządzania ryzykiem ICT w organizacji. Chodzi tutaj o uniknięcie sytuacji, w której nadmierna zależność od jednego dostawcy może znacząco utrudniać rozwiązywanie obowiązujących ustaleń umownych.

Przeprowadzając analizę umownych relacji z dostawcami, instytucje finansowe zobowiązane są do oceny potencjalnego ryzyka koncentracji ICT, w szczególności w przypadku polegania na dostawcach trudno zastępowalnych lub sytuacji, w których jedna organizacja zawiera wiele umów z tym samym dostawcą lub podmiotami powiązanymi. W procesie tym należy także rozważyć alternatywne rozwiązania, uwzględniając korzyści oraz koszty dostosowane do strategii operacyjnej odporności cyfrowej. Kluczowe kryteria tej analizy obejmują ocenę łańcuchów podwykonawców, przepisy dotyczące niewypłacalności dostawców czy zgodność z wymogami dotyczącymi ochrony danych, zwłaszcza w kontekście współpracy z podmiotami spoza Unii Europejskiej.

Przykładowe sytuacje, takie jak całkowite uzależnienie realizacji kluczowych funkcji od jednego dostawcy zewnętrznego, brak odpowiednich i wykonalnych planów wyjścia z obowiązujących ustaleń, czy nieproporcjonalnie wysokie koszty takich działań, stanowią istotne zagrożenie dla stabilności operacyjnej oraz ciągłości działania instytucji.

Zgodnie z ogólnymi zasadami wynikającymi z rozporządzenia DORA, podmioty finansowe mogą zawierać umowy z dostawcami usług teleinformatycznych wyłącznie pod warunkiem, że spełniają oni określone standardy bezpieczeństwa informacji. Standardy te obejmują m.in. odpowiednie procedury ochrony danych, mechanizmy zapobiegania naruszeniom bezpieczeństwa czy też środki minimalizujące ryzyko zakłóceń w działalności operacyjnej.

W przypadku dostawców obsługujących funkcje krytyczne lub istotne, rozporządzenie DORA wprowadza dodatkowe wymagania, które nakładają obowiązek stosowania najbardziej zaawansowanych i aktualnych standardów bezpieczeństwa informacji. Wydaje się, że w tym celu konieczne będzie zaangażowanie w ten proces również osób o odpowiedniej wiedzy technicznej, w tym ekspertów ds. bezpieczeństwa informacji, którzy na podstawie przeprowadzonej analizy ryzyka określą adekwatne wymogi dot. bezpieczeństwa. Wymagania te powinny uwzględniać m.in. specyfikę funkcji krytycznych, potencjalne zagrożenia oraz skalę i charakter współpracy z dostawcą. Co istotne, DORA wymaga, aby proces ten był regularnie monitorowany, a w przypadku wykrycia luk w bezpieczeństwie podejmowane były szybkie i adekwatne działania naprawcze.

Postanowienia umowne

Właściwa kwalifikacja procesów i usług, a także potencjalnych dostawców, odgrywa kluczową rolę już na etapie negocjacji i zawierania umów, z uwagi na konieczność zapewnienia pełnej kontroli nad ryzykami operacyjnymi i regulacyjnymi, które mogą negatywnie wpływać na bezpieczeństwo i stabilność działalności podmiotu finansowego. W umowach należy szczegółowo uregulować kluczowe kwestie operacyjne i bezpieczeństwa, w tym zapewnienie praw dostępu, kontroli oraz audytu zarówno dla podmiotu finansowego, jak i wyznaczonych osób trzecich. Zapisy te mają na celu umożliwienie skutecznego monitorowania działalności dostawcy zewnętrznego, w tym jego pełnej współpracy podczas audytów i kontroli. Kluczowe jest również określenie szczegółowych standardów świadczenia usług, takich jak specyfikacje SLA, które powinny precyzyjnie definiować oczekiwane poziomy jakości i efektywności usług, umożliwiając szybkie i skuteczne podejmowanie działań naprawczych w przypadku naruszeń.

