MAGAZYN IDM

Izba Domów Maklerskich

nr 1/2025, marzec 2025 r.

www.idm.com.pl

25. Jubileuszowa KONFERENCJA RYNKU KAPITAŁOWEGO ZA NAMI

Polemika Prezesa Markiewicza z komisarz Luis Albuquerque

Ministerstwo Finansów o polskiej prezydencji w Radzie UE

MAGAZYN IDM

Izba Domów Maklerskich

nr 1/2025, marzec 2025 r.

SPIS TREŚCI

3 **Polemika Waldemara Markiewicza, Prezesa Izby Domów Maklerskich z Marią Luis Albuquerque komisarz do spraw usług finansowych oraz unii oszczędności i inwestycji w Komisji Europejskiej**

5 **Fotorelacja z 25. Jubileuszowej Konferencji Rynku Kapitałowego**

11 **Cele i zadania Ministerstwa Finansów w ramach polskiej prezydencji w Radzie Unii Europejskiej**

13 **Odpowiedzialność firmy inwestycyjnej za szkody powstałe w majątku klientów. Specyfika cywilnych postępowań spornych w kontekście sporów między klientami a instytucjami finansowymi**

mec. Katarzyna Majer-Gębska

17 **Europejski pojedynczy punkt dostępu (ESAP) – zadania i wyzwania dla firm inwestycyjnych.**

mec. Michał Karwasiński
mec. Kacper Czyżewski

20 **Omnibus, czyli dziura**

Piotr Kowalik

23 **Europejskie Forum Rynków Kapitałowych**

Polemika Waldemara Markiewicza, Prezesa Izby Domów Maklerskich z Marią Luis Albuquerque komisarz do spraw usług finansowych oraz unii oszczędności i inwestycji w Komisji Europejskiej

Waldemar Makiewicz
Prezes Zarządu
Izba Domów Maklerskich

W myśl zasady „duży może więcej" unijna komisarz Maria Luís Albuquerque, w wywiadzie z dnia 13 marca br. w Gazecie Giełdy i Inwestorów „Parkiet", stawia tezę o potrzebie centralizacji rynku kapitałowego i podkreśla, że jeden duży rynek będzie rozwiązaniem dla budowania przewagi konkurencyjnej Europy względem Stanów. Praktyka rynków pokazuje jednak, że koncentracja usług finansowych sprzyja dużym graczom kosztem małych. Centralizacja rynku kapitałowego w Europie nie jest więc właściwym rozwiązaniem, ponieważ zmarginalizuje rynki krajowe i osłabli ich zdolność do finansowania sektora MŚP, które są siłą napędową wzrostu produktywności i innowacyjności gospodarki. W rozwiązaniu Capital Market Union gubimy tym samym fundamentalny cel rynku kapitałowego, jakim jest finansowanie najbardziej innowacyjnych i dynamicznych lokalnych przedsiębiorstw. Gospodarka UE będzie więc tak silna, jak silne będą poszczególne gospodarki krajów członkowskich.

Zielona Księga UE z br. „Tworzenie unii rynków kapitałowych", wskazuje na niski udział w UE instrumentów rynku kapitałowego względem bankowych jako główną przyczynę pogłębiającej się od wielu lat luki produktywności między USA i UE. Zatem nie ma wątpliwości, że Europa musi postawić na rynek kapitałowy. To kluczowy warunek pobudzenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia konkurencyjności gospodarki europejskiej. W marcu br. Komisja Europejska uznała, że poprawa dostępności do rynków kapitałowych dla MŚP i start-upów ma zasadnicze znaczenie dla wyzwań konkurencyjności, przed którymi stoi Europa, szczególnie na początkowym etapie rozwoju, kiedy ich dostęp do finansowania inwestycji jest ograniczony.

Pełna zgoda co do diagnozy. Wątpliwości pojawią się na etapie proponowanego rozwiązania problemu, ponieważ, **pomimo globalizacji rynków finansowych, w lokalne spółki MŚP inwestuje przede wszystkim lokalny kapitał.**

Te spółki potrzebują stacji zasilania w kapitał wyższego ryzyka lokalnie tam, gdzie mają swoje siedziby, głównych klientów, rynki zbytu. Na wczesnym etapie rozwoju rynki zagraniczne są dla nich za drogie i mało dostępne. Jedna centralna stacja zasilania nie wystarczy. Dlatego potrzebny jest lokalny ekosystem rynku kapitałowego, a więc krajowi brokerzy, krajowa giełda, krajowa baza inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, krajowy nadzór etc. Szwedzki rynek kapitałowy, uznawany za wzór w Europie, jest świetnym przykładem rynku kapitałowego wpierającego rozwój szwedzkich firm, przy dużym zaangażowaniu oszczędności społeczeństwa. Według danych Dealogic, w ciągu ostatnich 10 lat w Szwecji zadebiutowało 501 spółek, co przekracza łączną liczbę IPO we Francji, Niemczech, Holandii i Hiszpanii razem.

Pani komisarz stawia także tezę o potrzebie centralizacji rynku, co – jej zdaniem - przełoży się na jego skalę. i płynność! Praktyka rynków pokazuje jednak, że koncentracja usług finansowych w skali europejskiej sprzyja dużym graczom kosztem małych. Tendencja do koncentracji aktywności na rynku kapitałowym jest silniejsza niż na rynkach produktów ze względu na prawidłowość „płynność przyciąga płynność". Z jednej strony powinno to sprzyjać poprawie konkurencyjności unijnych instytucji finansowych wobec podmiotów zewnętrznych, głównie z UK i USA, z drugiej jednak odciąga kapitał i osłabia konkurencyjność mniejszych rynków, utrudniając wypełnianie ich podstawowej funkcji w gospodarce jaką jest finansowanie MŚP. Dlatego, na budowie CMU najsilniej skorzystają największe i najsilniejsze rynki, w tym podmioty świadczące usługi finansowe i infrastrukturalne, ze szkodą dla krajowych rynków kapitałowych i gospodarek.

Trzeba także pamiętać, że „One does not fit all". Istnieje szereg wyzwań i barier rozwojowych specyficznych dla poszczególnych rynków.

Takie problemy, jak finansowanie rozwoju MŚP, wzrost ich innowacyjności i produktywności, poprawa struktury oszczędności krajowych w kierunku zwiększania bazy inwestorów, zwiększenie ochrony inwestorów i zaufania do rynku, wymagają podejścia oddolnego, uwzględniającego lokalne uwarunkowania. Nie ma więc możliwości stworzenia jednego rozwiązania, które byłoby uniwersalne i optymalne dla wszystkich państw i regionów UE. Np. proponowana centralizacja nadzoru nie spowoduje spadku kosztów transakcyjnych w Polsce. Idea centralizacji nadzoru lekceważy kwestie asymetrii informacyjnej i lokalnych wyzwań. Nadzór europejski powinien ograniczać się do dużych izb rozliczeniowych, depozytów o znaczeniu systemowym i grup zarządzania funduszami, operujących w skali UE.

Silny krajowy rynek kapitałowy to interes polskiej gospodarki i polskiego społeczeństwa a proponowana koncentracja usług finansowych szkodzi polskiej gospodarce i osłabi zdolność polskiego rynku kapitałowego do wpierania krajowych przedsiębiorców. Silne krajowe rynki kapitałowe są szczególnie ważne dla słabiej rozwiniętych gospodarczo państw członkowskich UE, w tym Polski ze względu na konieczność nadrobienia zaległości rozwojowych do krajów najbardziej rozwiniętych.

Najważniejszym wyzwaniem polskiej gospodarki jest wzrost innowacyjności i produktywności. Polska jest znacząco w tyle za innymi krajami UE po względem innowacyjności. Wg rankingu Innovation Union Scoreboard (2024) jesteśmy na 5 miejscu od końca w UE. Ekonomiści Banku Światowego w raporcie pt. „**Paths and Drivers of Productivity Growth in Poland**" (2022) wskazują, że pomimo nieprzeciętnych wyników wzrostu gospodarczego osiąganych przez ostatnie trzy dekady, jeżeli Polska chce dogonić kraje wyżej rozwinięte i się bogacić, to produktywność musi być głównym źródłem wzrostu gospodarczego. Innowacje, główne źródło wzrostu produktywności, są finansowane przede wszystkim przez rynek kapitałowy. Krajowy rynek kapitałowy ma więc kluczowe znaczenie dla zwiększenia produktywności i konkurencyjności polskich firm, tworzenia nowych, wysokiej jakości i dobrze płatnych miejsc pracy.

Fragmentacja rynków kapitałowych w Europie nie jest głównym problemem a centralizacja nie jest właściwym rozwiązaniem. Głównymi barierami do zwiększenia roli rynków kapitałowych w finansowaniu gospodarek europejskich jest brak wystarczających zachęt, nadmierne regulacje, dominacja kredytu bankowego i banków uniwersalnych, brak warunków systemowych do zbudowania silnego przemysłu firm inwestycyjnych, na wzór banków inwestycyjnych w US i UK, (to de facto duże firmy inwestycyjne, zwane tylko potocznie bankami inwestycyjnymi), które odgrywają kluczową rolę w transferze oszczędności społeczeństwa w produktywne inwestycje.

Banki uniwersalne, przyjmujące depozyty ludności, są instytucjami zaufania publicznego, z gwarancjami dla depozytariuszy. Z tego powodu ich działalność jest ściśle regulowana i w dużym stopniu ograniczona do konsolidacji oszczędności, przekształcania ich w kredyty dla przedsiębiorstw przy ostrożnym zarządzaniu ryzykiem, co ogranicza ich aktywność na rynku kapitałowym. Ten systemowy problem w ogóle nie jest zaadresowany.

Realny problem w zakresie fragmentacji pojawia się gdzie indziej: w obszarze platform transakcyjnych innych niż rynki regulowane, w tym platform typu „dark trading". Rejestr ESMA wskazuje na istnienie 163 platform typu Multilateral Trading Facility. Udział podmiotów zaliczanych do dark-trading w obrocie akcjami jest istotnie wyższy w UE niż w USA, a to jest efektem zmian regulacyjnych w ostatnich 2 dekadach. To osłabia płynność giełd, a ich główną funkcją jest przecież koncentracja obrotu oraz budowanie płynności i wartości informacyjnej cen akcji (wyceny kapitału), co stanowi punkt odniesienia do efektywnej alokacji kapitału w całej gospodarce.
A inicjatywa typu ESAP, który ma stworzyć „rzeczywiste" możliwości inwestowania przez inwestorów detalicznych na zagranicznych rynkach unijnych? Czy to będzie rewolucja na rynku, która przyniesie wielkie korzyści dla klientów? Wątpię! Największą wartością dla inwestorów jest pokrycie analityczne przygotowane przez firmy inwestycyjne. Dostęp do profesjonalnych analiz nt. notowanych spółek jest podstawą decyzji inwestycyjnych. Zmniejsza również asymetrię informacyjną! Inwestorzy polscy już teraz mogą bezpośrednio inwestować na giełdach zagranicznych; brokerzy zagraniczni uzyskują bezpośredni dostęp do rynku polskiego bez zezwolenia; a wzajemne uznawanie prospektów emisyjnych ułatwia pozyskiwanie kapitału przez polskie przedsiębiorstwa za granicą. Zwiększenie bezpośredniego inwestowania nie jest kluczem do rozwoju rynku kapitałowego. Doświadczenia rynków rozwiniętych są jednoznaczne: głównym kanałem transferu oszczędności gospodarstw domowych są fundusze wspólnego inwestowania i emerytalne a nie bezpośrednie inwestycje Kowalskiego. Za wzrost obrotów odpowiedzialni są inwestorzy instytucjonalni. Barierami w rozwoju rynku kapitałowego jest brak wystarczających zachęt do inwestowania i pozyskiwania kapitału na rynku regulowanym. A to leży w gestii rządów krajowych.

