

MAGAZYN IDM



Izba
Domów
Maklerskich

nr 2/2025, czerwiec 2025 r.

**Przechowywanie
zagranicznych papierów
wartościowych – aspekty
praktyczne i regulacyjne**

**Konferencja Compliance IDM
za nami!**

**Wywiad z
dr Michałem Ziemiakiem
Rzecznikiem Finansowym**

S P I S T R E Ś C I

3 List Prezesa Zarządu
na Walne Zgromadzenie Izby
Domów Maklerskich
17 czerwca 2025 r.

7 Wywiad z dr Michałem Ziemiakiem
Rzecznikiem Finansowym
mec. Katarzyna Kacprzak

10 Przechowywanie zagranicznych
papierów wartościowych –
aspekty praktyczne i regulacyjne
mec. Paweł Frańczak

13 Innowacyjne instrumenty
finansowe w ofercie firmy
inwestycyjnej
mec. Michał Karwasiński

18 Zapowiedź nadchodzącego
RTS'u dotyczącego Dyrektywy
MiFID
mec. Katarzyna Majer-Gębska

21 Konferencja Compliance Izby
Domów Maklerskich

List Prezesa Zarządu na Walne Zgromadzenie Izby Domów Maklerskich 17 czerwca 2025 r.



Waldemar Makiewicz

Prezes Zarządu
Izba Domów Maklerskich

W 2024 r. Izba realizowała swoje statutowe cele koncentrując się na czterech podstawowych zadaniach, które wytyczają kierunki dla jej działań i inicjatyw: zajmowanie stanowisk w imieniu i na rzecz Członków Izby, promocja kluczowych tematów dla rozwoju rynku kapitałowego i firm inwestycyjnych, szkolenia oraz wsparcie dla Członków Izby.

W 2024 r. Izba opracowała szereg opinii i stanowisk, brała udział w konsultacjach ok. 20 zmian regulacji prawnych. Dzięki m.in. wysiłkom Izby od tego roku podatkowego możliwa jest kompensacja zysków i strat z inwestycji w akcje i fundusze, wprowadzono kompromisowe rozwiązanie tzw. jednolitej licencji bankowej, gdzie m.in. doprowadziliśmy do zachowania odrębności organizacyjnej i biznesowej dla prowadzenia działalności maklerskiej w ramach banków. W „Warzywniaku” w zakresie zachęt dodano m.in. usługę dystrybucji jednostek uczestnictwa FIO/SFIO, która ma obejmować czynności o charakterze podstawowym, plasujące się poza katalogiem czynności podnoszących jakość usługi głównej. Ponadto, Izba zamówiła zewnętrzną opinię podatkową w zakresie ryzyka objęcia podatkiem VAT usługi dystrybucji. Zgodnie z opinią kompleksowa usługa dystrybucji powinna korzystać ze zwolnienia od opodatkowania VAT na mocy art. 43 ust. 1 pkt 41 ustawy o VAT. Izba opracowała, we współpracy z kancelarią zewnętrzną, Repozytorium ponad 700 obowiązków sprawozdawczych i raportowych dla firm inwestycyjnych. Dzięki temu, w ramach projektu deregulacyjnego SprawdzaMy, Izba zgłosiła propozycje eliminacji szeregu nadmiarowych i powtarzających się obowiązków raportowych. Ponadto, Izba skierowała do Ministerstwa Finansów projekt zmian legislacyjnych w celu umożliwienia domom maklerskim pełnienia funkcji depozytariusza otwartych funduszy inwestycyjnych. W ramach przygotowań do implementacji DORA Izba zleciła kancelarii zewnętrznej przygotowanie wzorcowych aneksów do umów dla dostawców ICT.

W 2024 r. przy Izbie Domów Maklerskich działały dwa stałe komitety: Regulacyjny i Technologiczny – jako

ciała doradcze oraz 7 grup roboczych:

Grupa robocza ds. DORA, Grupa robocza ds. rejestru akcjonariuszy, Grupa robocza ds. implementacji ustawy o dostępności, Grupa robocza ds. raportowania ex post, Grupa robocza ds. AML, Grupa robocza „energetyczna”, Grupa robocza ds. „Warzywniaka.”

W wyniku prac grup roboczych i komitetów m.in.: uzyskano korzystne stanowisko Ministerstwa Finansów dot. obowiązków płatnika oraz obowiązku sporządzania PIT 8C po stronie podmiotów prowadzących rejestr akcjonariuszy. Ponadto, opracowano m.in. Zalecenia IDM w zakresie raportowania ex post, propozycje zmian w KSH dot. rejestru akcjonariuszy (przekazane do Ministerstwa Sprawiedliwości), projekty aneksów umów z dostawcami usług ICT.

Ostatni rok przyniósł dużą aktywność Izby w promocji rozwiązań służących rozwojowi rynku kapitałowego w Polsce i krajowych firm inwestycyjnych. Poprzez opracowywane opinie i stanowiska, wystąpienia i konferencje, budowaliśmy narrację dotyczącą roli rynku kapitałowego w gospodarce oraz znaczenia branży biur i domów maklerskich dla pozyskiwania finansowania na inwestycje dla polskich przedsiębiorstw.

10 kwietnia 2024 r. opublikowaliśmy Postulaty Izby Domów Maklerskich na rzecz rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Główne postulaty to: zablokowanie wielomiliardowej nadpodaży akcji OFE w wyniku tzw. „suwaka”, zwiększenie zaangażowania obywateli w oszczędzanie długoterminowe przez większe zachęty podatkowe/limity dla IKE i IKZE, wprowadzenie zachęt podatkowych do inwestowania w celu budowy kapitału krajowego przez likwidację tzw. podatku „Belki” od zysków kapitałowych na rynku regulowanym, wprowadzenie zachęt podatkowych dla spółek giełdowych, np. poprzez niższy CIT, wzmocnienie ochrony inwestorów dla poprawy zaufania i wizerunku rynku przez powołanie Sądu Rynku Kapitałowego i stworzenie wydzielonych jednostek prokuratorskich specjalizujących się w ściganiu przestępstw na rynku kapitałowym.

26 czerwca 2024 r. opublikowaliśmy Stanowisko Izby Domów Maklerskich dot. propozycji ożywienia Unii Rynków Kapitałowych (CMU) i wzmacniania jednolitego rynku UE. Uważamy, że silny krajowy rynek kapitałowy jest koniecznym warunkiem wzrostu innowacyjności i produktywności polskiej gospodarki. Siłą napędową każdej gospodarki są lokalne małe i średnie przedsiębiorstwa, które potrzebują lokalnego rynku kapitałowego. Proponowana koncentracja rynku kapitałowego w Europie niesie poważne ryzyko marginalizacji krajowego rynku kapitałowego, co osłabiłaby jego zdolność do finansowania kapitałem wyższego ryzyka krajowych najbardziej innowacyjnych i dynamicznych firm.

Izba brała aktywny udział w opracowaniu wspólnego Stanowiska dziesięciu organizacji rynku kapitałowego, bankowego i ubezpieczeniowego w Polsce pt. "Advancing Capital Markets Union and Building Savings and Investments Union: Pan-European Integration and EU Regional Capital Markets Growth". Zostało ono opublikowane 10 grudnia 2024 r. Zgadza się z tezą, że Unia Europejska potrzebuje efektywnego dostępu do kapitału, aby stymulować innowacyjne i szybko rosnące spółki, transformację energetyczną i cyfrową oraz wydatki infrastrukturalne, a tym samym móc konkurować z globalnymi liderami rozwoju. Uważamy jednak, że oprócz zmian regulacyjnych mających na celu wzmocnienie rynku paneuropejskiego potrzebne, są również inicjatywy wzmacniające regionalne i lokalne rynki kapitałowe. Mogą być one wspierane poprzez integrację i współpracę biznesową a także proporcjonalne podejście regulacyjne.