Realizacja powyższych obowiązków wymaga oczywiście posiadania odpowiednich uprawnień zapewnionych w postanowieniach umownych, a także wdrożenia mechanizmów gwarantujących pełną przejrzystość podwykonawstwa. Podmioty finansowe odpowiedzialne za całość procesu outsourcingu, powinny opracować kompleksowe procesy nadzoru nad działalnością dostawców ICT, wdrożyć skuteczne narzędzia kontroli oraz zabezpieczyć swoje interesy w umowach.

Wielu dostawców usług ICT broni się przed wprowadzaniem do umów postanowień zapewniających podmiotom finansowym nieograniczoną możliwość kontroli dostawców, powołując się na ryzyko ICT, które może wzrosnąć z uwagi na przekazywanie instytucji zbyt wielu informacji dotyczących funkcjonowania systemów. Wydaje się, że konieczne jest w tym zakresie znalezienie złotego środka, aby jednocześnie spełniać wymogi DORA i rozporządzeń wykonawczych i nie spowodować wystąpienia dodatkowego ryzyka z obszaru cyberbezpieczeństwa.

W ramach podsumowania, należy również pamiętać, że mimo, iż każdą umowę dotyczącą ICT należy weryfikować pod kątem zgodności z art. 30 DORA oraz właściwymi wymogami wynikającymi z przepisów sektorowych, a także regulacjami wynikającymi z RTS, to warto posiłkować się wzorcowymi klauzulami umownymi publikowanymi przez organizacje sektorowe. Choć obecnie na rynku nie są jeszcze dostępne takie wzory dla wszystkich sektorów, np. maklerskiego, warto na zasadzie dobrej praktyki i ujednolicenia standardów na rynku zapoznać się z dokumentem przygotowanymi przez Związek Banków Polskich, który wprowadza dobre praktyki w tym zakresie.

W kontekście wspomnianego wcześniej ryzyka koncentracji w obszarze ICT, przedmiotowe umowy muszą przewidywać odpowiednio sformułowane strategie wyjścia, które zagwarantują ciągłość działania podmiotu finansowego w sytuacji konieczności zmiany dostawcy. Strategie te powinny uwzględniać obowiązkowe okresy przejściowe, podczas których dostawca zewnętrzny będzie zobowiązany do dalszego świadczenia usług, co pozwoli na płynne przejście do nowych rozwiązań, czy to za pośrednictwem innego dostawcy, czy infrastruktury wewnętrznej. Dodatkowo, umowy te muszą wykazywać odporność na wypadek restrukturyzacji lub likwidacji podmiotu finansowego, w szczególności przez wprowadzenie klauzul uniemożliwiających ich wypowiedzenie, zawieszenie lub modyfikację z tego powodu, o ile zobowiązania płatnicze są realizowane.

Celem zarysowania praktycznej problematyki wskazać należy, że świadczenie usług ICT dla instytucji finansowych, siłą rzeczy bardzo często opiera się na złożonych łańcuchach podwykonawstwa, w których to dostawcy współpracują z szeregiem podwykonawców. Taki model operacyjny, z oczywistych względów, stwarza ogromne wyzwania w kontekście prawidłowej identyfikacji, oceny i zarządzaniem ryzykiem ICT, w szczególności w kontekście ograniczonego dostępu do informacji o podwykonawcach.

Unijny ustawodawca jednoznacznie podkreśla konieczność pełnego monitorowania łańcucha dostaw w sektorze ICT, co zostało szczegółowo uregulowane w ramach przepisów DORA oraz stosownych RTS. Warto w tym miejscu wskazać na kluczowe założenie leżące u podstaw regulacji dot. outsourcingu w instytucjach nadzorowanych, które znajduje swoje odzwierciedlenie również w DORA, zgodnie z którym zlecenie określonych czynności, w szczególności dotyczących funkcji operacyjnych, podmiotom zewnętrznym, nie zwalnia instytucji finansowych z obowiązku zapewnienia zgodności z przepisami prawa. Odpowiedzialność za realizację wymogów regulacyjnych w pełni spoczywa na instytucji finansowej jako podmiotowi zlecającemu i to ona musi podejmować wszelkie niezbędne działania, aby zagwarantować, że wszystkie procesy w łańcuchu dostaw pozostają zgodne z obowiązującymi normami.