Silny rynek kapitałowy w Polsce to warunek zbudowania gospodarki, która nie będzie miała charakteru peryferyjnego, która będzie posiadać silny sektor firm prywatnych, mających swoje centra kompetencji i zarządzania w kraju. Jeden wspólny rynek kapitałowy w Europie oddala nas od celu.

Artykul ukazał się w Gazecie Rzeczpospolita dn. 14.04.2025 r.

Fotorelacja z 25. Jubileuszowej Konferencji Rynku Kapitałowego

Otwarcie Konferencji:
Piotr Prażmo – Przewodniczący Rady Domów Maklerskich, Przewodniczący Rady Programowej KRK'25, Wiceprezes Zarządu, Erste Securities Polska SA

Wystąpienie gospodarza:
Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu, Izba Domów Maklerskich

Wystąpienie gościa: Andrzej Domański – Minister Finansów

Wystąpienie gościa: Jakub Jaworowski – Minister Aktywów Państwowych

Prezydencja Polski w UE – strategiczna debata o roli krajowych rynków kapitałowych w Unii Rynków Kapitałowych. Uczestnicy: Tomasz Bardziłowski – Prezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Jurand Drop – Podsekretarz Stanu, Ministerstwo Finansów, Waldemar Markiewicz – Prezes Zarządu, Izba Domów Maklerskich, Piotr Matczuk – Prezes Zarządu, Polski Fundusz Rozwoju SA, Maciej Trybuchowski – Prezes Zarządu, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA i KDPW_CCP SA; Moderator: Robert Stanilewicz, Analizy Online

Wystąpienie gościa: dr hab. Jacek Jastrzębski, prof. UW
Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego

Jak regulacje i model nadzoru wpływają na konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego. Jakie zmiany są pożądane przez uczestników rynku? Uczestnicy: prof. dr hab. Dariusz Adamski – Dyrektor Instytutu Finansów, Ministerstwo Finansów, dr hab. Jacek Jastrzębski, prof. UW – Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego, dr Mirosław Kachniewski – Prezes Zarządu, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Jacek Socha – Przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (1994-2004), Katarzyna Szwarc – Radca Prawny, Członek Rady Giełdy, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA; Moderator: dr Wiesław Rozłucki – Prezes Zarządu, Fundacja Polski Instytut Dyrektorów, Członek Rady Giełdy, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Fireside chat: Digital wealth industry – developments in Europe versus the US. Uczestnicy: Timo Toenge – Head of iShares EMEA Digital Wealth business, BlackRock, Marcin Wlazło – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Pekao

Jak polska i unijna legislacja zmienią polski rynek finansowy w najbliższych latach? Uczestnicy: Jurand Drop – Podsekretarz Stanu, Ministerstwo Finansów, Bożena Graczyk – Wiceprezes Zarządu, ING Bank Śląski SA, Daniel Lipnicki – Członek Zarządu, Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., Marcin Mikołajczyk – Zastępca Przewodniczącego, Komisja Nadzoru Finansowego, Marcin Prusak – Dyrektor Zarządzający Pionem Inwestycji i Analiz, Bank Gospodarstwa Krajowego, Agnieszka Rostkowska – Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Banku Handlowego, Magdalena Szwarc-Bakuła – Dyrektor Obszaru Prawnego, Santander Bank Polska SA; Moderator: dr Tadeusz Białek – Prezes Zarządu, Związek Banków Polskich

Rola i możliwości rynku kapitałowego w finansowaniu transformacji energetycznej w Polsce. Uczestnicy: Krzysztof Dresler – Wiceprezes Zarządu, PKO Bank Polski SA, Maciej Górski – Wiceprezes Zarządu, PGE Polska Grupa Energetyczna SA, Piotr Krzyżewski – Wiceprezes Zarządu, KGHM Polska Miedź SA, Michał Mrożek – Wiceprezes Zarządu, ING Bank Śląski SA, Iwona Ustach – Wiceprezes Zarządu, Noble Securities SA

Prezentacja: „Inwestor indywidualny w Polsce: autoportret vs spojrzenie branży". Uczestnicy: Tomasz Bilczyński – Brokerage Business Lead, Accenture Polska, dr Katarzyna Niewińska – Adiunkt w Katedrze Systemów Finansowych Gospodarki, Wydział Zarządzania, Director of FinTech Executive Program, Uniwersytet Warszawski, dr Karina Sachpazidu – Adiunkt, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski

Jak zwiększyć IPO's? Jak przyciągnąć i utrzymać emitentów na GPW w Warszawie? Uczestnicy: Mateusz Kacprzak – Dyrektor Departamentu Bankowości Inwestycyjnej, Santander Bank Polska SA, Piotr Koziński – Dyrektor Zarządzający Pionem Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Wojciech Kuśpik – Prezes Zarządu, Polskie Towarzystwo Wspierania Przedsiębiorczości S.A, Sebastian Młodziński – Prezes Zarządu, Timate Sp. z o.o., Piotr Rusiecki – Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie mBanku, dr Iwona Sroka – Członek Zarządu, Murapol SA, Prezes Rady Giełdy, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Artur Wiza – Wiceprezes Zarządu, Asseco Poland SA; Moderator: Robert Stanilewicz – Analizy Online

Prezentacja: „Climate Change i po co nam zrównoważone finanse" Kamil Wyszkowski – Dyrektor Wykonawczy, UN Compact Network Poland, Współprzewodniczący Platformy Zrównoważonych Finansów

Współdziałanie pomiędzy giełdą a sektorem Private Equity – nowe kierunki rozwoju. Uczestnicy: Andrzej Bartos – Senior Partner, Innova Capital, Jarosław Dąbrowski – Członek Zarządu, Bank Gospodarstwa Krajowego, Michał Kobza – Członek Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Aleksander Mokrzycki – Wiceprezes Zarządu, PFR Ventures Sp. z o.o.; Moderator: Małgorzata Bobrowska – Prezes Zarządu, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Współzałożyciel i Partner Zarządzający, Resource Partners

Economic and capital market outlook, both global and Poland. Uczestnicy: Piotr Bujak – Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu Analiz Ekonomicznych, PKO Bank Polski SA, Magdalena Polan – Head of EM Macro Research, PGIM Fixed Income, dr Ernest Pytlarczyk – Dyrektor Centrum Analiz i TransformacjiCyfrowej, Główny Ekonomista, Bank Pekao SA; Moderator: Colin Ellis – Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service

Skąd wynika mała konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego i jak ją poprawić? Uczestnicy: Marcin Groniewski – Prezes Zarządu, Santander Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, Piotr Osiecki – Przewodniczący Rady Nadzorczej, ALTUS SA, Tomasz Stadnik – Prezes Zarządu, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU SA, Michał Szymański – Prezes Zarządu, VIG / C-QUADRAT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, Przewodniczący Rady Nadzorczej, Vienna PTE

Prezentacja: „Wąski korytarz: co zrobić, aby polska gospodarka dalej dynamicznie rosła?" prof. Łukasz Hardt – Doradca Przewodniczącego KNF, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego

Prezentacja: „What impact will Trump have on the global economy?" Colin Ellis – Managing Director, Global Credit Strategist, Moody's Investors Service

Prezentacja: „Rola niezależnej dystrybucji produktów inwestycyjnych w rozwoju polskiego rynku kapitałowego" Michał Szymański – Prezes Zarządu, VIG / C-QUADRAT Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA; Przewodniczący Rady Nadzorczej, Vienna PTE

Strategic opportunity to rethink the business model or a mere race for market share – The Future of Wealth Management and Private Banking in Poland. Uczestnicy: Omar Arnaout – Prezes Zarządu, XTB SA
Olaf Toepfer – Senior Partner, EY Global Center for Wealth Management Founder & Leader, EY Switzerland Marcin Wlazło – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Pekao Moderator: Mateusz Stępiński – Dyrektor, EY-Parthenon Polska, Doradztwo Strategiczne i Transakcyjne w Sektorze Finansowym, członek EY Global Center for Wealth Management

Jak poprawić Ład Korporacyjny w spółkach giełdowych?
Uczestnicy: Dorota Dziugieł – Prezes Zarządu, Vienna Powszechne Towarzystwo Emerytalne SA, dr Paweł Gładysz – Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Pekao, Filip Gorczyca – Członek Zarządu, Stowarzyszenie Niezależnych Członków Rad Nadzorczych Mariusz Jaszczyk – Wiceprezes Zarządu, Polski Fundusz Rozwoju SA, Magdalena Piłat – Dyrektor Departament Nadzoru II, Ministerstwo Aktywów Państwowych; Moderator: Ewa Jakubczyk-Cały – Partner Zarządzający, PKF Polska

Aktywa cyfrowe – czy niedługo wszystko stanie się tokenem?
Uczestnicy: prof. dr hab. Krzysztof Jajuga – Prezes Zarządu, CFA Society Poland, Filip Kaczmarzyk – Członek Zarządu, XTB SA, Antonina Karwasińska – Dyrektor Biura Rozwoju i Operacji, Biuro Maklerskie Pekao Sławomir Panasiuk – Wiceprezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Marcin Truchanowicz – Członek Zarządu, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA i KDPW_CCP SA Adam Wdowczyk – Senior Manager, Digital Assets & Central Bank Digital Currencies, Acceture Polska; Moderator: Tomasz Prusek – Prezes Zarządu, Fundacja Przyjazny Kraj

Finansowanie ESG, zielone finanse, zrównoważone inwestycje – wyzwania dla rynku finansowego. Uczestnicy: Piotr Dmuchowski – Prezes Zarządu, PFR Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA,, Magdalena Łapsa-Parczewska – Doradca Przewodniczącego KNF, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego Janusz Krystosiak – Dyrektor Departamentu Relacji Inwestorskich, KGHM Polska Miedź SA, Konrad Wilczak – Deputy Head of Poland, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju Kamil Wyszkowski Dyrektor Wykonawczy, UN Compact Network Poland, Współprzewodniczący Platformy Zrównoważonych Finansów