Konferencja Rynku Kapitałowego, 6–9 marca 2024 r. w Bukowinie Tatrzańskiej stała się jednym z najważniejszych wydarzeń biznesowych w Polsce. Ubiegłoroczna edycja zgromadziła ponad 300 uczestników, odbyło się 28 paneli dyskusyjnych z udziałem 78 prelegentów. Konferencja została zorganizowana przy wsparciu 55 partnerów i patronów, w tym 22 partnerów medialnych. Celem wydarzenia jest wspieranie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, który ma służyć budowaniu konkurencyjnej gospodarki oraz dobrobytu obywateli. Konferencja cieszyła się obecnością znamienitych gości. Podczas ostatniej edycji prelekcję otwierającą wydarzenie wygłosili Andrzej Domański, Minister Finansów (online) oraz Jacek Jastrzębski, Przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego.

23 maja 2024 r. Izba zorganizowała Konferencję Compliance. To już cykliczne wydarzenie Izby, które na stałe wpisało się w kalendarz spotkań środowiska rynku kapitałowego. W konferencji wzięło udział 100 uczestników, a program obejmował kluczowe tematy dla rynku kapitałowego, m.in. zmiany legislacyjne,

kwestie podatkowe, nowe technologie, ESG oraz implementację rozporządzenia DORA. Wśród prelegentów znaleźli się przedstawiciele UKNF, Ministerstwa Finansów i Biura Rzecznika Finansowego.

Do naszych flagowych wydarzeń, po Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej, dołączyła **Konferencja Regulacji Rynku Kapitałowego**, 21 listopada 2024 r. w Warszawie. W konferencji wzięło udział 116 uczestników, a program obejmował kluczowe zagadnienia nadzoru nad firmami inwestycyjnymi, zmiany w regulacjach rynku kapitałowego, rozporządzenie MiCA, technologię blockchain, wyzwania klimatyczne oraz nowe obowiązki w zakresie ujawnień i regulacji.

Jedną z form wyrażania stanowisk i opinii, jaką stosuje Izba, jest nasza obecność w mediach w kontekście tematów ważnych dla gospodarki i rynku kapitałowego. W 2024 r. pojawiło się łącznie 721 informacji o Izbie, w których zawarte były między innymi wypowiedzi Prezesa Zarządu Izby oraz Członków Rady Domów Maklerskich. Ponadto, pojawiły się 308 wypowiedzi przedstawicieli branży i Izby. Jesteśmy na LinkedIn, od lipca 2024 r. działa nowa strona internetowa (www.idm.com.pl).

W ubiegłym roku kontynuowaliśmy wydawanie kwartalnika Magazyn IDM. Publikacja zawiera wywiady z czołowymi postaciami rynku kapitałowego, artykuły branżowe autorstwa prawników z wiodących kancelarii prawnych związanych z rynkiem kapitałowym oraz bieżące relacje dotyczące działalności IDM. Celem publikacji jest popularyzacja tematyki środowiska i edukacja w branży.

Istotnym aspektem działalności Izby są szkolenia dla podnoszenia wiedzy i profesjonalizmu pracowników firm inwestycyjnych. W 2024 r. zorganizowaliśmy 9 szkoleń, w ramach których przeszkoliliśmy 283 osób (online i stacjonarnie) we współpracy z zewnętrznymi kancelariami prawnymi. Ważnym elementem edukacji kadr jest udostępniany przez Izbę jej system e-learningowy, który w ubiegłym roku, wzorem lat poprzednich, umożliwił firmom inwestycyjnym realizację obowiązków prawnych bieżących szkoleń pracowników. Ponad 200 osób wzięło udział w tych szkoleniach.

W ramach wsparcia dla Członków Izba wydaje **co miesiąc Newsletter IDM.** Zawiera on informacje na temat bieżących prac Izby w danym miesiącu, szkoleń, spotkań, ważnych wydarzeń dla rynku kapitałowego, a także monitoring kluczowych przepisów krajowych i europejskich dotyczących rynku kapitałowego.

W 2024 r. IDM zorganizowała cykl bezpłatnych **Śniadań Biznesowych** dla Członków Izby we współpracy z renomowanymi kancelariami prawnymi. Poświęcone one były m.in. fundacjom rodzinnym, regulacjom AI Act, pozyskiwaniu klientów przez firmy inwestycyjne, ESG, uldze B+R oraz wezwaniom na akcje spółek publicznych. W spotkaniach uczestniczyło łącznie 89 osób.

Bardzo istotnym obszarem wsparcia dla Członków Izby są cykliczne spotkania z UKNF, na których omawiamy bieżące wyzwania regulacyjne firm inwestycyjnych. Udało się m.in. ustalić katalog czynności wykonywanych przez pracowników banku na rzecz biura maklerskiego, dopuszczalności aktualizacji danych klienta przez bank czy też obowiązki FI w zakresie weryfikacji dokumentacji emisyjnej, gdy FI pełni rolę agenta emisji.

12 stycznia 2024 r. zorganizowaliśmy **Konferencję nt. DORA** poświęconą wyzwaniom prawnym związanym z implementacją Rozporządzenia DORA. Wzięło w niej udział około 100 uczestników. Program obejmował m.in. dyskusje o stanie przygotowań polskiego rynku, w tym omówienie europejskich dobrych praktyk oraz perspektywę dostawców ICT. Wśród prelegentów znaleźli się przedstawiciele UKNF, Ministerstwa Finansów, Accenture Poland i Google Poland.

W dniach 10–11 października 2024 r. odbyło Spotkanie Kierownictwa Biur i Domów Maklerskich. W trakcie ubiegłorocznego spotkania gościliśmy min. Katarzynę Przewalską, Dyrektora Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego, Ministerstwo Finansów, Piotr Kozińskiego, Dyrektora Zarządzającego Pionem Nadzoru nad Rynkiem Kapitałowym, UKNF, Agatę Gawin, Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych, UKNF oraz Tomasza Bardziłowskiego, Prezesa Zarządu GPW i Macieja Trybuchowskiego, Prezesa Zarządu, KDPW.

Realizując swoje zadania Izba współpracowała z organami administracji państwowej i instytucjami rynku kapitałowego: z Ministerstwem Finansów, Komisją Nadzoru Finansowego i Biurem Rzecznika Finansowego, Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych oraz organizacjami samorządowymi rynku kapitałowego. Chciałbym przekazać podziękowania za partnerską współpracę w duchu zrozumienia i poszanowania wzajemnych racji.