Nowe regulacje dotyczące ratingów ESG - co zmienią dla rynku finansowego?

Unia Europejska osiągnęła przełomowe porozumienie w sprawie regulacji sektora ratingów ESG (Environmental, Social, Governance). Inicjatywa ta ma na celu ujednoczenie standardów, zwiększenie przejrzystości oraz poprawę zaufania do tego kluczowego narzędzia oceny zrównoważonego rozwoju. Współpraca Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej zaowocowała rozwiązaniami, które zmienią sposób funkcjonowania dostawców ratingów ESG oraz ich wykorzystanie przez inwestorów i instytucje finansowe.

Ratingi ESG są kluczowym narzędziem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wprowadzenie jednolitych standardów i obowiązku ujawniania metodologii oceny pozwoli inwestorom lepiej analizować ryzyka oraz identyfikować wiarygodne projekty zrównoważonego rozwoju. Nowe regulacje wspierają bardziej precyzyjne wykorzystanie ocen ESG w analizach ryzyka, procesach kredytowych oraz przy ocenie projektów inwestycyjnych. Transparentność i wiarygodność ratingów zmniejszą ryzyko korzystania z niewiarygodnych danych, co wzmocni zaufanie do całego sektora finansowego.

Wprowadzenie nowych zasad wymaga od dostawców ratingów ESG dostosowania się do surowszych wymogów, co może być wyzwaniem szczególnie dla mniejszych podmiotów. Jednak w dłuższej perspektywie regulacje te mają szansę uzdrowić rynek, czyniąc go bardziej przejrzystym i wiarygodnym. Zmiany te to kolejny krok Unii Europejskiej w celu zapewnienia zrównoważonego rozwoju oraz ochrony inwestorów w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu finansowym.



Joanna Ałasa

CFA. ACCA. Doradca Inwestycyjny
Członek Zarządu SIF Poland

Listing Act – Nowy trend w regulacjach rynku kapitałowego?



mec. Kacper Czyżewski

radca prawny

Karwasiński, Szpringer i Wspólnicy S.j.

W połowie listopada br. miało miejsce dość nietypowe zdarzenie w obszarze regulacji rynku kapitałowego. W Dzienniku Urzędowym UE opublikowano przepisy, które w założeniach mają uprościć obowiązujące dotychczas regulacje. Jest to niemałe zaskoczenie dla uczestników rynku, którzy w ostatnich latach przyzwyczaili się raczej do dokręcania „regulacyjnej śruby”. Kluczowym celem jest ułatwienie dostępu do publicznego finansowania, w szczególności podmiotom z sektora MŚP.

Pakiet regulacyjny zwany Listing Act – sprawca całego zamieszania – wprowadza zmiany m.in. do Rozporządzenia Prospektowego. Nowe przepisy zmieniają wymogi dotyczące przeprowadzania ofert publicznych papierów wartościowych i dopuszczania do obrotu na rynkach zorganizowanych. Pakiet obejmuje też zmiany do Dyrektywy MiFID II dotyczące badań przeprowadzanych przez firmy inwestycyjne. Przewidziano również obniżenie wymogu dotyczącego minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie (free float) w przypadku dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym.

Pierwsze zmiany w Rozporządzeniu Prospektowym będą stosowane już od 4 grudnia 2024 r. Na krajową implementację zmian w MiFID II możemy poczekać do połowy 2026 r.

Poniżej został przedstawiony zarys kluczowych zmiany z perspektywy firm inwestycyjnych.