Prezentacja:„GPW jako motor rozwoju rynku kapitałowego – kluczowe inicjatywy i projekty” Tomasz Bardziłowski – Prezes Zarządu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Nowy Plan Rozwoju Rynku Kapitałowego w Polsce. Uczestnicy:
prof. dr hab. Dariusz Adamski – Dyrektor Instytutu Finansów, Ministerstwo Finansów Jarosław Dominiak – Prezes Zarządu, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych Mikołaj Raczyński – Wiceprezes Zarządu, Polski Fundusz Rozwoju SA Leszek Stypułkowski – Członek Zarządu, Bank Gospodarstwa Krajowego Anna Wnuk – Dyrektor Zarządzająca, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych

Prezentacja: „Czas na gen AI: Czy branża finansowa wykorzysta tę szansę?”
Sylwia Gwiazda – AI at Financial Services Lead, Accenture Polska

Cyfrowa transformacja usług maklerskich. Uczestnicy: Agata Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Filip Kaczmarzyk – Członek Zarządu, XTB SA, Michał Karwasiński – Radca Prawny, Partner, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy Sp. j., Maksymilian Skolik – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie mBanku, Artur Trunowicz – Dyrektor Pionu Rynku Kapitałowego, Asseco Poland SA; Moderator: Marcin Zaniewicz – Ekspert, Konsultant Biznesowy, Asseco Poland SA

DEBATA SZEFÓW FIRM INWESTYCYJNYCH. Szanse i wyzwania firm inwestycyjnych – jak przyciągnąć inwestorów? Uczestnicy:
Omar Arnaout – Prezes Zarządu, XTB SA, Paweł Baluch – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Banku Millenium SA, Mariusz Kiełczykowski – Zastępca Dyrektora Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie Pekao, Samer Masri – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego, Radosław Olszewski – Prezes Zarządu, Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska SA, Jerzy Nikorowski – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska SA, Maksymilian Skolik – Dyrektor Biura Maklerskiego, Biuro Maklerskie mBanku, Bartosz Świdziński – Prezes Zarządu, Erste Securities Polska SA; Moderator: Przemysław Tychmanowicz – Zastępca Redaktora Naczelnego, Gazeta Giełdy i Inwestorów „Parkiet", Tomasz Bilczyński – Brokerage Business Lead, Accenture Polska

NAGRODY 25. LECIA KONFERENCJI RYNKU KAPITAŁOWEGO

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
Giełda Papierów Wartościowych
kat. Partner Infrastrukturalny

Komisja Nadzoru Finansowego
kat. Administracja Rządowa

Asseco Poland S.A.
Bank Pekao S.A.
kat. Partner Spółka Giełdowa

PZU TFI
kat. Partner Inwestor Indywidualny

List Polska
kat. Partner Wspierający

IZFiA
IGTE
kat. Partner Instytucjonalny

Parkiet
Analizy.pl
kat. Partner Medialny

Waldemar Markiewicz
Nagroda 25. lecia KRK

Ewa Sosnówka
Michał Turek
kat. Menadżerowie Konferencji

XI Mistrzostwa Polski Rynku Kapitałowego w Slalomie Gigancie i Snowboardzie

Narciarstwo mężczyźni: Jacek Jonak, Mateusz Kacprzak,Radoslaw Olszewski

Narciarstwo kobiet: Iwona Sroka, Karina Sachpazidu, Antonina Karwasińska

Snowboard mężczyźni: Wojciech Gąsowski, Konrad Wilczak, Kacper Czyżewski

Cele i zadania Ministerstwa Finansów w ramach polskiej prezydencji w Radzie Unii Europejskiej

W ramach sprawowanej prezydencji w Radzie Unii Europejskiej, Ministerstwo Finansów podejmuje zdecydowane działania w celu zapewnienia Europie bezpieczeństwa i siły gospodarczej. Naszym celem jest szybkie wypracowanie rozwiązania, które bez zmiany przepisów UE, pozwoli realizować wyższe nakłady finansowe na obronność w ramach unijnych reguł fiskalnych. Postulujemy przy tym, aby jako inwestycje obronne traktowane były nie tylko wydatki na zakup sprzętu, ale również wydatki na infrastrukturę, wzrost wydatków osobowych koniecznych do utrzymania zwiększonego potencjału obronnego czy inwestycje kapitałowe rządu w potencjał produkcyjny związany ze sprzętem militarnym. W naszej ocenie punktem odniesienia powinna być sytuacja przed wojną w Ukrainie, czyli poziom wydatków obronnych w 2021 roku, tak aby docenić nakłady finansowe zarówno krajów, które właśnie zaczęły - lub dopiero planują - wydawać więcej na obronność, jak i te, które już wcześniej zaczęły zwiększać te wydatki. Robimy to nie tylko dla siebie, ale dla całej Europy.

W ocenie Ministerstwa Finansów bezpieczeństwo samo w sobie nie wystarczy. Siła Europy zależy od konkurencyjnej i innowacyjnej gospodarki, która zapewnia dobrobyt obywatelom. Obecnie Europa pozostaje w tyle w globalnym wyścigu gospodarczym. Dlatego w ramach prezydencji w Radzie Unii Europejskiej skupiamy się również na najważniejszych aspektach unijnej gospodarki, zaczynając od nadrzędnej kwestii, jaką są wysokie ceny energii w Europie. Słowo „energia" pojawiło się w raporcie Draghiego 600 razy, ponieważ ma ona fundamentalne znaczenie dla konkurencyjności Europy. Nie bez powodu - unijne przedsiębiorstwa płacą od 2 do 4,5 razy więcej za energię niż przedsiębiorstwa z USA i Azji. Szacuje się, że kryzys energetyczny kosztował strefę euro 1% PKB.

Sytuacja jest poważna, ponieważ energochłonne gałęzie przemysłu w Europie znajdują się w niekorzystnym położeniu konkurencyjnym w skali globalnej. Istnieje realne ryzyko utraty tych gałęzi przemysłu na rzecz innych części świata, co może jeszcze bardziej zaszkodzić naszemu wzrostowi i zmniejszyć dobrobyt. Nowe technologie, takie jak sztuczna inteligencja, obliczenia kwantowe i usługi cyfrowe, również zależą od przystępnej cenowo energii.

Raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego zlecony przez polską prezydencję na styczniowe posiedzenie Rady do Spraw Gospodarczych i Finansowych (ECOFIN) ujawnia, że pogłębienie integracji rynku energii pozwoli Europie zaoszczędzić 40 miliardów euro rocznie do 2030 roku. W związku z tym istnieje coraz większa zgoda co do tego, że nasze kolejne kroki powinny obejmować rozbudowę transgranicznych połączeń elektrycznych, sieci i interkonektorów, przyspieszenie rozwoju odnawialnych źródeł energii oraz uproszczenie procedur licencyjnych.

Unia Europejska powinna również opracować wspólne podejście do rynków mocy. Czekamy na wniosek Komisji i mamy nadzieję, że w „Planie działania na rzecz przystępnej cenowo energii" zostaną przedstawione natychmiastowe rozwiązania dotyczące problemu wysokich cen energii. Co więcej, należy poważnie rozważyć opóźnienie pełnego wdrożenia ETS2 do czasu, aż będzie on działał na korzyść społeczeństwa. Musimy zrobić krok wstecz i zachować ostrożność, jeśli chodzi o politykę, która w niektórych aspektach mogła zostać wprowadzona zbyt szybko.

Ministerstwo Finansów jest przekonane, że wskazana dyskusja jest kluczowa dla konkurencyjności unijnej gospodarki i jest zdecydowane odgrywać w niej bardzo aktywną rolę.

Dalszy rozwój europejskich rynków kapitałowych niesie za sobą ogromny potencjał, dlatego z zadowoleniem przyjęliśmy inicjatywę uruchomienia Unii Oszczędności i Inwestycji, która będzie stanowiła podstawę działań na rzecz stworzenia prawdziwego jednolitego rynku kapitału, pomagając instytucjom finansowym osiągnąć skalę i stać się bardziej konkurencyjnymi na rynku globalnym, a jednocześnie wnosząc istotny wkład w zaspokojenie bezprecedensowych potrzeb finansowych Unii.

W ocenie Ministerstwa Finansów ambicją Unii Europejskiej powinno być stworzenie kultury inwestowania w Europie, aby zapewnić Europejczykom odpowiednie możliwości inwestycyjne w Europie, bez konieczności szukania ich gdzie indziej.

Wszyscy wiemy aż za dobrze, że problem nie leży w oszczędnościach Europejczyków ani w braku kapitału. Skala tych oszczędności wynosi prawie 1,4 biliona euro. Jednak europejskie firmy nadal mają problemy z wykorzystaniem tych funduszy i uzyskaniem potrzebnego finansowania,

ponieważ unijny rynek kapitałowy jest rozdrobniony, co ogranicza możliwości właściwej dystrybucji kapitału. W rezultacie inwestorzy przenoszą się poza Europę, podobnie jak najbardziej obiecujące firmy na wczesnym etapie rozwoju. Zdaniem Ministerstwa Finansów konieczne jest powstrzymanie tego trendu. Potrzeba rozwoju rynków kapitałowych – zarówno krajowych, jak i europejskich – stała się niezwykle pilna.

Dlatego Ministerstwo Finansów zdecydowanie popiera pomysł przeglądu ram prawnych i wycofania nadmiernych przepisów w celu zmniejszenia obciążeń regulacyjnych i kosztów transakcyjnych dla uczestników rynku. Chcemy współpracować z Komisją Europejską w celu usunięcia nieuzasadnionych przeszkód i uproszczenia przepisów. Nie chodzi tylko o wzrost gospodarczy. Chodzi o obronę europejskiego stylu życia – przyszłości, w której istnieją różnorodne miejsca pracy, możliwości i dobrobytu. Dlatego z zadowoleniem przyjmujemy również niedawną publikację Kompasu Konkurencyjności, a także czekamy na konkretne wnioski Komisji, w tym pakiety uproszczeń Omnibus, które mamy nadzieję wkrótce otrzymać, abyśmy mogli od razu rozpocząć nad nimi prace w Radzie Unii Europejskiej.

Jeśli chodzi o konkretne rozwiązania legislacyjne, za jeden z możliwych sposobów odblokowania europejskiego rynku kapitałowego Ministerstwo Finansów uznaje ożywienie sekurytyzacji. Dlatego mamy nadzieję, że wkrótce Komisja Europejska przedstawi wniosek w tej sprawie. Wśród innych inicjatyw na uwagę zasługują pomysły dalszego wzmocnienia edukacji finansowej oraz opracowania strategii dla rynku private equity i venture capital.

Ministerstwo Finansów w ramach sprawowanej prezydencji w Radzie Unii Europejskiej chciałoby również kontynuować rozpoczętą jakiś czas temu dyskusję na temat paneuropejskiego produktu oszczędnościowego. Uważamy, że należy dokładnie zbadać potencjał opracowania ram dla wspólnego, atrakcyjnego, taniego i prostego transgranicznego detalicznego produktu inwestycyjnego.

Jako prezydencja nie zapominamy również o trwających procesach legislacyjnych w obszarze usług finansowych, a jednym z naszych priorytetów jest jak najdalej idący postęp w zakresie istniejącej agendy, przy czym w ocenie Ministerstwa Finansów w ramach prowadzonych prac konieczne jest uwzględnienie ogólnej zasady upraszczania i deregulacji.