Priorytety regulacyjne IDM na 2025 r. obejmują:

1. Implementację rozporządzenia DORA: akt regulujący bezpieczeństwo operacyjne sektora finansowego.
2. Implementację Listing Act (marzec i wrzesień 2025 oraz marzec i czerwiec 2026), która obejmuje m.in. (i) MiFID: uproszczenie zasad dotyczących rozdzielania płatności za usługi analityczne oraz za egzekucję zleceń, (unbundling), ograniczenie wymagań związanych z zachętami (inducements) oraz określenie statusu doradców inwestycyjnych, (ii) Prospectus Regulation: istotne ograniczenia i standaryzację dokumentów prospektowych, uproszczone wymogi dla emisji wtórnych oraz mniejszych spółek (MŚP), w tym skrócony prospekt dla kolejnych emisji („follow-on prospectus”), (iii) Akty delegowane (RTS/ITS): kluczowe dla poprawy transparentności rynku, w tym uruchomienie consolidated tape, (iv) MAR: doprecyzowanie definicji informacji poufnej, złagodzenie obowiązków publikacyjnych oraz rozszerzenie katalogu przypadków umożliwiających odroczenie ujawnienia informacji.
3. Implementację MICA, koncentrującą się na regulacji stablecoinów (ART, EMT), statusie emitentów oraz obowiązkach licencyjnych dla CASP, zapewniając jednocześnie skuteczną ochronę klientów.
4. Wdrożenie Accessibility Act i Ustawy o zapewnianiu spełniania wymagań dostępności niektórych produktów i usług przez podmioty gospodarcze: dostępność produktów i usług dla osób z niepełnosprawnościami oraz osób starszych, poprzez wprowadzenie obowiązkowych wymagań dostępnościowych m.in. dla usług maklerskich.
5. Konsultacje projektu Savings and Investment Union. Kluczowe tematy to min.: bezpośredni dostęp klientów detalicznych do platform (direct market access), stosowanie zasady proporcjonalności regulacyjnej, uproszczenie dokumentu PRIIPs KID, ograniczenie gold-platingu, wdrożenie inicjatywy „FIT for 55” na rynku kapitałowym, regulacje dla platform jednolitego animatora rynku (single market maker) oraz rozwój consolidated tape.
6. Konsultacje dotyczące uproszczenia projektu Retail Investment Strategy. Przekazaliśmy m.in. opinię mającą na celu ograniczenie zbędnych obowiązków administracyjnych, szczególnie dla MŚP, przyjęcie koncepcji Value for Money, stosowanie benchmarków jedynie jako narzędzi nadzorczych bez skutków regulacyjnych, wyłączenie prostych instrumentów z obowiązku porównań oraz całkowitą likwidację lub uproszczenie testu „best interest”.

7. Implementację regulacji ESG (CRSD, ESRS, CSDDD) wraz z uproszczeniem raportowania w ramach pakietu Stop the Clock – Omnibus I, usprawniającym raportowanie wpływu działalności firm na środowisko, społeczeństwo oraz ład korporacyjny.
8. Projekt FIDA, który ma min. wprowadzić obowiązek dzielenia się danymi z podmiotami trzecimi, takimi jak dostawcy usług finansowych i fintech, co zwiększy koszty operacyjne tradycyjnych instytucji finansowych i pogorszy ich konkurencyjność. Postulujemy m.in. opcjonalność udziału firm inwestycyjnych w systemie, zawężenie definicji klienta, ograniczenie obowiązku przekazywania danych historycznych oraz elastyczność systemów FDSS.
9. Implementację rozliczenia T+1, zapewniającą finalizację transakcji następnego dnia roboczego po jej zawarciu.
10. Wdrożenie obowiązków AMLR/AMLD6/AMLA (od lipca 2025 r. i lipca 2026 r.), obejmujące rozszerzoną należytą staranność (EDD), limity płatności gotówkowych, kontrolę klientów i UBO pod kątem sankcji finansowych oraz nowe standardy identyfikacji ryzyka.
11. Przygotowania do wdrożenia ESAP, czyli europejskiego jednolitego punktu dostępu do kluczowych danych sektora kapitałowego (od lipca 2026 r.). Pełne uruchomienie przez ESMA w lipcu 2027 r., rozszerzenie zakresu danych w styczniu 2028 r. oraz 2030 r.
12. Implementację EMIR 3, z obowiązkiem stosowania Active Account Requirement i wdrożeniem nowych standardów clearingowych do grudnia 2025 r. oraz krajowej legislacji dyrektyw związanych z EMIR (CRD, IFD) do czerwca 2026 r.
13. Projekt deregulacyjny Sprawdzamy: upraszczanie regulacji krajowych.

Mam nadzieję, że przy zaangażowaniu naszych członków uda nam się wypracować, wspólnie z regulatorem i nadzorcą, rozwiązania dobre dla przyszłości rynku kapitałowego w Polsce. Miejmy nadzieję, że ten rok przyniesie pozytywne zmiany na rynku, które przełożą się na korzystną sytuację biznesową branży.

Z dniem odbycia Walnego Zgromadzenia IDM kończy się kadencja Rady Domów Maklerskich. Chciałbym serdecznie podziękować wszystkim członkom Rady za owocną współpracę. Na ręce Pana Przewodniczącego składam ukłony.

Licząc na dalszą dobrą współpracę łączę wyrazy szacunku

Waldemar Markiewicz
Prezes Zarządu

Wywiad z dr Michałem Ziemiakiem – Rzecznikiem Finansowym



dr Michał Ziemiak
Rzecznik Finansowy

Od 28 czerwca 2025 r. w Polsce będzie obowiązywać ustawa z dnia 26 kwietnia 2024 r. o zapewnianiu spełniania wymagań dostępności niektórych produktów i usług przez podmioty gospodarcze. Ustawa ma zastosowanie także do usług bankowości detalicznej obejmującej m.in. czynności działalności maklerskiej, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1, 2, 4 i 5 oraz ust. 4 pkt 1, 2, 5 i 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z tą ustawą to Rzecznik Finansowy będzie organem nadzoru nad usługami bankowości detalicznej. Jak Rzecznik Finansowy będzie wykonywał to zadanie?

Nowa ustawa stawia przede mną i moim zespołem zupełnie nowe wyzwania. Przygotowujemy się do tej roli już od dłuższego czasu. Starannie przeanalizowaliśmy przepisy nowej ustawy oraz dyrektywy EAAI, prowadzimy konsultacje z innymi organami nadzoru w Polsce oraz państwach Unii Europejskiej. Po pierwsze chcemy zagwarantować spójne rozumienie tych regulacji. Wychodzimy z założenia, że lepiej jest zawczasu wyjaśnić wszelkie wątpliwości niż później mierzyć się z różnymi interpretacjami. Intensywnie współpracujemy także z przedsiębiorcami świadczącymi usługi objęte nowymi przepisami. Oczywiście jesteśmy też w ciągłym kontakcie z organizacjami konsumenckimi i zrzeszającymi osoby z niepełnosprawnościami. Odpowiadając więc wprost na pytanie, moim celem jest, żeby realizować te zadania w dialogu ze wszystkimi interesariuszami.

Jakie konkretnie aspekty dostępności usług bankowości detalicznej będą podlegać ocenie Rzecznika Finansowego w świetle nowej ustawy? (np. dostępność cyfrowa, fizyczna oddziałów, komunikacja).

Przepisy ustawy nie obejmują kwestii dostępności fizycznej, czyli np. architektonicznej. To znaczy, że bariery takie jak schody czy ciężkie drzwi, które mogą utrudniać dostęp do niektórych placówek podmiotów rynku finansowego, nie będą mogły być przedmiotem zgłoszenia do organu nadzoru.

Nasze kompetencje będą natomiast obejmować obszar dostępności cyfrowej i informacyjnej. W praktyce oznacza to, że strony internetowe, aplikacje mobilne, a także wszelkie dokumenty wykorzystywane podczas świadczenia usług finansowych muszą być w pełni dostępne i zrozumiałe. Dostępność wiąże się tutaj także z prostotą i jasnością języka – informacje powinny być formułowane w sposób przyjazny i klarowny. Każdy klient powinien mieć jednakowy dostęp do usług finansowych, takich jak kredyt czy usługi maklerskie, niezależnie od występujących u niego ograniczeń, np. związanych z postrzeganiem kolorów, słuchem czy sprawnością manualną. Usługi finansowe należy projektować tak, aby każdy użytkownik mógł bez przeszkód zapoznać się z treścią umowy, efektywnie skomunikować się z infolinią, czy bezproblemowo korzystać z aplikacji mobilnej.