Oferty publiczne bezprospektowe kierowane do nieoznaczonego adresata – kres memorandum informacyjnego

Dotychczas Rozporządzenie Prospektowe nie miało zastosowania do ofert publicznych papierów wartościowych o wartości poniżej 1 mln EUR, a państwa członkowskie miały możliwość nakładania dla tej wielkości ofert swoich „własnych” wymogów informacyjnych na poziomie krajowym. Polski ustawodawca oczywiście skorzystał z takiej możliwości i obwarował oferty publiczne o wartości poniżej 1 mln EUR (niepodlegające żadnemu ze zwolnień prospektowych) obowiązkiem sporządzenia dokumentu informacyjnego – na podstawie art. 37a ustawy o ofercie publicznej.

Listing Act wprowadza pozornie niewielką zmianę, zgodnie z którą Rozporządzenie Prospektowe będzie miało zastosowanie do wszystkich ofert publicznych, także tych o wartości poniżej 1 mln EUR. Zmiana ta nie oznacza bynajmniej, że w przypadku takich „mniejszych” ofert aktualny będzie obowiązek sporządzenia prospektu lub innego podobnego dokumentu. Wręcz przeciwnie – prawodawca europejski chce wyeliminować możliwość wprowadzania na szczeblu krajowym dokumentów informacyjnych, które nie są znane w innych państwach członkowskich lub które są nadmiernie uciążliwe dla emitentów chcących pozyskać stosunkowo niewielkie kwoty.

Nie będzie już zatem funkcjonował próg ofert poniżej 1 mln EUR. Podział ofert publicznych ze względu na wartość oferty będzie dychotomiczny – będziemy mogli mówić o ofertach prospektowych oraz ofertach bezprospektowych (poniżej progu prospektowego). Mimo, że Listing Act podwyższa podstawowy próg kwotowy, poniżej którego oferta nie będzie wymagała sporządzenia prospektu – z obecnych 8 mln EUR do 12 mln EUR – to państwa członkowskie nadal będą mogły stosować niższy próg w wysokości 5 mln EUR (należy się spodziewać, że w Polsce zostanie utrzymany obecny próg 5 mln EUR).

W przypadku ofert poniżej progu prospektowego (5 lub 12 mln EUR) prawodawca krajowy będzie mógł nadal wymagać sporządzenia uproszczonego dokumentu ofertowego. Przełomowe są jednak warunki, jakie musi spełniać taki dokument wymagany na szczeblu krajowym. Według Listing Act, w takich przypadkach ustawodawca krajowy może wymagać od emitenta tylko (1) sporządzenia dokumentu zawierającego informacje wymagane dla podsumowania prospektu, albo (2) sporządzenia krajowego dokumentu, którego zakres i poziom szczegółowości będzie równoważny lub niższy od informacji wymaganych dla podsumowania prospektu.

Jak powyższa zmiana może wpłynąć na polskie regulacje dotyczące ofert publicznych? Na pewno polski ustawodawca w przypadku ofert poniżej progu 5 mln EUR będzie mógł wymagać tylko jednego rodzaju dokumentu.

Obecnie, w zależności od kwoty, występują dwa rodzaje dokumentów – dokument informacyjny lub memorandum informacyjne. Ponadto, nowe przepisy nie umożliwiają utrzymania memorandum informacyjnego w obecnym kształcie. Od podmiotów przeprowadzających ofertę publiczną można wymagać – jako absolutne maksimum – dokumentu o zakresie informacji analogicznym do podsumowania prospektu. Memorandum informacyjne jest natomiast dokumentem dużo bardziej skomplikowanym i rozbudowanym. Dokument informacyjny memorandum informacyjne zostaną zatem prawdopodobnie zastąpione jednym, istotnie uproszczonym dokumentem ofertowym. Powyższe powinno stanowić duże ułatwienie dla emitentów zamierzających pozyskiwać kapitał w wysokości do 5 mln EUR.

Wspomniane powyżej zmiany w polskiej ustawie o ofercie publicznej powinny być wprowadzone najpóźniej do 5 czerwca 2026 r.