Polska prezydencja zobowiązała się do rozpoczęcia w nadchodzących tygodniach trilogów w odniesieniu do pakietu RIS („Retail Investment Strategy"), podczas których spróbujemy poprawić i uprościć tekst, aby osiągnąć wzajemnie satysfakcjonujący kompromis w świetle ogólnego celu, jakim jest zwiększenie konkurencyjności Unii i zmniejszenie obciążeń regulacyjnych. Zakładamy jednak, że jeżeli w ciągu dwóch miesięcy od rozpoczęcia rozmów trójstronnych, nie uda się osiągnąć satysfakcjonującego kompromisu, będziemy musieli ponownie rozważyć przyszłość tego projektu.

Jesteśmy również silnie zaangażowani w postęp w trilogach dotyczących przeglądu CMDI („Crisis Management and Deposit Insurance"). Poprzez wzmocnienie ram restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dla małych i średnich banków, chcemy chronić stabilność finansową w całej Unii. Pomimo wyzwań jesteśmy przekonani, że uda nam się pokonać te zawiłości i osiągnąć pomyślny wynik.

Poprawa funkcjonowania obecnych przepisów dotyczących usług płatniczych i usług pieniądza elektronicznego ma również duże znaczenie dla konsumentów i przedsiębiorstw w Unii. Jesteśmy przekonani, że wkrótce osiągniemy porozumienie w Radzie w sprawie wniosków dotyczących dyrektywy i rozporządzenia, aby móc rozpocząć negocjacje z Parlamentem.

Niedawno został opublikowany wniosek legislacyjny dotyczący skrócenia cyklu rozliczeniowego. Ministerstwo Finansów uważa, że projekt ten jest szczególnie ważny z punktu widzenia konkurencyjności, ponieważ pozwoli zlikwidować lukę w stosunku do głównych jurysdykcji, która powstałaby w wyniku braku działania. Bez szybkich działań rozbieżności w cyklach rozrachunkowych mogą prowadzić do pogłębiania się nieefektywności, co podważyłoby wysiłki Unii na rzecz budowy głębokiego i płynnego rynku kapitałowego. Będziemy zatem pracować z pełnym zaangażowaniem, aby dać uczestnikom rynku rozrachunku wystarczająco dużo czasu na dostosowanie się do nowych wymagań. Wymagać to będzie od uczestników procesu legislacyjnego, aby nie rozszerzali zakresu tego projektu poza to, co jest ściśle niezbędne do skrócenia cyklu rozrachunkowego.

Europa potrzebuje także inteligentniejszego budżetu opartego na sprawiedliwych zasobach własnych. Kolejne Wieloletnie Ramy Finansowe muszą odzwierciedlać unijne ambicje i odpowiadać skali jej wyzwań. Raport Draghiego szacuje, że Europa musi zainwestować do 5% PKB, aby pozostać konkurencyjną. Tymczasem budżet UE pozostaje na poziomie zaledwie 1% PKB. Jako polska prezydencja będziemy dążyć do realizacji zadań jakie stoją dzisiaj przed Europą.

Tekst przekazany przez Ministerstwo Finansoów.

Odpowiedzialność firmy inwestycyjnej za szkody powstałe w majątku klientów. Specyfika cywilnych postępowań spornych w kontekście sporów między klientami a instytucjami finansowymi

mec. Katarzyna Majer-Gębska
Managing Counsel
Kancelaria Sadkowski i Wpólnicy

Spory sądowe pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami często stanowią dla tych instytucji istotne wyzwanie – zarówno pod względem prawnym, jak i reputacyjnym oraz biznesowym. Ryzyko to może się dodatkowo nasilić w przypadku nieprecyzyjnej lub błędnej wykładni przepisów przez sądy. Jednocześnie rozważne i spójne stosowanie prawa może nie tylko kształtować stabilniejsze otoczenie regulacyjne, lecz także sprzyjać skutecznej ochronie rzetelnych interesów klientów oraz wspierać rozwój rynku finansowego.

W praktyce funkcjonowania na rynku kapitałowym, spory sądowe z klientami są zasadniczo nieuniknione. Wobec skali angażowanych środków, ryzyka nabywanych instrumentów finansowych oraz szczególnego stosunku zaufania pomiędzy stronami, nie ma możliwości ich całkowitego wyeliminowania w dłuższym okresie. Szczególna rola przypada zatem sądom, które powinny rozstrzygać sprawy w sposób sprawny, sprawiedliwy i przede wszystkim – racjonalny.

Racjonalne rozstrzygnięcie to takie, które nie abstrahuje od rzeczywistości gospodarczej i realnych warunków, w których znajdują się strony. Konieczny do rozważenia jest przede wszystkim kontekst świadczenia usług – to, jaką faktyczną wiedzę posiada (lub powinien posiadać!) klient, jakie jest jego położenie i czy rzeczywiście wymaga on w stosunkach cywilnoprawnych szczególnej, bardzo daleko idącej ochrony.
Restrykcyjne normy prawa publicznego mogą być używane jako wzorzec normatywny wyłącznie wówczas, gdy rzeczywiście istnieje normalny związek przyczynowy pomiędzy ich bezprawnym naruszeniem a szkodą klienta. Z samego faktu ich ewentualnego naruszenia nie może wynikać obowiązek wynagrodzenia klientowi straty inwestycyjnej, którą poniósłby niezależnie od wykonania przez firmę inwestycyjną obowiązków publicznoprawnych. Prowadziłoby to bowiem do systemowo groźnych i ze wszech miar niesprawiedliwych konsekwencji, naruszających tak zasady prawa prywatnego jak i reguły obrotu na rynku finansowym.

Fundamentalne zasady

Po to, aby właściwie uchwycić zarówno faktyczny, jak i normatywny kontekst większości sporów między domami maklerskimi a ich klientami, niezbędne jest dogłębne zrozumienie fundamentalnych mechanizmów rządzących obrotem cywilnoprawnym oraz handlem instrumentami finansowymi.

Po pierwsze, inwestowanie na rynku kapitałowym nieodłącznie wiąże się z ryzykiem, które jest bezpośrednio proporcjonalne do oczekiwanej stopy zwrotu – im większy potencjalny zysk, tym wyższe ryzyko musi ponieść inwestor. Wynika stąd naturalna zasada, że nie należy angażować środków, których ewentualna utrata przekracza zdolność do absorpcji strat (inwestor nie jest sobie w stanie na nią „życiowo" pozwolić). Równie istotne jest, aby inwestor nie lokował kapitału w instrumenty, których konstrukcji lub poziomu ryzyka nie rozumie.
Po drugie, każda osoba posiadająca pełną zdolność do czynności prawnych zobowiązana jest do dochowania należytej staranności w prowadzeniu własnych spraw. Jak zauważali już starożytni rzymscy prawnicy – ius civile vigilantibus scriptum est, prawo cywilne tworzone jest dla osób starannych. System prawny nie powinien zatem umożliwiać przenoszenia odpowiedzialności za własne niedbalstwo na innych uczestników obrotu i nie może premiować nieznajomości podstawowych zasad rządzących podejmowaną aktywnością. Tyczy się to tak przedsiębiorców jak i konsumentów, tak klientów profesjonalnych jak i detalicznych, z poszanowaniem odmiennych standardów należytej staranności stawianych przedstawicielom tych grup.

Po trzecie, dom maklerski jest przedsiębiorcą. Działa dla zysku i powinien być rozliczany ze zgodności z przepisami prawa (np. zarządzanie produktowe, zakaz przyjmowania i przekazywania zachęt, funkcjonowanie kontroli wewnętrznej) oraz z regułami sztuki (np. dywersyfikacja zarządzanego portfela klienta). Rozliczenie to powinno następować w procesie stosowania prawa publicznego przez właściwy organ, a w procesie cywilnym z klientem tylko w sytuacji, gdy spełnione są warunki opisane w prawie cywilnym.

Troska o interes klienta idzie oczywiście daleko, w szczególności w umowach doradztwa inwestycyjnego czy zarządzania portfelem instrumentów finansowych i nie może obejmować rekomendowania lub nabywania instrumentów nieodpowiednich dla klienta. Należy jednak pamiętać przy tym, że żaden przepis nie nakłada na firmę inwestycyjną obowiązku uzupełniania podstawowych braków wiedzy klientów, ochrony ich przed konsekwencjami własnych decyzji inwestycyjnych czy końcowego rezultatu w postaci zysku.

W każdym przypadku kluczowe obowiązki firmy inwestycyjnej obejmują działanie w najlepiej pojętym interesie klienta – dostarczanie rzetelnych i przejrzystych informacji, nadzór nad pracownikami obsługującymi inwestorów oraz realizację zleceń na możliwie najkorzystniejszych dla nich warunkach. Cała reszta procesu inwestycyjnego, niezależnie od rodzaju świadczonej usługi maklerskiej, odbywa się na ryzyko klienta, czego ten musi mieć świadomość. Należyta staranność firmy inwestycyjnej, jakkolwiek na najwyższym, profesjonalnym poziomie, nie może być zrównywana ze zobowiązaniem rezultatu. Świadczenie usług dalej idących (np. doradztwa inwestycyjnego) nie może być domniemywane, ani zbyt łatwo wywodzone – w braku formalnej umowy – z zachowania pracowników domów maklerskich.

Po czwarte, w kontekście rynku finansowego nie sposób pominąć zjawiska hazardu moralnego, błędnie określanego niekiedy „pokusą nadużycia". Bo przecież nie o nadużycie w prawnym sensie tu chodzi – *moral hazard* pojawia się, gdy zyski są indywidualizowane, a koszty inwestycji przerzucane na innych uczestników rynku, nawet (a może wręcz przede wszystkim) wówczas, kiedy system prawny taki przerzut dopuszcza.

W warunkach *moral hazard* podmiot działa według zasady: „jeśli zarobię, zatrzymam zyski, jeśli stracę, uzyskam rekompensatę". Mechanizm ten jest istotny nie tylko w ocenie wielkoskalowych operacji podejmowanych przez menedżerów instytucji „zbyt dużych, by upaść", lecz także w skali mikro – w portfelach klientów indywidualnych, którzy mogą dążyć do wykorzystania w tym celu restrykcyjnych mechanizmów ochrony inwestora.

Szczególnie częstym przykładem jest w tym zakresie próba zbyt luźnego wywodzenia istnienia dorozumianego stosunku doradztwa inwestycyjnego lub domaganie się odszkodowania za straty poniesione w inwestycji w dany instrument, z jednoczesnym zatrzymaniem zysków uzyskanych w tych samych warunkach z innych instrumentów. Nie należy do tego dopuszczać.

Praktyka orzecznicza

W mojej praktyce i w analizie orzecznictwa sądów powszechnych spotkałam się z wieloma sprawami i wyrokami, w których opisane zasady przynajmniej częściowo znajdują potwierdzenie. W Wyroku Sądu Najwyższego z dnia 23 czerwca 2022 r. (sygn. II CSKP 85/22) doszło do oceny odpowiedzialności kontraktowej domu maklerskiego w związku z oferowaniem obligacji oraz potencjalnej odpowiedzialności za świadczenie doradztwa inwestycyjnego. Sprawa wynikła z powództwa inwestorki przeciwko domowi maklerskiemu, który pośredniczył w emisji obligacji spółki, która następnie popadła w trudności finansowe.