Czy Rzecznik Finansowy planuje wydanie wytycznych lub rekomendacji dla firm inwestycyjnych w celu ułatwienia im wdrożenia wymogów dostępności wynikających z nowej ustawy?

Przepisy nie dają nam kompetencji do wydawania wytycznych lub rekomendacji dotyczących wdrażania dostępności przez firmy inwestycyjne. Zadanie to ustawodawca powierzył Prezesowi Państwowego Funduszu Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych (PFRON), który pełni rolę koordynatora całego systemu dostępności produktów i usług w Polsce.

Oczywiście już od wielu miesięcy ściśle współpracujemy z PFRON oraz innymi organami nadzoru. Aktywnie uczestniczymy w opracowaniu praktycznych i jednoznacznych rozwiązań, które ułatwią przedsiębiorcom zrozumienie i prawidłowe stosowanie wymagań ustawowych. Wyniki tych działań można znaleźć na stronie internetowej PFRON. Ponadto regularnie spotykamy się z przedstawicielami organizacji branżowych zrzeszających instytucje finansowe, w tym z Izbą Domów Maklerskich, aby wyjaśniać ewentualne wątpliwości interpretacyjne i wymieniać się dobrymi praktykami w zakresie zapewnienia dostępności usług.

Jakie działania interwencyjne może podjąć Rzecznik Finansowy, gdy stwierdzi, że firma inwestycyjna naruszyła przepisy dotyczące dostępności usług bankowości detalicznej?

W przypadku stwierdzenia naruszenia przepisów dotyczących dostępności usług bankowości detalicznej będziemy mogli podjąć szereg działań interwencyjnych. Kary finansowe przewidziane w ustawie nie są szczególnie wysokie, jednak inne środki przewidziane przepisami mogą mieć poważne konsekwencje dla działalności przedsiębiorstw. Rzecznik może wydać nakaz zapewnienia dostępności danej usługi w określonym terminie. W przypadku niedostosowania się – w najbardziej drastycznych przypadkach – sankcją jest zakaz świadczenia tej usługi. Liczę, że nie będziemy zmuszeni sięgać po tak zdecydowane rozwiązania, jednak jesteśmy przygotowani na różne scenariusze.

Ustawa została uchwalona ponad rok temu, a dyrektywa europejska aż sześć lat temu. Było więc wystarczająco dużo czasu, aby przedsiębiorcy mogli dostosować swoje usługi do nowych wymogów. Podmioty, które sumiennie podeszły do realizacji nowych obowiązków, nie mają powodów do obaw. Natomiast te, które zaniedbały lub zignorowały szczególne potrzeby klientów, muszą liczyć się ze stanowczą i zdecydowaną reakcją Rzecznika Finansowego.

Co powinny zrobić podmioty, które widzą, że nie zdążyły odpowiednio przygotować się do nowych obowiązków?

Przedsiębiorcy, którzy w dniu wejścia w życie ustawy nie będą jeszcze gotowi, powinni o tym poinformować Rzecznika Finansowego, wskazując jednocześnie konkretny termin wdrożenia niezbędnych zmian. Sama świadomość problemu nie wystarczy – konieczna jest również deklaracja szybkiego podjęcia odpowiednich działań. Jestem przekonany, że firmy zaczną traktować dostępność jako szansę rozwoju, a nowe technologie znacząco wpłyną na poprawę komfortu oraz bezpieczeństwa klientów. Ostatecznie skorzystamy na tym wszyscy, ponieważ każdy z nas będzie mieć kiedyś szczególne potrzeby.

W jaki sposób klienci mogą zgłaszać do Rzecznika Finansowego problemy z dostępnością usług bankowości detalicznej w świetle nowej ustawy? Czy są przewidziane specjalne procedury?

Zachęcamy, aby w pierwszej kolejności podjąć próbę polubownego rozwiązania problemu bezpośrednio z przedsiębiorcą, którego usługa nie spełnia wymagań dostępności. W tym celu klient może złożyć formalną skargę. Powinna ona zawierać dane kontaktowe, szczegółowy opis usługi niespełniającej wymogów oraz uzasadnienie, dlaczego klient uważa, że usługa nie jest dostępna. Może również zaproponować przedsiębiorcy sposoby rozwiązania zaistniałej sytuacji. Podmioty rynku finansowego powinny mieć przygotowane procedury przyjmowania i rozpatrywania tego typu zgłoszeń już przed wejściem ustawy w życie.

Z mojego doświadczenia wynika, że większość spraw można i należy rozwiązywać już na etapie bezpośredniego kontaktu klienta z przedsiębiorcą. Firmy, które są otwarte na potrzeby klientów, świadome wymagań dotyczących dostępności oraz dbają o swoją reputację, powinny doceniać merytorycznie uzasadnione zastrzeżenia oraz propozycje zmian zgłaszane przez konsumentów. Reakcja przedsiębiorcy na skargę klienta jest istotna z dwóch względów. Po pierwsze, pozytywne rozwiązanie problemu może sprawić, że klient nie zdecyduje się na podjęcie dalszych kroków formalnych. Po drugie, sposób podejścia firmy do zgłaszanych uwag będzie jednym z elementów branych pod uwagę przez Rzecznika Finansowego podczas ewentualnej kontroli.

Jeśli jednak polubowne działania nie przyniosą efektu, klient może skierować formalne zawiadomienie do PFRON, który następnie przekieruje je do Rzecznika Finansowego. Przeanalizujemy otrzymane zgłoszenie, a w przypadku stwierdzenia jego zasadności, przeprowadzimy kontrolę u przedsiębiorcy. Po kontroli, w większości przypadków, wydamy zalecenia wskazujące konieczne działania naprawcze wraz z terminem ich realizacji. Dopiero niewdrożenie tych zaleceń w wyznaczonym terminie skutkować będzie wszczęciem odpowiedniego postępowania administracyjnego, które może mieć dla przedsiębiorcy – wspomniane powyżej – poważne konsekwencje.

Czy, w ramach udziału Rzecznika Finansowego w systemie ochrony klientów podmiotów rynku finansowego, Rzecznik Finansowy prowadzi statystyki dotyczące najczęstszych przyczyn składania przez klientów reklamacji na firmy inwestycyjne? Jeśli tak, jakie obszary lub zagadnienia dominują w tych zgłoszeniach?

Oczywiście prowadzimy stały monitoring i analizę zgłoszeń dotyczących działalności firm inwestycyjnych. Średnio każdego roku do Biura Rzecznika Finansowego wpływa około 40 wniosków interwencyjnych.

Klienci wskazują w nich na dwa kluczowe problemy. Pierwszym z nich jest utrata części lub nawet całości środków finansowych w wyniku przeprowadzonych inwestycji. Drugim istotnym zagadnieniem pozostaje misselling, czyli wprowadzanie klientów w błąd lub niedostateczne informowanie o rzeczywistych ryzykach związanych z oferowanymi produktami inwestycyjnymi. Poprzez prowadzone analizy oraz interwencje, przeciwdziałamy występowaniu nieuczciwych praktyk na rynku oraz wspieramy klientów w skutecznym dochodzeniu swoich praw. Jednocześnie nasze doświadczenia pozwalają lepiej identyfikować zagrożenia i podejmować działania zapobiegawcze.

W jaki sposób Biuro Rzecznika Finansowego i Izba Domów Maklerskich mogą współpracować dla rozwoju rynku, ochrony konsumentów oraz ich edukacji? Czy widzi Pan jakieś obszary dla wspólnych przedsięwzięć?