Wyjątki prospektowe – na 11 stronach o emitencie i emisji

Listing Act wprowadza nowe rodzaje wyjątków od obowiązku sporządzania prospektu w przypadku ofert publicznych papierów wartościowych. Nowe wyjątki mają na celu ułatwić notowanym już emitentom dalsze pozyskiwanie kapitału w tej samej formie i dopuszczanie papierów do obrotu na rynkach zorganizowanych poprzez wyeliminowanie istotnego obciążenia w postaci prospektu.

Z uproszczonych ram będą mogli korzystać emitenci notowani na rynku regulowanym lub ASO nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy poprzedzających ofertę lub dopuszczenie do obrotu, wobec których nie toczy się postępowanie upadłościowe ani restrukturyzacyjne. Ponadto, zmianie uległ jeden z bardziej popularnych wyjątków prospektowych dla emitentów notowanych na rynkach zorganizowanych, dotyczący dopuszczenia do obrotu na rynku papierów stanowiących poniżej 20% liczby papierów już dopuszczonych. Próg 20% został zastąpiony progiem 30% liczby papierów wartościowych dopuszczonych już do obrotu (w okresie 12 miesięcy). Obok modyfikacji powyższego wyjątku dopuszczeniowego, pojawił się analogiczny wyjątek dotyczący przeprowadzania oferty publicznej.

Przy obu nowych rodzajach wyjątków prospektowych wprowadzono ułatwienie polegające na możliwości sporządzenia prostego i czytelnego dokumentu informacyjnego o maksymalnej długości 11 stron. W przypadku sporządzenia takiego uproszczonego dokumentu, emitenci nie będą zobowiązani do publikacji prospektu.

Nowe rodzaje prospektów i zmiany w standardowym prospekcie

Listing Act wprowadza zmiany w krajobrazie „niestandardowych” prospektów, w związku z dotychczasowymi doświadczeniami stosowania Rozporządzenia Prospektowego.

Mało popularny obecnie prospekt uproszczony dla ofert wtórnych zostaje zastąpiony nowym prospektem UE na rzecz kontynuacji (EU follow-on prospectus) o maksymalnej długości 50 stron. Nowy prospekt jest interesujący szczególnie dla emitentów notowanych co najmniej 18 miesięcy w ASO, planujących przejście na rynek regulowany (np. przejście z New Connect na rynek główny GPW). Na podstawie prospektu follow-on nie będzie możliwe dopuszczanie do obrotu na rynku regulowanym akcji emitowanych przez emitentów notowanych obligacji (lub innych nieudziałowych papierów wartościowych).

Dotychczasowy prospekt UE na rzecz rozwoju (EU Growth prospectus) został zastąpiony uproszczonym formatem o podobnej nazwie, czyli prospektem UE na rzecz emisji dla rozwoju (EU Growth issuance prospectus). Nowy jednolity dokument o maksymalnej długości 75 stron skierowany będzie do podmiotów, których papiery wartościowe nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, np. do emitentów z ASO, i będzie sporządzany wyłącznie w przypadku ofert publicznych (nie dotyczy przypadków dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym).

W ramach zmian do „standardowego” prospektu Listing Act wprowadził limit 300 stron dla prospektu dotyczącego emisji akcji. Wydłużono także termin do 3 dni roboczych (z 2 dni roboczych) na wycofanie zgody inwestora co do subskrypcji lub nabycia papierów wartościowych w przypadku publikacji suplementu oraz publikacji ostatecznej ceny ofertowej lub liczby papierów objętych ofertą publiczną.

Nowe rodzaje prospektów będą wykorzystywane od 5 marca 2026 r., a zmiany dotyczące prospektu standardowego znajdą zastosowanie trzy miesiące później.

Ujednolicenie zasad obliczania wartości ofert publicznych za okres 12 miesięcy

W Rozporządzeniu Prospektowym pojawił się jednolity sposób obliczania wartości ofert publicznych papierów wartościowych w okresie ostatnich 12 miesięcy.