Powódka domagała się od domu maklerskiego odszkodowania za stratę poniesioną w wyniku zakupu obligacji, argumentując, że została wprowadzona w błąd co do zabezpieczenia emisji i kondycji finansowej emitenta. Sąd Okręgowy w Warszawie oddalił powództwo, uznając, że dom maklerski działał jedynie jako pośrednik i nie świadczył usług doradztwa inwestycyjnego, a zatem nie miał obowiązku dokonywania analiz inwestycyjnych w jej imieniu.

Sąd Apelacyjny zmienił ten wyrok i zasądził na rzecz powódki odszkodowanie. Uznał, że między stronami doszło do zawarcia dorozumianej umowy o doradztwo inwestycyjne. Zdaniem Sądu Apelacyjnego, dom maklerski nie dochował należytej staranności w weryfikacji informacji o emitencie i zabezpieczeniach obligacji, jednak powódka ponosi częściową odpowiedzialność za swoją decyzję inwestycyjną i stopień jej przyczynienia do szkody wynosi 50%.

Sąd Najwyższy oddalił skargi kasacyjne obu stron, utrzymując wyrok Sądu Apelacyjnego w mocy. Uznał, że brak jest podstaw do przypisania domowi maklerskiemu odpowiedzialności kontraktowej z tytułu doradztwa inwestycyjnego. Z jednej bowiem strony, powódka nie zawarła formalnej umowy o doradztwo inwestycyjne, a złożone przez nią oświadczenie wskazywało, że decyzję inwestycyjną podjęła samodzielnie, z drugiej informacje przekazane przez pracownika domu maklerskiego (np. wieloletnia współpraca emitenta z pozwanym, rozwojowy charakter przedmiotu działalności spółki)

miały charakter ogólny i nie stanowiły rekomendacji inwestycyjnej. Jakkolwiek oczywiście możliwe jest świadczenie doradztwa per facta concludentia, co stanowi istotne ryzyko prawne dla firm inwestycyjnych, do zagadnienia tego trzeba podchodzić ostrożnie, dokładnie uwzględniając wszelkie okoliczności danej sprawy.

Sąd podkreślił, że powódka była doświadczonym inwestorem i miała możliwość samodzielnej analizy warunków emisji. Publicznie dostępne informacje wskazywały na trudności finansowe emitenta, ale powódka nie przeprowadziła ich analizy przed zakupem obligacji, co obciąża ją jako przyczynienie się do powstania szkody. W sytuacji, gdy kondycja finansowa emitenta była znana, wynikała bowiem z publicznie dostępnej dokumentacji a powódka nie podjęła żadnych czynności sprawdzających zmierzających do uniknięcia szkody, nie sposób uznać, że przyjęte przez Sąd Apelacyjny przyczynienie się do powstałej szkody narusza art. 362 KC.

Wyrok Sądu Najwyższego potwierdza, że dom maklerski, działający jako pośrednik, nie ponosi automatycznej odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne klientów. Ostatecznie Sąd uznał jego odpowiedzialność, ale wyłącznie na podstawie art. 484 KSH, który stanowi, że: „Kto współdziałał w przyznawaniu przez spółkę bezpośrednio lub za pośrednictwem osób trzecich akcji, obligacji lub innych tytułów uczestnictwa w zyskach albo podziale majątku, jest obowiązany do naprawienia wyrządzonej szkody, jeżeli zamieścił w ogłoszeniach lub zapisach fałszywe dane lub w inny sposób dane te rozpowszechniał albo, podając dane o stanie majątkowym spółki, zataił okoliczności, które powinny być ujawnione zgodnie z obowiązującymi przepisami.”

Dom maklerski, który oferuje obligacje i przygotowuje dokumenty związane z ich emisją na podstawie informacji od spółki, niewątpliwie „współdziała” w tym procesie. **Jednak jego odpowiedzialność powstaje wyłącznie wtedy, gdy dopuścił się zamieszczenia fałszywych informacji lub zatajenia istotnych faktów.** Jakakolwiek surowsza odpowiedzialność mogłaby zostać przypisana domowi maklerskiemu jedynie w sytuacji, gdyby faktycznie świadczył usługę doradztwa inwestycyjnego. Ocena tej relacji wymaga daleko idącej ostrożności, uwzględnienia kontekstu wypowiedzi pracownika domu maklerskiego oraz całokształtu relacji stron. W braku doradztwa inwestycyjnego klient powinien samodzielnie przeanalizować sytuację finansową emitenta i nie może przerzucać własnego ryzyka gospodarczego na dom maklerski, domagając się odszkodowania.

Kolejno, na szczególną uwagę zasługuje wyrok Sądu Apelacyjnego w Krakowie z dnia 25 marca 2024 r. (sygn. I AGa 250/22), w którym Sąd oddalił powództwo klienta banku dotyczące transakcji opcji walutowych negocjowanych indywidualnie w celu zabezpieczenia jego pozycji importowej.

owód, będący przedsiębiorcą, argumentował, że bank zaoferował mu usługę nieadekwatną do jego sytuacji, rzekomo nie informując go o wszystkich zagrożeniach, negatywnych scenariuszach rozliczenia oraz potencjalnych stratach wynikających z produktu. W jego ocenie bank dopuścił się spekulacji na rynku finansowym na jego koszt i ryzyko, naruszając zasady lojalności i współżycia społecznego poprzez niewłaściwe informowanie o ryzyku ekonomicznym transakcji.

Bank podnosił natomiast, że powód otrzymał wszelkie niezbędne informacje o warunkach transakcji i związanym z nią ryzyku. Jako przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą powinien samodzielnie przeanalizować dostępne dane. Bank wskazał, że powód złożył oświadczenie potwierdzające, iż został poinformowany o odpowiednich dla niego instrumentach finansowych oraz ostrzeżony o ryzyku związanym z produktami ocenionymi jako nieodpowiednie dla jego profilu inwestycyjnego. Z treści tego oświadczenia wynikało, że powód może świadomie podjąć decyzję o skorzystaniu z takich instrumentów na własne ryzyko i że bank nie ma obowiązku ponownego ostrzegania go o potencjalnych zagrożeniach.

Sąd Apelacyjny podzielił stanowisko banku, wskazując, że powód powinien był zdawać sobie sprawę, iż jego wiedza i doświadczenie nie były wystarczające do podejmowania tego rodzaju transakcji, biorąc pod uwagę jego indywidualną sytuację oraz zdolność do ponoszenia strat i poziom akceptowanego ryzyka. Skoro, mimo świadomości własnych ograniczeń, dążył do zawarcia umowy, to jej zawarcie nie może zostać uznane za sprzeczne z prawem, zasadami współżycia społecznego ani postanowieniami umowy z bankiem. To na kliencie spoczywała odpowiedzialność za decyzję o przyjęciu ryzyka inwestycyjnego.

Ponadto, w sprawie nie wykazano nieprawidłowości w prowadzeniu rachunków czy rejestrów, nierzetelnego wykonywania działalności, zaniedbań ani oszustwa. Co prawda, powołany biegły stwierdził, że doszło do nieprawidłowej wyceny opcji barierowych, jednak podkreślono, że bank dokonał wyceny w oparciu o historyczne kursy, co zostało wyraźnie zakomunikowane powodowi. Biegły słusznie zauważył, że choć to bank zwykle przedstawia wycenę opcji, to przedsiębiorca powinien przeprowadzić własną analizę i porównać ją z innymi ofertami dostępnymi na rynku.

Sąd prawidłowo odniósł się także do gospodarczej istoty instrumentów finansowych, wskazując, że nierównomierny podział ryzyka w umowie opcji walutowej czy brak ekwiwalentności świadczeń stron nie uzasadniają zastosowania art. 58 § 2 ani art. 471 Kodeksu cywilnego. Istotą kontraktu opcyjnego jest, z perspektywy nabywcy opcji,

zabezpieczenie się przed ryzykiem związanym ze zmianą kursu walut, a z perspektywy wystawcy – uzyskanie wynagrodzenia. W przedmiotowej sprawie transakcja realizowała te cele, co dodatkowo uzasadniało jej ważność i wskazuje na istotne znaczenie wiedzy ekonomicznej w rozstrzyganiu sporów sądowych.

Komentując przedmiotowy wyrok, należy w pełni zaaprobować sposób rozumowania Sądu, który potwierdza poczynione powyżej ustalenia. Istnienie stosunku zaufania pomiędzy firmą inwestycyjną a klientem nie oznacza obowiązku ochrony klienta przed stratą wynikającą z jego własnej niewiedzy, lecz jedynie dostarczenie mu rzetelnych i wystarczających informacji o oferowanym produkcie finansowym. Ostateczna analiza potencjalnych korzyści i ryzyka zawsze należy do klienta – procedura badania adekwatności ma – w modelu bez doradztwa inwestycyjnego – jedynie na celu wsparcie go w tym procesie. Innymi słowy, Sąd Apelacyjny podkreślił, że odpowiedzialność za decyzję inwestycyjną spoczywa na kliencie, a badanie odpowiedniości ma charakter pomocniczy, ale nie zastępuje samodzielnej analizy ryzyka przez inwestora.

Brak automatyzmu pomiędzy naruszeniem obowiązków publicznoprawnych a szkodą klienta potwierdza z kolei Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 16 lipca 2024 r. (I C 246/24), w którym czytamy: „Przyjęte przez powoda założenie, że spadek wartości nabytych przez niego certyfikatów wynika w całości z działań czy zaniechań banku depozytariusza, jest w świetle zasad logiki błędne. Nawet gdyby powód zdołał wykazać wszystkie swoje twierdzenia co do tego, że bank depozytariusz uchybił swoim obowiązkom, to w żadnym razie nie świadczyłoby to o wykazaniu, że powód poniósł na skutek tego szkodę odpowiadającą różnicy pomiędzy ceną nabycia certyfikatów a kwotą uzyskaną wskutek ich umorzenia. Wartość certyfikatów jest ze swej natury zmienna i zależy od bardzo wielu czynników. (…) Nie sposób obarczać banku depozytariusza odpowiedzialnością chociażby za wadliwe decyzje Towarzystwa co do zainwestowania środków w daną spółkę, za wahania giełdowe, czy też za to, że w ogóle doszło do likwidacji majątku Funduszu, co związane było z koniecznością spieniężenia majątku w warunkach, które nie gwarantowały osiągnięcia optymalnej ceny".

W mojej ocenie, rozumowanie Sądu można w pełnym zakresie odnosić do sporów wynikających ze świadczenia usług maklerskich. Samo uchybienie normie prawa publicznego (np. nieprawidłowy nadzór nad agentem firmy inwestycyjnej, braki w dokumentacji) nie może automatycznie oznaczać odpowiedzialności za stratę inwestycyjną klienta.