Możemy efektywnie współpracować przede wszystkim w obszarze edukacji finansowej. Dzięki takim inicjatywom możliwe będzie znaczące zwiększenie świadomości społeczeństwa w zakresie korzystania z usług maklerskich oraz zasad bezpiecznego zawierania transakcji na rynku finansowym.

Istotnym aspektem tej współpracy powinno być również zwrócenie uwagi na ryzyka, jakie niosą ze sobą inwestycje giełdowe i podkreślanie znaczenia odpowiedzialnego, świadomego podejmowania decyzji inwestycyjnych. Warto podkreślać korzyści płynące z długoterminowego oszczędzania, także z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego, które mogą stanowić wartościowe narzędzie budowania bezpiecznej finansowej przyszłości.

Ponadto rzetelna edukacja inwestycyjna nabiera jeszcze większego znaczenia przy rosnącej aktywności influencerów finansowych, którzy za pośrednictwem Internetu mogą zachęcać niedoświadczonych klientów do podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych czasem noszących znamiona oszustwa. Dlatego działania edukacyjne powinny być realizowane dwutorowo – z jednej strony profilaktycznie, poprzez uczenie klientów rozpoznawania i unikania zagrożeń, a z drugiej strony praktycznie, poprzez wskazywanie, jak reagować w przypadku, gdy padną ofiarą nieuczciwych praktyk.

Ważnym elementem współpracy powinno być również systematyczne informowanie społeczeństwa o roli instytucji publicznych, takich jak Rzecznik Finansowy, które nie tylko chronią konsumentów przed nadużyciami na rynku finansowym, lecz także aktywnie wspierają ich w dochodzeniu własnych praw.

Rozmawiała: Katarzyna Kacprzak, Izba Domów Maklerskich

Przechowywanie zagranicznych papierów wartościowych – aspekty praktyczne i regulacyjne



mec. Paweł Frańczak

Adwokat

PFLAW Advocates&Partners

Zapewnienie klientom dostępu do zagranicznych rynków papierów wartościowych stało się nie tylko oczekiwanym elementem oferty firm inwestycyjnych, ale także czynnikiem determinującym ich konkurencyjność. Jednakże świadczenie usług maklerskich dotyczących instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu na rynkach zorganizowanych poza Polską, wiąże się z pewnymi wyzwaniami prawnymi i operacyjnymi, w szczególności dotyczącymi odpowiedniego ułożenia relacji oraz wyboru podmiotów, które będą przechowywać papiery wartościowe klientów domu maklerskiego – zagranicznych custodianów. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie niektórych wymogów wynikających z przepisów unijnych i krajowych w zakresie przechowywania zagranicznych instrumentów finansowych oraz wskazanie praktycznych ryzyk i wyzwań związanych z tą działalnością.

Modele rejestracji papierów wartościowych

Można powiedzieć, że system rejestracji papierów wartościowych w Polsce jest w przeważającej części modelem dwupoziomowym, w którym – w dużym uproszczeniu – centralny depozyt (KDPW) prowadzi konta uczestników, a domy maklerskie prowadzą rachunki papierów wartościowych dla swoich klientów i są jednocześnie członkami giełdy papierów wartościowych. Struktura ta – w założeniu prosta – nie zawsze przystaje do realiów operacyjnych związanych z zagranicznymi papierami wartościowymi, które często rejestrowane są w systemach wielopoziomowych, opartych na rachunkach typu omnibus (zbiorczych).

Rachunki zbiorcze (omnibus accounts), choć funkcjonują także w Polsce, zgodnie z art. 8a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹ (Ustawa), nadal pozostają pewnym wyłomem od zasady. Ustawa wskazuje, że rachunki zbiorcze mogą być prowadzone wyłącznie dla podmiotów zagranicznych. Polski dom maklerski może więc prowadzić rachunek zbiorczy, ale wyłącznie na rzecz ściśle określonego kręgu zagranicznych podmiotów, gdyż tylko takie podmioty mogą być posiadaczami tych rachunków zgodnie

z Ustawą².

Podmiot, dla którego prowadzony jest taki rachunek zbiorczy (posiadacz rachunku zbiorczego), nie jest uważany za uprawnionego z zapisanych na tym rachunku zdematerializowanych papierów wartościowych, a do ustalania osób uprawnionych z takich papierów wartościowych nie stosuje się zasadniczo przepisów prawa polskiego. Wyłom ten rozszerza dostęp do polskiego rynku inwestorom zagranicznym oraz daje możliwość przechowywania papierów wartościowych notowanych na warszawskiej giełdzie w wielopoziomowych systemach rejestracji papierów wartościowych wykorzystywanych przez zagraniczne podmioty.

Jak już wspominałem, na wielu rynkach zagranicznych, także pozaeuropejskich, taki wielopoziomowy system rejestracji – przechowywania papierów wartościowych (multi-tier), w którym wykorzystywane są zbiorcze rachunki omnibus³, jest standardem, a prawa inwestora końcowego – na przykład klienta detalicznego – do aktywów są często realizowane za pośrednictwem całej sekwencji pośredników – od brokera lokalnego, przez globalnego custodiana, po system centralnego depozytariusza (CSD). W tym modelu instrument finansowy pozostaje zapisany na zbiorczych rachunkach powierniczych prowadzonych na różnych poziomach łańcucha custodianów, a sam klient końcowy nie jest najczęściej ujawniony w systemie CSD i niejednokrotnie jego tożsamość znana jest wyłącznie firmie inwestycyjnej, która prowadzi jego rachunek maklerski.

W takich wielopoziomowych systemach zazwyczaj rejestrowane są także zagraniczne papiery wartościowe, do których mają dostęp klienci polskich domów maklerskich. W przypadku oferty dostępu do rynków zagranicznych polski dom maklerski jest więc często posiadaczem rachunku zbiorczego, prowadzonego na jego rzecz na podstawie zagranicznych przepisów, przez zagranicznego custodiana, a prawa do tych papierów przysługują nie samemu domowi maklerskiemu, ale jego klientom. Często taki zagraniczny custodian (pierwszy w kolejce

licząc od domu maklerskiego) nie będąc bezpośrednim uczestnikiem giełdy i systemu depozytowo rozliczeniowego na rynku, na którym nabywane są papiery wartościowe, sam korzysta z usług kolejnego w kolejce custodiana, też jako posiadacz rachunku zbiorczego prowadzonego przez tego ostatniego. Łańcuszek ten potrafi być dłuższy.

Rozwiązania takie – choć w praktyce powszechne – nie bazują na jakimś zharmonizowanym unijnym podejściu i wymagają odpowiedniego zabezpieczenia prawnego i organizacyjnego.

Ramy regulacyjne – Dyrektywa Delegowana 2017/593 oraz przepisy krajowe

Zgodnie z art. 2 i 3 Dyrektywy Delegowanej Komisji (UE) 2017/593⁴ (Dyrektywa), które implementowane są do polskiego porządku prawnego w rozdziale 2 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 września 2024 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych⁵ (Rozporządzenie), na firmy inwestycyjne nakładane są m.in. obowiązki dotyczące:

- wyodrębnienia aktywów klientów od aktywów własnych i aktywów innych klientów;
- prowadzenia rejestrów w sposób zapewniający zgodność z rzeczywistym stanem aktywów;
- odpowiedniego doboru i okresowej weryfikacji podmiotów, które przechowują papiery klientów;
- minimalizacji ryzyka utraty aktywów klientów na skutek oszustwa, błędów operacyjnych lub niewłaściwego zarządzania.