Dotychczas zasady te wynikały z przepisów krajowych, co mogło prowadzić do rozbieżności pomiędzy poszczególnymi państwami. Kwestia ta jest niezwykle istotna chociażby z perspektywy oceny czy emitent może przeprowadzić ofertę publiczną bez sporządzenia prospektu (czy znajduje się poniżej obowiązującego w danym kraju prognozy prospektowej).

Do łącznej wartości ofert publicznych należy zaliczyć (1) wartość wszystkich trwających ofert oraz ofert przeprowadzonych w okresie ostatnich 12 miesięcy od dnia rozpoczęcia nowej oferty, z wyjątkiem ofert przeprowadzanych na podstawie prospektu lub objętych wyjątkami prospektowymi, oraz (2) wartość ofert wszystkich rodzajów papierów wartościowych, w szczególności udziałowych i dłużnych.

Badania sponsorowane tylko według kodeksu

Przy okazji zmian w Rozporządzeniu Prospektowym, pakiet regulacyjny Listing Act dokonuje kolejnych modyfikacji w kluczowej dla firm inwestycyjnych dyrektywie – MiFID II. Najbardziej zainteresowane powinny być firmy inwestycyjne wykorzystujące badania inwestycyjne (investment research) w usługach świadczonych dla swoich klientów oraz udostępniające takie badania swoim klientom. Nowe przepisy powinny zostać zaimplementowane w polskich regulacjach najpóźniej do 5 czerwca 2026 r.

W przepisach MiFID II pojawi się znany wszystkim firmom inwestycyjnym obowiązek, zgodnie z którym badania wykorzystywane lub udostępniane klientom powinny być rzetelne, jasne i niewprowadzające w błąd. Badania powinny być wyraźnie oznaczone jako „badania inwestycyjne” lub przy użyciu podobnego sformułowania, jeżeli spełnione są wszystkie warunki określone w Rozporządzeniu 2017/565. Wymóg ten ma umożliwić lepsze odróżnianie badań od publikacji handlowych (marketingowych), które również podlegają obowiązkowi jednoznacznej identyfikacji.

Poprzez dyrektywę 2024/2811 do MiFID II wprowadza się także nową kategorię badań – czyli „badań sponsorowanych przez emitenta”. Firmy inwestycyjne udostępniające klientom badania opłacone w całości lub w części przez emitenta oznaczają je jako badania sponsorowane przez emitenta tylko wtedy, gdy zostały przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem postępowania dotyczącym badań sponsorowanych przez emitenta. ESMA zaprojektuje RTS określający unijny kodeks do 5 grudnia 2025 r. W kodeksie będą określone standardy niezależności i obiektywizmu oraz procedury i środki skutecznej identyfikacji konfliktów interesów, zapobiegania im i ich ujawniania.

W konsekwencji tylko badania przygotowane zgodnie z unijnym kodeksem będą oznaczane jako badania inwestycyjne. Pozostałe badania sponsorowane przez emitenta, które nie będą przygotowane zgodnie z kodeksem – będą oznaczane jako publikacje handlowe (komunikacja marketingowa).

W MiFID II wprowadzono także zmiany w warunkach, których spełnienie umożliwia korzystanie z badań przeprowadzonych przez osoby trzecie na rzecz firm inwestycyjnych świadczących usługi zarządzania portfelami lub inne usługi maklerskie.

Nowy wymóg free float

Poprzez Listing Act prawodawca europejski zdecydował się uchylić stosunkowo „leciwą” dyrektywę 2001/34/WE w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego i uwzględnić analogiczne przepisy w dyrektywie MiFID II.

Przy okazji przeniesienia przepisów do MiFID II, wprowadzono obniżenie wymogu dotyczącego minimalnej liczby akcji w wolnym obrocie w przypadku dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym (free float). Dotychczasowy poziom co najmniej 25% akcji w wolnym obrocie został zastąpiony poziomem 10%. Implementacja nowych rozwiązań w krajowym porządku nastąpi do czerwca 2026 r.