Po pierwsze, sama strata inwestycyjna nie równa się szkodzie w rozumieniu prawa cywilnego, z uwagi na słusznie podniesioną przez sąd zmienność wartości instrumentów finansowych, która „zależy od bardzo wielu czynników".

Jeszcze dosadniej kwestę tę podkreśla Sąd Okręgowy w Warszawie w Wyroku z dnia 12 października 2020 r. (sygn. XXV C 368/20), w którym stwierdza „sam spadek ceny papieru wartościowego nie może skutkować odpowiedzialnością, jeśli związany jest z naturalnymi ryzykami ekonomicznymi" i dalej „obowiązek świadczenia usługi odpowiedniej dla danego klienta oczywiście nie oznacza, że usługi te będą korzystne dla klienta". Są to oczywiste, niepodważalne maksymy, które powinny stanowić aksjomat w rozstrzyganiu wszelkich sporów na rynku finansowym.

Po drugie, częstokroć brak związku przyczynowego pomiędzy uchybieniem a stratą klienta – nie sposób wykazać, że ten nie podjąłby stosownej decyzji inwestycyjnej w razie odmiennego, zgodnego z prawem publicznym zachowania firmy inwestycyjnej. Wątpliwości do prawidłowego ukształtowania przekazu marketingowego czy dokumentacji produktowej mogą być rozpatrywane wyłącznie w sposób realistyczny, z uwzględnieniem faktycznego wpływu jaki mogły wywrzeć na decyzję inwestora. W braku stosownych dowodów nie jest możliwe uzyskanie odszkodowania, a wszelkie próby jego uzyskania przez inwestorów winny być traktowane adekwatnie do tego czym w istocie są – próbą przerzucenia na inny podmiot odpowiedzialności za własne decyzje inwestycyjne które okazały się stratne. Rozpatrując kwestię systemowo, właściwa reakcja jest w takiej sytuacji wyłącznie po stronie nadzorcy, który jest z kolei w pełni związany dyrektywami wymiaru kary administracyjnej.
Brak obowiązku doprowadzenia do uzyskania przez konkretnego klienta określonego stanu wiedzy zdaje się potwierdzać cytowany już Wyrok SO w Warszawie (XXV C 368/20), w którym Sąd ten stwierdził: „(…) obowiązek informacyjny powinien być realizowany przez przekazanie informacji o charakterze ogólnym, odnoszącym się do danego typu instrumentów finansowych, a nie konkretnych instrumentów finansowych. Poza tym informacje te winny być dostosowane do danej kategorii klienta, a nie konkretnych potrzeb konkretnego klienta (…). Zatem informacja winna być depersonalizowana. Informacja domu maklerskiego winna jedynie powiększyć zakres wiedzy klienta o danym typie instrumentów finansowych". Pomimo treści ostatniego z cytowanych zdań, w którym pobrzmiewa obowiązek zwiększania zakresu wiedzy klienta o instrumentach finansowych, przyjąć należy bardzo wąskie jego rozumienie – chodzi wyłącznie o to, aby przekazywana treść posiadała walor informacyjny i była przedstawiona w sposób rzetelny, spójny i pełny – tj. mogła stać się podstawą nabycia określonej wiedzy. O posiadanie podstawowej wiedzy pozwalającej na zrozumienie przekazu firmy inwestycyjnej klient powinien zadbać sam, a badanie tejże ograniczone jest do wymogów związanych z oceną adekwatności lub odpowiedniości i jest obwarowane konsekwencjami ściśle określonymi w przepisach jej dotyczących.

Wnioski na przyszłość

Poczynione powyżej rozważania prowadzą do konkluzji, że sytuacja prawna podmiotów toczących spór winna być rozstrzygana z uwzględnieniem racjonalnych zasad obrotu i wszelkich okoliczności sprawy. Rozstrzygnięcie nie powinno abstrahować od ekonomicznej istoty stosunków stron, nawet jeżeli jednej z nich brak w tym zakresie niezbędnej wiedzy.
Przykładem zagadnienia, które powinno być rozstrzygane w podobnym duchu, jest kwestia wzajemnego znoszenia się zysków i strat z instrumentów finansowych wchodzących w skład zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego. W przypadku usług zarządzania portfelem instrumentów finansowych czy doradztwa inwestycyjnego przedmiotem świadczenia nie są zazwyczaj pojedyncze instrumenty, lecz cały portfel inwestycyjny, który powinien być oceniany jako całość. Możliwość dochodzenia odszkodowania powinna być oceniana w odniesieniu do wyniku netto portfela, a nie na podstawie jednostkowych strat poniesionych na poszczególnych instrumentach. Wyłączenie roszczeń odszkodowawczych w sytuacji, gdy inwestor osiągnął pozytywny wynik całkowity, jest przykładem praktycznego zastosowania wiedzy ekonomicznej w rozstrzyganiu problemów prawnych.

Zdywersyfikowany portfel posiada bowiem korzystniejszy stosunek oczekiwanego zysku do ponoszonego ryzyka niż prosta suma jego składników analizowanych osobno. Wynika to z mechanizmu redukcji ryzyka specyficznego poprzez rozproszenie ekspozycji na różne aktywa. W konsekwencji uznanie jedynie częściowej analizy portfela, np. oceny strat na pojedynczych instrumentach bez uwzględnienia jednoczesnych zysków na innych aktywach, prowadziłoby do sztucznego i nieuzasadnionego przypisywania odpowiedzialności firmie inwestycyjnej.
Konieczne jest dalsze wyważenie omawianych kwestii w praktyce orzeczniczej, tak aby zapewnić zgodność podejmowanych rozstrzygnięć z realiami rynkowymi, wiedzą ekonomiczną i zasadami sprawiedliwości. Prawo prywatne powinno pozostawać instrumentem kompensacji bezprawnie wyrządzonych szkód, a nie narzędziem uprzywilejowania klientów kosztem firm inwestycyjnych.

Europejski pojedynczy punkt dostępu (ESAP) – zadania i wyzwania dla firm inwestycyjnych.

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

mec. Kacper Czyżewski
radca prawny
Karwasiński, Szpringer i Wspólnicy

Czym jest (będzie) ESAP?

ESAP, czyli Europejski Jednolity Punkt Dostępu (ang. European Single Access Point), to inicjatywa legislacyjna i technologiczna Unii Europejskiej, która ma na celu stworzenie centralnej platformy internetowej, gromadzącej publicznie dostępne informacje dotyczące usług finansowych, rynków kapitałowych oraz zrównoważonego rozwoju. Rozwiązanie to w założeniach ma zdemokratyzować dostęp do danych finansowych i dotyczących zrównoważonego rozwoju w całej Unii Europejskiej.

Inflacja regulacyjnych obowiązków sprawozdawczych na rynku finansowym (w tym obowiązków związanych ze zrównoważonym rozwojem) spowodowała, że w domenie publicznej funkcjonuje ogromna ilość danych, pochodzących z różnych źródeł i publikowanych często w odmiennych, niekompatybilnych formatach utrudniających ich analizę.

W założeniach, ESAP stanowi odpowiedź na ten problem. Intencją wdrożenia jest zmniejszenie barier informacyjnych za pomocą środków cyfrowych, zwiększenie przepływu informacji w UE oraz wspieranie

To, w założeniach pomysłodawców, przyczyni się ma do integracji usług finansowych i rynków kapitałowych oraz lepszej alokacji kapitału w całej UE. Co istotne - ESAP nie wprowadza fundamentalnie nowych obowiązków sprawozdawczych, lecz centralizuje istniejące informacje publiczne w jednym, cyfrowym punkcie dostępu.

Podstawy prawne ESAP

Podstawy prawne i regulacyjne stanowi tzw. Pakiet ESAP, na który składają się m.in. Dyrektywa 2023/28641, Rozporządzenie UE 2023/28592 oraz Rozporządzenie UE 2023/28693. Ponadto w polskim porządku krajowym projektowana jest ustawa o zmianie niektórych ustaw w związku z przekazywaniem informacji do europejskiego pojedynczego punktu dostępu, która na początku marca 2025 r. pojawiła się w wykazie prac legislacyjnych i programowych Rady Ministrów4. Przyjęcie projektu przez Radę Ministrów przewidywane jest w II kwartale 2025 r.

Kto będzie podlegał obowiązkom związanym z ESAP?

Zakres podmiotów, które będą zobowiązane do publikowania informacji na platformie ESAP jest szeroki – i oprócz firm inwestycyjnych (w tym domów maklerskich) będzie obejmował m.in. banki, zakłady ubezpieczeń, emitentów instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego w UE oraz przedsiębiorców zobowiązanych do publikowania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju.

Jednocześnie zgodnie z założeniami regulacyjnymi ESAP, platforma ma umożliwiać publikowanie większej ilości informacji i szerszego zakresu danych niż wyłącznie wymagane przez przepisy prawa. Rozwiązanie to przewidziane jest w szczególności dla emitentów, którzy - dobrowolnie zwiększając zakres publikowanych danych - mogą przyciągnąć inwestorów i ułatwić analitykom kompleksową ocenę inwestycyjną. Informacje udostępniane dobrowolnie zostaną wyraźnie oznaczone w ESAP, aby użytkownicy mogli łatwo odróżnić je od informacji udostępnianych obowiązkowo na podstawie przepisów prawa. Dodatkowo, w przypadku informacji dobrowolnych, użytkownicy zostaną poinformowani, że niekoniecznie spełniają one wszystkie wymogi dotyczące danych obligatoryjnych i nie ma gwarancji ich bieżącej aktualizacji. Taka funkcja ma być dostępna od 2030 roku. ESAP zapewni również dostęp do informacji historycznych, co zwiększy jego wartość analityczną.

Publikowane dane mają być dostępne dla każdego, co zgodnie z preambułą do Rozporządzenia 2023/2859 stanowić ma szczególną wartość dla inwestorów, uczestników rynku, doradców inwestycyjnych i środowiska akademickiego.

Funkcjonalności platformy ESAP – one stop shop (?)

ESAP zostanie wyposażony w szereg funkcji, które w założeniach mają zrewolucjonizować dostęp do informacji finansowych w całej Unii Europejskiej.

ESMA ma zapewnić łatwy w obsłudze portal internetowy, który będzie dostępny we wszystkich językach urzędowych UE. Portal ma być zaprojektowany tak, aby był jak najłatwiejszy w obsłudze, z wysokim stopniem porównywalności danych i dostępnością dla szerokiego grona potencjalnych użytkowników. Dla podmiotów i użytkowników zamierzających zautomatyzować dostęp do danych z ESAP, udostępniony zostanie interfejs API, który umożliwi płynną wymianę informacji między systemami.

Istotną funkcją ESAP będzie wielojęzyczna wyszukiwarka, która pozwoli użytkownikom na odnajdywanie konkretnych informacji na podstawie rozbudowanego zestawu metadanych. Te metadane obejmą między innymi nazwy podmiotów, ich identyfikatory prawne, rodzaj udostępnianych informacji, datę ich publikacji, sektor działalności, a także nazwę organu zbierającego dane i język, w jakim informacje zostały przekazane.