Dyrektywa i Rozporządzenie przewidują również wymogi informacyjne, obowiązki w zakresie zabezpieczenia środków pieniężnych oraz zasad deponowania aktywów w państwach trzecich. Konsekwentnie firmy inwestycyjne zobowiązane są do utrzymywania odpowiednich mechanizmów kontrolnych, pozwalających na bieżącą weryfikację i audyt sposobu przechowywania aktywów.

Struktura łańcucha custodianów, a rzeczywiste prawo do papierów wartościowych

Jednym z najistotniejszych zagadnień pozostaje pytanie, czy klienci detaliczni domu maklerskiego, wykonującego zlecenia na zagranicznych rynkach i przechowującego papiery klientów z wykorzystaniem łańcucha dostawców, jest rzeczywiście uprawniony do papierów wartościowych, zarejestrowanych w takim wielopozimownym systemie, czy też jego prawo ma charakter pośredni, syntetyczny lub wręcz czysto ekonomiczny (umowny).

Aby zapewnić klientowi to rzeczywiste prawo do papierów wartościowych konieczna jest właśnie odpowiednio skonstruowana struktura przechowania papierów (custody) oraz rachunków omnibus, która umożliwia klientowi domu maklerskiego skuteczną ochronę przed:

1. upadłością lub innym przypadkiem niewypłacalności podmiotów zaangażowanych w łańcuch custodianów,
2. zajęciem jego papierów przez wierzycieli podmiotów zaangażowanych w łańcuch custodianów oraz przed zajęciem przez wierzycieli innych klientów i podmiotów, których papiery wartościowe przechowywane są razem z papierami klienta na rachunkach zbiorczych, na różnych poziomach wielopozimownego łańcucha.

3. odpowiednią możliwość wykonywania praw korporacyjnych (głosowanie, dywidendy), uczestnictwo w wezwaniach i ofertach, potwierdzenie tytułu prawnego zgodnego z lokalnym rejestrem, skuteczny rozrachunek i transfer papierów.

Wielopozimowy łańcuch custody – wybór i nadzór nad custodianem

Zgodnie z § 3 ust. 1 i 3 Rozporządzenia firmy inwestycyjne mogą powierzyć przechowywanie aktywów klienta podmiotom trzecim (custodianom), m. in. pod warunkiem dokonania:

- należytej weryfikacji reputacji i doświadczenia podmiotu,
- odpowiedniej weryfikacji przepisów prawnych w kraju siedziby custodiana,
- potwierdzenia segregacji aktywów klienta od aktywów custodiana,
- oceny dostępności i jakości informacji potrzebnych do celów kontroli.

Wybór custodiana nie powinien więc być decyzją czysto ekonomiczną – musi być poprzedzony pewną analizą prawną oraz operacyjną. Dla przykładu powierzenie przechowywania aktywów, w przypadku, gdy ze względu na prawo obowiązujące w państwie, na którego terytorium miałyby być przechowywane lub rejestrowane instrumenty finansowe klienta, nie jest możliwe spełnienie przez firmę inwestycyjną wymogu, segregacji środków klienta, firma inwestycyjna informuje o tym klienta, który musi wyrazić na to zgodę. Należy również pamiętać, że obowiązki wynikające z due diligence nie kończą się na etapie wyboru custodiana – konieczne jest również okresowa kontrola jego działalności oraz warunków prawnych i operacyjnych.

Ustanawianie zabezpieczeń

Szczególną uwagę należy zwrócić na sytuacje, w których lokalne przepisy prawne w państwie siedziby custodiana dopuszczają możliwość ustanawiania zabezpieczeń lub zastawów na aktywach klienta w celu zaspokojenia zobowiązań custodiana lub innych podmiotów niezwiązanych bezpośrednio z danym klientem.

Dyrektywa, a w ślad za nią Rozporządzenie, wyraźnie zabrania takich praktyk, chyba że są one wymagane przez prawo obowiązujące w danej jurysdykcji – wówczas firma inwestycyjna ma obowiązek poinformować klienta o takim ryzyku i uzyskać jego zgodę.

Przykładem materializacji tego ryzyka może być sytuacja, w której custodian upada, a aktywa klientów – choć formalnie wyodrębnione – zostały wykorzystane do ustanowienia zabezpieczenia na rzecz własnych wierzycieli custodiana. W takich przypadkach status aktywów może być niepewny, a ich odzyskanie – trudne, czasochłonne i obciążone dodatkowymi kosztami prawnymi.

Wykonywanie uprawnień korporacyjnych przez inwestorów

Kolejnym wyzwaniem związanym z przechowywaniem zagranicznych papierów wartościowych pozostaje zapewnienie klientowi możliwości odpowiedniego wykonywania uprawnień korporacyjnych – głosowania, uczestnictwa w walnych zgromadzeniach, czy innych tzw. corporate actions. W praktyce, im dłuższy łańcuch custodianów, tym trudniej zrealizować taką możliwość, większe ryzyko opóźnień lub błędów w przekazie informacji oraz wyższe koszty.⁷

Ochrona inwestora

Zapewnienie praw końcowego klienta do papierów zarejestrowanych w takich wielopoziomowych systemach opiera się zazwyczaj na trzech filarach: przepisach ustawowych, obowiązkach regulacyjnych ciężących na custodianach oraz zobowiązaniach wynikających z umowy z custodianami. Dla pełnego zrozumienia zakresu ochrony istotne jest rozróżnienie dwóch kategorii ryzyka: ryzyka niewykonania umowy przez custodianów oraz ryzyka prawnego związanego z tytułem prawnym do papierów wartościowych, które może wynikać ze złożoności systemów prawnych i ich wzajemnych kolizji na różnym poziomie łańcucha dostawców (powierników).

W scenariuszu upadłości, krajowe systemy prawne (właściwe dla siedziby custodiana) mogą różnie regulować kwestie związane z prawami do papierów wartościowych, zakresem praw klientów i porządkiem roszczeń. To z kolei może prowadzić do trudnych do rozstrzygnięcia sporów w zakresie tego, które prawo powinno mieć zastosowanie – zwłaszcza gdy aktywa są przechowywane w ramach struktury transgranicznej. Kolizje między prawem krajowym, właściwym dla custodiana, a obowiązkami wynikającymi z umowy mogą działać na niekorzyść posiadacza rachunku, prowadząc do utraty możliwości wyegzekwowania postanowień umownych lub nawet do faktycznej utraty prawa do papierów.

Pomimo, że domy maklerskie nie są w stanie całkowicie wyeliminować ryzyka prawnego wynikającego z kolizji systemów, powinny niezależnie podejmować środki ostrożności – np. zawierając odpowiednie umowy m.in. zobowiązujące custodiana do utrzymywania wyraźnego rozdzielenia aktywów, a także określające obowiązki zgodnie z wyraźnie wskazanym prawem właściwym.

Rekomendacje

- 1. Znajomość łańcucha custody** – dom maklerski powinien dysponować wiedzą na temat wszystkich podmiotów zaangażowanych w przechowywanie aktywów klienta, od siebie samego, przez lokalnych i globalnych subcustodianów, aż po CSD.
- 2. Ustalenie statusu prawnego rachunku i aktywów** – dom maklerski powinien w odpowiednim stopniu potwierdzić, że: papiery są zapisane na rachunku zbiorczym (omnibus account), który ma charakter powierniczy, w szczególności, że posiadacze rachunków omnibus na poszczególnych poziomach nie są uznawani za właścicieli papierów ani wobec emitenta, ani wobec osób trzecich i że klient końcowy może dochodzić swoich praw na podstawie zapisów ewidencyjnych domu maklerskiego lub custodianów.