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego – głos regulatora, nadzorcy oraz uczestników rynku w sprawie priorytetów regulacyjnych na nadchodzący rok.

W dniu 21 listopada 2024 r. w Warszawie odbyła się kolejna KONFERENCJA REGULACJI RYNKU KAPITAŁOWEGO. Podczas tegorocznej konferencji rozmawialiśmy o spodziewanych zmianach w regulacjach rynku finansowego w Polsce i w Europie mając na względzie polską prezydencję w Radzie UE.

Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego to coroczne jednodniowe forum dyskusji w gronie czołowych ekspertów, przedstawicieli regulatora, nadzorcy, kancelarii prawnych i uczestników rynku kapitałowego. Celem konferencji jest wymiana wiedzy i opinii na temat bieżących wyzwań regulacyjnych stawianych przed rynkiem kapitałowym, w tym najistotniejszych, z punktu widzenia firm inwestycyjnych, a także określenie priorytetów regulacyjnych w celu rozwoju rynku kapitałowego dla budowania konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarki.

Podczas wystąpień otwierających konferencję, wysłuchaliśmy zarówno głosu nadzorcy w osobie Jacka Jastrzębskiego, Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, jak i stanowiska Ministerstwa Finansów wygłoszonego przez Jarosława Niezgodę, zastępcę Dyrektora Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego.



prof. Jacek Jastrzębski
Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego

Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego podkreślił, że „Nadzór finansowy rozumie, że kształt regulacji, a w szczególności regulacji na poziomie unijnym, w istotny sposób wpływa na warunki konkurencji. W szczególności może wpływać na pozycję konkurencyjną podmiotów wywodzących się z poszczególnych jurysdykcji krajowych. Nadzór zamierza tę wiedzę i świadomość w tym zakresie wykorzystywać, wspierając inne instytucje w dyskusji na temat docelowego kształtu regulacji unijnych. W naturalny sposób dotyczy to rozważań ws. unii rynków kapitałowych. To, co będzie bezpośrednio dotyczyć polskich podmiotów w najbliższym czasie, to pakiet Retail Investment Strategy, czyli strategia unijna mająca na celu uatrakcyjnienie rynku kapitałowego z punktu widzenia inwestorów detalicznych i zwiększenia bazy inwestorskiej, a jednocześnie przekierowania środków gospodarstw domowych z innych aktywów, np. depozytów bankowych, na rynek kapitałowy. Głównym wątkiem tego pakietu jest tzw. value for money, czyli wartość dostarczana klientom i dążenie do tego, aby produkty, które cechują się zbyt niską rentownością czy zbyt wysokim poziomem kosztów, z upływem lat zniknęły z oferty” Ponadto Przewodniczący KNF zwrócił uwagę, że „UKNF zgadza się, że value for money powinno być realizowane przez produkty oferowane klientom na rynku finansowym. Podzielając kierunkowo tę ideę, widzi potrzebę pewnego jej zniuansowania, tak aby uwzględniona została struktura rynku lokalnego i aby podmioty, które z uwagi na mniejszą skalę rynków lokalnych, nie były na starcie eliminowane z tej konkurencji, z uwagi na relatywnie wyższy poziom kosztów. UKNF zamierza w tej dyskusji, która się toczy na poziomie europejskim, bronić podejścia bardziej zniuansowanego, a mniej „mechanicznego” (knf.pl).



Jarosław Niezgoda
Zastępca Dyrektora
Departamentu Rozwoju Rynku Kapitałowego
Ministerstwo Finansów

W gronie ekspertów – przedstawiciela Ministerstwa Finansów – Jarosława Niezgody, Zastępcy Dyrektora Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego, Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego Dominiki Waltz-Komierowskiej – Zastępcy Doktora Departamentu prawnego oraz prof. Krzysztof Jajugi – Prezesa Zarządu CFA Society Poland, omówiono m.in. opublikowaną w połowie listopada br. Dyrektywę oraz Rozporządzenie z dnia 23 października 2024 r. w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału tzw. Listing Act oraz udogodnienia, jakich możemy się spodziewać po ich przyjęciu.