Dodatkowo, ESAP zaoferuje narzędzie do przeglądania informacji, co ułatwi zapoznanie się z zawartością dokumentów. Użytkownicy będą mogli skorzystać z usługi tłumaczenia maszynowego pobranych informacji, która ma być dostępna do połowy 2028 r. Dla podmiotów, które zamierzają przetwarzać duże ilości danych, udostępniona zostanie funkcja pobierania, w tym możliwość pobierania danych masowych. Inną ważną funkcją będzie usługa powiadamiania użytkowników o pojawieniu się nowych informacji w ESAP, również planowana do wdrożenia w 2028 roku.

(Bez)płatny dostęp do informacji w ESAP

Dostęp do informacji w ESAP ma być co do zasady bezpłatny, bezpośredni i natychmiastowy. Wśród celów ESAP wymienia się bowiem „demokratyzację" dostępu do kluczowych danych finansowych i dotyczących zrównoważonego rozwoju i umożliwienie szerokiemu gronu inwestorów podejmowania świadomych decyzj.

Rozporządzenie przewiduje jednak pewne wyjątki od zasady bezpłatnego dostępu do ESAP. ESMA ma możliwość pobierania opłat za konkretne usługi, które wiążą się z wysokimi kosztami utrzymania lub wsparcia, lub w przypadku wyszukiwania i pobierania dużych ilości informacji. Wysokość tych opłat nie może przekraczać bezpośrednich kosztów poniesionych przez ESMA w związku ze świadczeniem tych usług. W odniesieniu do użytkowników korzystających z płatnych usług, ESMA może wprowadzić wymóg wypełnienia cyfrowej deklaracji.

Niektóre kategorie podmiotów mają zagwarantowany bezpłatny, bezpośredni i natychmiastowy dostęp do informacji w ESAP w zakresie niezbędnym do wypełniania ich obowiązków.

Do tej grupy zaliczają się między innymi instytucje publiczne, instytucje edukacyjne i badawcze oraz środowiska akademickie, a także podmioty dostarczające i wykorzystujące informacje z ESAP w celu realizacji swoich ustawowych obowiązków.

Czy ESAP przyczyni się do powstania nowych usług na rynku danych?

Celowe wydaje się w kontekście ESAP przytoczenie popularnej frazy „data is new gold", mając na uwadze, że odpowiednio opracowane, dostępne i wiarygodne dane stanowią ogromną wartość w gospodarce. W tym kontekście warto zauważyć, że zgodnie z zamysłem ustawodawcy dystrybucja danych odbywać się będzie m.in. za pomocą interfejsu API. W tym zakresie na rynku finansowym od wielu już lat funkcjonuje model otwartej bankowości, której regulacje wykreowały nowe typy podmiotów de facto przetwarzające dane pozyskiwane od banków za pośrednictwem API. Jako przykład warto przywołać tzw. AISP5, którego działalność polega na pozyskiwaniu danych bankowych oraz ich przetwarzaniu (w tym dokonywaniu tzw. labellingu) w celu umożliwienia lub ułatwienia ich wykorzystania. Unijny ustawodawca w ramach uzasadnienia przepisów wprowadzających ESAP wskazał także na przewidywanie, że stworzenie ESAP może zachęcić do rozwijania nowych usług agregujących i przetwarzających dostępne informacje. Tym samym nie jest wykluczone, że także firmy inwestycyjne będą mogły skorzystać z takich usług w szczególności w ramach pokrycia analitycznego mniejszych emitentów, które dzięki znacznemu obniżeniu kosztów przetwarzania danych może okazać się opłacalne.

Wyzwania, ale i korzyści dla firm inwestycyjnych

W obliczu nadchodzącej rewolucji w dostępie do informacji finansowych wprowadzanej przez ESAP, firmy inwestycyjne staną przed koniecznością dostosowania swoich systemów i procedur. W pierwszej kolejności firmy inwestycyjne będą musiały dokładnie zidentyfikować zakres informacji, które zgodnie z nowymi przepisami będą podlegały obowiązkowemu przekazywaniu do ESAP. Będzie to wymagało szczegółowej analizy unijnych i krajowych regulacji, które zostaną znowelizowane w związku z wdrożeniem ESAP. Firmy powinny również monitorować ESMA i KNF w celu uzyskania szczegółowych wytycznych technicznych.

Kluczowym wyzwaniem dla firm inwestycyjnych z pewnością będzie dostosowanie systemów gromadzenia i raportowania danych (systemów IT) do nowych standardów technicznych. ESAP wymaga, aby przekazywane informacje były sporządzane w formatach umożliwiających ekstrakcję danych lub w formatach nadających się do odczytu maszynowego. Konieczna będzie inwestycja w odpowiednie technologie i oprogramowanie, które umożliwią generowanie danych w wymaganych formatach. Nie mniej istotne będzie zapewnienie, że przekazywane informacje są opatrzone właściwymi metadanymi. Metadane te są kluczowe dla funkcjonowania wyszukiwarki ESAP i ułatwiają identyfikację oraz kategoryzację informacji.

Firmy inwestycyjne będą musiały również nawiązać współpracę z wyznaczonymi krajowymi organami zbierającymi dane, do których będą przekazywać informacje. W Polsce, zgodnie z projektem krajowej ustawy wdrażającej nowe wymogi, organem tym dla firm inwestycyjnych będzie KNF. Konieczne będzie ustalenie procedur technicznych i organizacyjnych zapewniających płynne i terminowe przekazywanie danych do tych organów, z uwzględnieniem wymogu automatyzacji tego procesu poprzez specjalne interfejsy API.

Ponadto, firmy inwestycyjne powinny zwrócić szczególną uwagę na jakość i kompletność przekazywanych informacji, ponosząc za nie pełną odpowiedzialność. Będą musiały wdrożyć wewnętrzne mechanizmy kontroli, aby upewnić się, że dane są dokładne i zgodne z obowiązującymi przepisami.
Pomimo tych wyzwań, wdrożenie ESAP powinno przynieść znaczące korzyści zarówno firmom inwestycyjnym, jak i ich klientom. Jako użytkownicy ESAP, firmy inwestycyjne zyskają łatwy, scentralizowany i bezpłatny dostęp do szerokiego spektrum informacji finansowych i dotyczących ESG. Ułatwi to podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz pogłębi analizy rynkowe i due diligence. Dla klientów firm inwestycyjnych, ESAP oznacza lepszy dostęp do informacji o produktach finansowych i samych firmach, co umożliwi im bardziej świadome i odpowiedzialne decyzje inwestycyjne. Jedynie na marginesie zasygnalizować można, że dozwolona będzie opcja korzystania na zasadzie outsourcingu z podmiotów, które będą pozyskiwać i przetwarzać (w tym dokonywać tzw. labellingu) dane pobrane za pośrednictwem ESAP.

Etapy i terminy uruchomienia ESAP

Wdrożenie ESAP nastąpi etapowo, a ESMA ma uruchomić platformę do 10 lipca 2027 r. Zakres informacji w ESAP będzie sukcesywnie rozszerzany w ciągu czterech lat od wejścia w życie rozporządzenia, począwszy od informacji dotyczących krótkiej sprzedaży, prospektów i przejrzystości (etap 1), a następnie obejmując szerszy zakres danych finansowych i dotyczących zrównoważonego rozwoju (etap 2 i 3).

Dodatkowe funkcjonalności, takie jak tłumaczenie maszynowe i powiadomienia, zostaną wprowadzone do 10 lipca 2028 r. Możliwość dobrowolnego przekazywania informacji zostanie udostępniona od 2030 r.

Omnibus, czyli dziura

Piotr Kowalik

ESG Manager w Pekao Investment Banking, członek Komitetu ds. Zrównoważonego Rozwoju Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych oraz stowarzyszenia Sustainable Investment Forum Poland

Na początku należy się z mojej strony ujawienie czegoś w rodzaju konfliktu interesów – jako prawnik byłem pod wielkim wrażeniem siatki utkanej z różnych regulacji w ramach Europejskiego Zielonego Ładu, która miała doprowadzić do zwiększenia przepływów środków finansowych na zrównoważone inwestycje. Od taksonomii, przez SFDR, po CSRD i CSDDD, nie wspominając o sześciopaku, który wprowadził m.in. wymóg zarządzania ryzykami ESG w części sektora finansowego czy preferencje klientów w zakresie zrównoważonego rozwoju – zespół przepisów znany jako regulacje zrównoważonego finansowania.
Propozycję Omnibusa postrzegam jednak jako nie do końca przemyślane rozerwanie tych sprytnych powiązań. Widać różne niespójności między propozycjami (raportowanie o łańcuchu wartości w CSRD a zawężenie analizy do bezpośrednich partnerów biznesowych w CSDDD), ale najbardziej zastanawiający jest brak komunikacji odnośnie wpływu tych propozycji na sektor finansowy. Chyba że założeniem jest, co poniekąd na konferencji prasowej powiedziała komisarka Maria Luís Albuquerque, że do raportowania dobrowolnego spółki zostaną zmuszone (sic!) przez kontrahentów i inwestorów.

Ale wracając do początku, pokrótce omówię kluczowe z proponowanych zmian oraz ich potencjalny wpływ na rynek kapitałowy. Zacznę od wskazania, że propozycja rewizji SFDR została zapowiedziana na czwarty kwartał 2025 r. Być może odsunięcie w czasie prezentacji zmian wynika z konieczności uwzględnienia politycznej reakcji na Omnibus. Jednakże wraz z Małym Omnibusem (zwanym też dyrektywą „stop-the-clock"), który zakłada odsunięcie o dwa lata raportowania pod CSRD dla tzw. drugiej fali raportowania (duże spółki lub grupy, które po raz pierwszy miały raportować za rok obrotowy 2025), sektor finansowy być może po raz kolejny będzie musiał się mierzyć z rozminięciem harmonogramów obowiązków informacyjnych i prowizorką w zakresie dostępu do danych ESG. Proponuje się także przesunięcie o rok wejścia w życie obowiązków wynikających z dyrektywy o należytej staranności. Obowiązek będzie realizowany po raz pierwszy od połowy 2028 r. i ma objąć przedsiębiorstwa zatrudniające trzy tysiące pracowników i wykazujące obrót 900 mln EUR w roku obrotowym 2027 r.

Z kolei cały pakiet zmian związanych z zakresem raportowania zawarty został w tzw. Dużym Omnibusie. Zaczynając od zmian w CSRD, do raportowania zobowiązane będą tylko duże przedsiębiorstwa (notowane MŚP będą poza zakresem obowiązku) i tylko te, które przekraczają średnioroczne zatrudnienie jednego tysiąca na poziomie jednostkowym lub skonsolidowanym. Oznacza to, że część obecnie raportujących spółek giełdowych może przestać raportować, co ograniczy dostępność danych ESG na GPW i zmniejszy zainteresowanie nieraportującymi spółkami, jak i warszawskim rynkiem ze strony inwestorów, którzy realizują obowiązki raportowe pod SFDR (skoro nie będzie danych, to nie będzie można ocenić zgodności z polityką inwestycyjną czy dobrymi praktykami w obszarze zarządzania). Nota bene prawie 60% aktywów funduszy inwestycyjnych w UE jest zgromadzonych w funduszach raportujących zgodnie z art. 8 lub art. 9 SFDR.