3. Segregacja i wyłączenie z masy upadłości – pomimo struktury zbiorczej, dom maklerski powinien zbadać i uzyskać pewność, że rachunek omnibus służy wyłącznie do przechowywania aktywów klientów (a nie aktywów własnych posiadacza rachunku), a także zbadać i potwierdzić, że papiery te są wyłączone z masy upadłości custodianów i nie mogą zostać zajęte przez ich wierzycieli.

4. Analiza przepisów lokalnych jurysdykcji – należy dokonać w odpowiednim stopniu przeglądu regulacji obowiązujących w państwach działania custodianów, koncentrując się na: skutkach prawnych prowadzenia rachunków omnibus, sposobie ochrony klienta w przypadku niewypłacalności, możliwości odzyskania aktywów oraz realizacji roszczeń przez inwestorów końcowych.

5. Ocena wykonalności praw korporacyjnych przez klienta końcowego – struktura custody powinna zapewniać klientowi końcowemu możliwość wykonywania uprawnień korporacyjnych dotyczących przechowywanych papierów, nawet jeżeli miałyby to się wiązać z kosztami dla klienta (corporate actions).

6. Zawarcie szczegółowego SLA z custodianem – umowa z custodianem powinna regulować w szczególności: sposób komunikacji i przekazywania instrukcji rozliczeniowych, procedury zapewnienia terminowych rozrachunków, zakres obsługi operacji korporacyjnych i dywidendowych, reakcję na incydenty operacyjne oraz system zgłoszeń i eskalacji, kwestie związane z podatkami u źródła, opłatami skarbowymi (stamp duty) na niektórych rynkach.

Podsumowanie

Organizacja sposobu przechowywania papierów zagranicznych stanowi pewne wyzwanie dla domu maklerskiego działającego na polskim rynku. O ile od strony biznesowej dostęp do międzynarodowych rynków kapitałowych jest warunkiem rozwoju, o tyle od strony prawnej, regulacyjnej i operacyjnej wymaga odpowiedniej analizy oraz ułożenia relacji z custodianem. Odpowiednia struktura custody, oparta na przejrzystych relacjach z dostawcami, skutecznych procedurach kontrolnych i bieżącej komunikacji z klientem, stanowi fundament zaufania i bezpieczeństwa transakcji.

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

[2] Możliwa jest zdaniem autora jednak struktura, w której polski dom maklerski będzie posiadaczem zagranicznego rachunku omnibus, na którym rejestrowane są papiery będące przedmiotem obrotu na przykład na warszawskiej giełdzie, prowadzonego przez zagraniczną firmę inwestycyjną, która sama jest posiadaczem rachunku zbiorczego (w rozumieniu Ustawy) prowadzonego przez inny polski dom maklerski.

[3] Zasadniczo rachunek zbiorczy, gdzie przechowywane są razem papiery wartościowe wielu klientów (pool account) mający charakter rachunku powierniczego.

[4] Dyrektywa delegowana Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniająca 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 (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 87, str. 500 z późn. zm.).

[5] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 września 2024 r. w sprawie szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych (Dz. U. poz. 1423).

[6] Możliwość głosowania na walnych zgromadzeniach zagranicznych spółek może być w praktyce istotnie ograniczona w związku z kosztami takiego głosowania, ale prawidłowo działający łańcuch custodianów powinien taką faktyczną możliwość dawać.

[7] Kwestia ta wiąże się także z przekazywaniem przez firmę inwestycyjną akcjonariuszom spółek giełdowych mających siedzibę w UE, odpowiedniego zakresu informacji zgodnie z implementującymi Dyrektywę SDR II przepisami Ustawy.

Innowacyjne instrumenty finansowe w ofercie firmy inwestycyjnej



mec. Michał Karwasiński

radca prawny, partner

Karwasiński, Szpringer i Wspólnicy

Oferta produktów inwestycyjnych dostępnych dla inwestorów w ostatnich latach ulega dynamicznemu rozwojowi, obejmując m.in. coraz bardziej złożone instrumenty finansowe, dostępne także dla klientów detalicznych, umożliwiającym niemal dowolne parametryzowanie ekspozycji i poziomu ryzyka, czy zyskujące na popularności w szczególności wśród młodszych inwestorów aktywa cyfrowe – w tym kryptowaluty.

O ile te ostatnie stanowią produkt związany z rozwijaną „filozofią” DeFI (zdecentralizowanych finansów), opierającą się na rozwiązaniach technologicznych zmierzających do ograniczenia roli pośredników w obrocie wartościami majątkowymi, o tyle oferta instytucji należących do TradFI (tradycyjnych finansów) również może być rozwijana z uwzględnieniem innowacji technologicznej i produktowej.

W tym kontekście warto zwrócić uwagę na produkty, które w ostatnich miesiącach podlegały analizie nadzorców w ujęciu regulacyjnym i mogą stanowić interesujące pozycje w ofertach polskich firm inwestycyjnych – są to akcje ułamkowe oraz tokenizowane instrumenty finansowe.

AKCJE UŁAMKOWE W POLSKIEJ PRZESTRZENI REGULACYJNEJ

Polskie firmy inwestycyjne odnotowują w ostatnim czasie rosnące zainteresowanie produktami umożliwiającymi inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych – w szczególności części ułamkowych akcji. Produkty te mają na celu zapewnienie inwestorom proporcjonalnej partycypacji w zmianach cen aktywów bazowych (akcji) oraz w pożytkach z nich wynikających, co czyni je dostępnymi dla szerszego grona inwestorów.

Jednocześnie podejście polskich firm inwestycyjnych do kwalifikacji prawno – regulacyjnej takich produktów nie było jednolite – i mogło stać w sprzeczności z immanentną cechą akcji, jaką jest brak jej podzielności. Tym samym w polskiej przestrzeni prawnej wątpliwości budziła możliwość kreacji produktu w postaci „akcji ułamkowej” jako oferowanego klientom (ułamka) papieru

wartościowego.

Dostrzegając powyższe tendencje, UKNF opublikował w dn. 17 kwietnia 2025 r. swoje stanowisko, mające na celu wyjaśnienie wymogów regulacyjnych w polskiej przestrzeni prawnej, które winny być uwzględnione przez polskie firmy inwestycyjne rozważające włączenie takich produktów do swojej oferty.

Polski nadzorca wskazuje, że oferowanie inwestorom akcji ułamkowych – w szczególności z uwagi na ich rosnącą popularność – wymaga dokonania precyzyjnej kwalifikacji ich charakteru prawno-regulacyjnego, stosowania transparentnego nazewnictwa i oznaczeń oraz stosowania prawidłowo dobranego poziomu ochrony inwestorów.

W odniesieniu do powyższej kwalifikacji, UKNF jednoznacznie wskazuje, że produkty umożliwiające inwestowanie w ułamkowe części papierów wartościowych, jako prawa majątkowe, których cena lub wartość zależy od instrumentów finansowych, mogą być kwalifikowane jako definiowane w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi instrumenty pochodne, mające za podstawę właśnie akcje.