Krzysztof Kamiński, SIF Poland, Marcin Faliszewski Dom Maklerski BOS, Piotr Dmuchowski, TFI PZU, dr Marcin Krzemień CMS, mec. Joanna Róg-Dyrda, DZP

O planowanych do przyjęcia w nowym roku, zarówno na szczeblu unijnym, jak i krajowym, regulacjach opowiadał Krzysztof Kopera, Naczelnik Wydziału Rynku Kapitałowego, Departament Rozwoju Rynku Finansowego w MF. W trakcie debat konferencyjnych poruszono także temat Rozporządzenia MICA oraz Blockchain – czy czeka nas rewolucja czy jedynie wyzwanie dla rynku kapitałowego? W ramach dywagacji nad ESG omówiono SFDR i potencjalne zmiany w ujawnieniach dla zrównoważonych produktów inwestycyjnych w roku 2025. W wystąpieniu przedstawicielki KNF, pani Agata Gawin, Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych UKNF, omówiła wybrane zagadnienia praktyczne z nadzoru nad firmami inwestycyjnymi.



Agata Gawin
Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych
Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

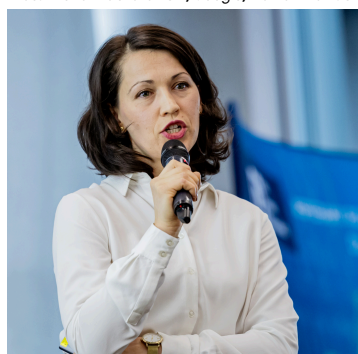
Istotnym tematem podczas konferencji była implementacja Rozporządzenia DORA, które zacznie obowiązywać już 18 stycznia 2025 r. Panel dyskusyjny nt. implementacji DORA, z udziałem Pawła Rzewuskiego Zastępcy Dyrektora Departamentu Cyberbezpieczeństwa UKNF, mec. Michała Kaczorowskiego z Google Polska – dostawcy usług ICT oraz przedstawiciela członka IDM – Piotra Sobkowa z Domu Maklerskiego Trigon, poprowadził mec. Michał Kulesza. Nietamnym zaskoczeniem dla uczestników było przewidziane na zakończenie konferencji wystąpienie Kamila Wyszowskiego, Dyrektora Wykonawczego UN Global Compact Network Poland, który w sposób niezwykle żywiłowy wyjaśnił, jakie wyzwania dla rynku kapitałowego niesie za sobą polityka klimatyczna ONZ.

W wydarzeniu organizowanym przez Izbę Domów Maklerskich wzięło udział ponad stu siedemdziesięciu uczestników. Spotkanie odbyło się w nowoczesnej przestrzeni konferencyjnej najwyższego biurowca w Unii Europejskiej Varso przy ulicy Chmielnej w Warszawie.

Zapraszamy na kolejne wydarzenie już wkrótce!



mec. Michał Kaczorowski, Google, Paweł Rzewuski, UKNF, Piotr Sobków, DM Trigon, mec. Michał Kulesza, RZM



mec. Antonina Karwasińska
Dyrektor Biura Operacji i Rozwoju
Biuro Maklerskie Pekao S.A.



Krzysztof Kopera
Naczelnik Wydziału Rynku Kapitałowego
Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego
Ministerstwo Finansów



prof. Krzysztof Jajuga, Society Poland



Agnieszka Gontarek
Dyrektor Działu Emitentów
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

O Izbie Domów Maklerskich

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

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

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

Izba jest członkiem European Forum of Securities Associations.

Izba Domów Maklerskich funkcjonuje w oparciu o:

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

Izba Domów Maklerskich jako rzecznik interesów uczestników rynku kapitałowego

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

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

Izba Domów Maklerskich jako instytucja samoregulacji i współregulacji dla środowiska

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

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

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



MAGAZYN IDM

 Izba
Domów
Maklerskich

nr 4/2024, grudzień 2024 r.

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