Zaproponowano wykreślenie obowiązku przyjęcia przez Komisję Europejską sektorowych standardów raportowania. Zmiana ta, proponowana jako ułatwienie, w konsekwencji nakłada na raportujące przedsiębiorstwa konieczność wymyślania wskaźników typowych dla działalności w ich branżach (pewnie z pomocą zewnętrznych doradców) i prowadzić będzie do mniejszej porównywalności wskaźników dla spółek prowadzących taką samą działalność.

Dla organizacji, które wciąż będą miały powody, by raportować zrównoważony rozwój, Duży Omnibus proponuje raportowanie dobrowolne. Skoro w projekcie wskazano, że Komisja Europejska przyjmie standard dobrowolnego raportowania w ciągu czterech miesięcy od przyjęcia przepisów, można przypuszczać, że ten dobrowolny standard będzie przypominał dobrowolny standard raportowania dla MŚP, tzw. VSME, opracowany przez EFRAG i przekazany Komisji w zeszłym roku. Zawiera on ograniczoną liczbę wskaźników, ale zadbano, by wskaźniki PAI zostały uwzględnione w tym zbiorze. Co do taksonomii, to w VSME zawarto odesłanie do prac Platform on Sustainable Finance, która miała zaproponować uproszczone podejście do raportowania taksonomicznego przez MŚP. Czy będą to wskaźniki taksonomiczne, które nadają się do włączenia do ujawnień SFDR, czas pokaże.

Można się zastanawiać, czy VSME nie uczynić wówczas obowiązkowymi dla spółek giełdowych, żeby zapewnić dostęp do danych ESG. Jednak wówczas znów pojawia się motyw, że wejście na giełdę będzie oznaczało dodatkowe obowiązki i koszty. Ten argument znosiło objęcie obowiązkiem raportowania wszystkich dużych przedsiębiorstw (dotychczasowe brzmienie CSRD) – krok na parkiet nie wiązałby się z nowym obowiązkiem. A wręcz większe grono spółek byłoby przygotowanych do kontaktu z rynkiem kapitałowym.

Skoro mowa o standardach raportowania, to nie ma o tym mowy w Omnibusie. Na konferencji prasowej zapowiedziano zmiany w standardach raportowania zrównoważonego rozwoju (ESRS). Mają nastąpić bliżej nieokreślone uproszczenia i redukcje ujawnień. To zadanie będzie o tyle prostsze, że ESRSy zawarte są w rozporządzeniu delegowanym, które Komisja Europejska może łatwo zmienić – wystarczy brak sprzeciwu do proponowanych zmian. Nie wiadomo jednak, kiedy takie zmiany zostaną zaproponowane i w jaki sposób będą powiązane z pracami nad Omnibusem.

Drugą ważną zmianą w Omnibusie jest wprowadzenie dobrowolności w zakresie raportowania taksonomicznego. No prawie. Podmioty o przychodach powyżej 450 mln EUR (czyli te, które podlegają pod CSDDD) będą miały obowiązek raportowania taksonomicznego, choć z uwzględnieniem zasady istotności, o czym za chwilę. Proponowana zmiana może doprowadzić do sytuacji, w której tylko największe przedsiębiorstwa będą miały zapewniony dostęp do tańszego finansowania opartego na taksonomii (banki raportują taksonomiczność swojego portfela kredytowego i zależy im na poprawieniu wskaźnika GAR). Dostępność finansowania będzie wpływać na wyceny, podobnie jak wykazywanie zrównoważonej działalności czy transformacji w oparciu o kryteria taksonomiczne. Porzucenie taksonomii oznacza także mniej przejrzystych działań transformacyjnych oraz ryzyko widzenia tunelowego przy dekarbonizacji (pomijanie innych aspektów środowiskowych, czemu zapobiegać miała taksonomiczna zasada DNSH). Brak danych taksonomicznych spowoduje, że nieraportujące taksonomii podmioty znikną z radaru inwestorów posiadających portfele zgodne z art. 9 SFDR. Brak deklaracji w zakresie minimalnych gwarancji będzie stanowił mocno odczuwalną lukę, którą trudno będzie zapełnić lekturą mniej lub bardziej przejrzystych ujawnień w obszarze S i G.

Raczej pozytywnie należy za to ocenić wprowadzenie kryterium istotności przy raportowaniu taksonomicznym. Co do zasady progiem staje się 10% łącznie analizowanego wskaźnika, zarówno dla przedsiębiorstw niefinansowych, jak i instytucji finansowych. Zniesie to konieczność analizowania technicznych kryteriów kwalifikacji dla działalności, która na przykład w nieznaczny bądź incydentalny sposób wygenerowała przychód.

Moja wątpliwość bierze się stąd, że nie mam pewności, w jaki sposób wpłynie to na analizę portfeli inwestycyjnych. Podobny dylemat wywołało objęcie wskaźników PAI zasadą podwójnej istotności, w wyniku czego spółki nie muszą raportować tych wskaźników, które dotyczą obszarów nieistotnych. Spowodowało to zmniejszenie dostępu do danych przez inwestorów i pośrednio wprowadziło zasadę istotności do SFDR. Przy okazji napomknę też, że nieco uproszczone zostaną wzory raportowania taksonomicznego.

Zupełnie inaczej ma się sprawa z proponowanymi zmianami do CSDDD. Tu ciężko ukryć deregulacyjne zapędy. Plany dekarbonizacji trzeba będzie nadal mieć, ale już nie będzie obowiązku ich wdrażania. Postawi to znak zapytania pod deklaracjami w zakresie redukcji emisji, tworząc trudności inwestorom, którzy postawią na produkty czy strategie transformacyjne. Z perspektywy udziałowców/akcjonariuszy można za to pozytywnie spojrzeć na zniesienie kary 5% przychodów za naruszenia przepisów, przy dość niejasnych zapowiedziach wydania wytycznych dotyczących określania poziomu kar. Pozornie korzystne może wydawać się też zdeharmonizowanie odpowiedzialności cywilnej wynikającej z nieprawidłowego wdrożenia należytej staranności i oparcie jej na przepisach krajowych – znosi to jednak jeden z podstawowych celów dyrektywy, czyli uwspólnienie zasad odpowiedzialności przedsiębiorstw z tytułu zaniedbań w procesach należytej staranności. To z kolei będzie się przekładać na większe koszty obsługi prawnej i zapewnienia zgodności w poszczególnych krajach członkowskich.

Dodatkowo ograniczenie badania wpływów i ryzyk ESG tylko do bezpośrednich partnerów biznesowych, a rozszerzenie go na dalsze części łańcucha wartości jedynie w przypadku wiarygodnych informacji, wygeneruje compliance'owy kosztowny koszmar – trzeba będzie zbadać każde prawdopodobne doniesienie o aktorach w łańcuchu wartości, o których istnieniu przedsiębiorstwo może nie wiedzieć (bo nie będzie musiało tego mapować). Samo analizowanie wpływów i ryzyk, którego częstotliwość miałaby się zmienić z roku na pięć lat, z mniejszym udziałem okrojonej grupy interesariuszy, staje się mniej lub bardziej kosztowną czynnością, coraz bardziej formalną, niewiele wnoszącą do zarządzania ryzykami, szczególnie w łańcuchach wartości, zarówno dla przedsiębiorstwa, jak i dla inwestorów.

Należy przy tym podkreślić, że cały czas mówimy jedynie o propozycji legislacji, która nie wiadomo, czy, kiedy i w jakim kształcie zostanie przyjęta. Część Parlamentu Europejskiego wyraziła niechęć wobec Dużego Omnibusa. Nie wiadomo, czy w konsekwencji dojdzie do negocjacji postanowień, kryteriów (np. zmniejszenie progu z tysiąca na pięciuset pracowników), czy w ogóle dojdzie do jakiegoś kompromisu i przyjęcia przepisów. Zagadką jest też stanowisko europarlamentarzystek/ów wobec Małego Omnibusa. Tu sprawa powinna się wyjaśnić do czerwca/lipca, gdyż inaczej zabraknie czasu na implementację zmian do ustawy o rachunkowości w 2025 roku.

Przed sektorem finansowym teraz okres wyczekiwania. Interes sektora nie jest zbieżny z interesem spółek, które mogą zostać wyłączone spod obowiązku raportowania. Ograniczenie raportowania, czy to w zakresie podmiotowym, czy co do treści, będzie negatywnie wpływało na dostępność danych i możliwość zarządzania ryzykami ESG w procesie inwestycyjnym. Być może jedynym wyjściem będzie zmuszenie przedsiębiorców do dobrowolnego raportowania, czego od inwestorów zdaje się oczekiwać Komisja Europejska.

Europejskie Forum Rynków Kapitałowych

29 stycznia br., Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich, wziął udział w panelu dot. rynku IPO podczas Europejskiego Forum Rynków Kapitałowych (European Capital Markets Forum) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Europejskie Forum Rynków Kapitałowych to wydarzenie służące wymianie doświadczeń i poglądów na temat kluczowych wyzwań stojących przed europejskimi rynkami kapitałowymi.

Więcej: https://www.gpw.pl/conference_29_01_2025

Wydarzenie było okazją do tego, aby omówić kluczowe wyzwania i możliwości europejskiego rynku finansowego, jak zwiększyć integrację i konkurencyjność europejskich rynków kapitałowych, a także jak przyjąć innowacyjne strategie, które pozwolą sprostać wyzwaniom przyszłości. Wydarzenie, podczas polskiej prezydencji w Radzie Unii Europejskiej, połączyło ekonomistów, liderów branży i decydentów politycznych, by wspólnie omówić kluczowe wyzwania i możliwości stojące przed europejskim rynkiem finansowym.
Organizatorami European Capital Markets Forum byli: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, izba rozliczeniowa KDPW_CCP oraz Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych, a Patronat Honorowy nad imprezą objęła Polska Prezydencja w Radzie Unii Europejskiej.

Podczas wydarzenia, Prezes Waldemar Markiewicz, wziął udział w panelu - How to Attract and Retain Issuers: Policy and structural solutions to boost IPO activity in Europe, który zgromadził przedstawicieli giełd i rynku europejskiego, takich jak Ivana Gažića, CEO, Zagreb Stock Exchange, Kaarel Ots, Head of Nasdaq Baltic Exchanges and CEO, Nasdaq Tallinn; Cesare Posti, Team-Leader, Securities Markets Unit, DG FISMA, European Commission; Karolina Rzońca-Bajorek, Vice President of Management Board, CFO, Asseco Poland. Moderatorką debaty na temat rynku IPO była Delphine d'Amarzit, Vice President, FESE; Chairman and CEO, Euronext Paris; and Member of the Managing Board, Euronext.

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, nadzorcy 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 1/2025, marzec 2025 r.

Wydawca: Izba Domów Maklerskich
Redaktor wydania: mec. Katarzyna Kacprzak
Redakcja i korekta: Wioletta Buczek