Powyższe podejście należy uznać za w pełni trafione i uzasadnione m.in. charakterem relacji pomiędzy inwestorem a firmą inwestycyjną, która instrumenty bazowe przechowuje. Nie sposób nie dostrzec, że w przeciwieństwie do praw wynikających ze współwłasności akcji, w tym przypadku konstrukcja oferowanego produktu wskazuje, że to firma inwestycyjna jest zobowiązana do określonych świadczeń względem inwestora (kalkulowanych na podstawie wartości i świadczeń związanych z akcjami). Podkreślić przy tym należy, że cywilistycznie możliwa jest konstrukcja współwłasności akcji – i w konsekwencji także dysponowania takim prawem przez współwłaściciela, natomiast w przypadku typowej konstrukcji instrumentów pochodnych jego uprawnienia sprowadzają się do roszczeń o spełnienie świadczeń pieniężnych, co wiąże się z inną ochroną prawną, w tym brakiem objęcia systemem rekompensat dla instrumentów finansowych przechowywanych przez firmę inwestycyjną.

Polski Kodeks Spółek Handlowych dopuszcza zbywalność ułamkowych części akcji w ramach współwłasności, jednak w przypadku produktów będących instrumentami pochodnymi, klient nie jest współwłaścicielem, lecz jedynie dysponentem określonych praw majątkowych wynikających z części akcji (a precyzyjniej wskazując – związanych z częścią akcji).

Podsumowując – w przypadku obecnego na polskim rynku produktu inwestycyjnego określanego jako akcje ułamkowe – nie możemy mówić o współwłasności akcji jako relacji zachodzącej pomiędzy inwestorami i emitentem akcji, ale o świadczeniu wynikającym bezpośrednio z relacji pomiędzy każdym indywidualnym inwestorem a firmą inwestycyjną.

1. Ryzyka związane z akcjami ułamkowymi

Zarysowana powyżej konstrukcja akcji ułamkowych skutkuje także odmienną charakterystyką ryzyka, na jakie jest narażony inwestor nabywający taki produkt. Zarówno w przypadku zwykłych akcji, jak i akcji ułamkowych, inwestor narażony jest na analogiczne ryzyko rynkowe wynikające ze zmienności takich instrumentów (o ile umowa stanowiąca podstawę kreacji akcji ułamkowych nie zawiera postanowień modyfikujących sposób ustalania świadczenia dla inwestora kalkulowanego w oparciu o wartość akcji stanowiących podstawę umowy). Odmienny jest natomiast profil ryzyka kredytowego, mając na uwadze, że w przypadku akcji ułamkowych inwestorowi co do zasady nie przysługuje prawo własności ani roszczenie o wydanie bazowego instrumentu (właściwych akcji). Tym samym, istotnym czynnikiem jest ryzyko kredytowe kontrahenta (twórcy produktu), który jest podmiotem zobowiązanym świadczeń – w tym przypadku firmy inwestycyjnej, której sytuacja finansowa stanowi dodatkowy element ryzyka kredytowego związanego z taką inwestycją. Uprawnienia inwestora nabywającego akcje ułamkowe nie obejmują ochrony prawnej w postaci objęcia systemem rekompensat dla instrumentów finansowych przechowywanych przez firmę inwestycyjną.

2. Uwarunkowania oferowania akcji ułamkowych przez polskie firmy inwestycyjne

Popularyzacja inwestowania w ułamkowe części papierów wartościowych, stawia nowe wyzwania przed polskimi firmami inwestycyjnymi w zakresie konsekwencji prawidłowej kwalifikacji akcji ułamkowych jako instrumentów pochodnych – w szczególności obowiązki w zakresie tworzenia i dystrybucji takich produktów, ze szczególnym uwzględnieniem zasad ładu produktowego (product governance) oraz adekwatności nazewnictwa i informacji dla inwestorów.

Już nawet z ogólnych wymogów dla firm inwestycyjnych wynikają obowiązki działania firm inwestycyjnych w sposób rzetelny i profesjonalny, z nadrzędnym celem działania w najlepiej pojętych interesach swoich klientów.

Ta fundamentalna zasada znajduje swoje odzwierciedlenie w regulacjach MiFID-u oraz aktach wykonawczych, które kładą nacisk na kompleksowe podejście do zarządzania produktem finansowym na wszystkich etapach jego cyklu życia.

W powyższym zakresie w pierwszej kolejności zasygnalizować należy obszar Zarządzania Produktowego (PG), który w istotny sposób wpłynąć może na ograniczenia w dystrybucji akcji ułamkowych w polskiej przestrzeni regulacyjnej. Firmy inwestycyjne są zobowiązane do ustanowienia i utrzymywania solidnych ram PG, co oznacza, że każdy instrument finansowy – w tym akcje ułamkowe – musi być projektowany z myślą o konkretnej grupie docelowej inwestorów, z uwzględnieniem ich potrzeb, celów inwestycyjnych oraz profilu ryzyka. W kontekście „produktów ułamkowych” firmy muszą szczegółowo określić, dla kogo dany instrument jest przeznaczony, a także monitorować jego funkcjonowanie na rynku. Jest to zgodne z naukowym podejściem do zarządzania ryzykiem, gdzie identyfikacja, ocena i mitygacja zagrożeń są kluczowe przed wprowadzeniem nowego produktu do ekosystemu rynkowego. W tym także zakresie przy tworzeniu grup docelowych uwzględnić należy w szczególności ryzyko związane z dystrybucją produktów nieobjętych systemem rekompensat – tego rodzaju charakterystyka produktu istotna jest także w odniesieniu do ryzyka reputacyjnego, na które narażona będzie firma inwestycyjna i powinno być spójne z poziomem apetytu na takie ryzyko deklarowanego w danej instytucji.

W drugiej kolejności należy zwrócić uwagę na obszar oceny adekwatności oferowanych instrumentów finansowych – w tym przypadku ograniczenia w dystrybucji akcji ułamkowych nie mają tak bezwzględnego charakteru jak PG. Nie oznacza to jednak braku takiego wpływu – w szczególności, że akcje ułamkowe mogą być ocenione jako produkt inwestycyjny, który wiąże się z innowacyjnymi konstrukcjami prawnymi i ekonomicznymi, a tym samym ocena taka musi być szczególnie wnikliwa. Należy upewnić się, że inwestor posiada niezbędną wiedzę i doświadczenie do zrozumienia specyfiki produktu oraz jest w stanie ponieść związane z nim ryzyka. W tym zakresie polskie firmy inwestycyjne oferujące lub zamierzające oferować akcje ułamkowe powinny dokonać w szczególności oceny stosowanych ankiet mifidowych dla instrumentów pochodnych pod kątem ich precyzji w ocenie zrozumienia właśnie tego rodzaju instrumentu przez klientów i potencjalnych klientów.

Wreszcie jako trzeci obszar uwarunkowań istotnych przy dystrybucji akcji ułamkowych zarysować należy obowiązki związane z komunikacją z inwestorami i prezentowaniem takich produktów w ofercie firmy inwestycyjnej.

KNF konsekwentnie podkreśla w tym zakresie znaczenie precyzyjnego i zgodnego z rzeczywistością nazewnictwa – w szczególności wskazując, że firmy inwestycyjne nie powinny posługiwać się terminem „akcje ułamkowe”, jeśli inwestor nie nabywa prawnego statusu właściciela ułamkowej części papieru wartościowego, lecz jedynie staje się beneficjentem ekonomicznym świadczeń z niego wynikających. Takie nazewnictwo oceniane być może jako wprowadzające w błąd i stanowić tym samym naruszenie przepisów dotyczących rzetelności informacji. Z perspektywy prawnej, jest to naruszenie zasady lojalności wobec klienta i może rodzić odpowiedzialność cywilną. Z biznesowego punktu widzenia prowadzi to do utraty wiarygodności, a w dłuższej perspektywie – do erozji bazy klientów i potencjalnych sankcji regulacyjnych. Nawet szczegółowe wyjaśnienia zawarte w obszerniejszej dokumentacji nie zwalniają z obowiązku stosowania precyzyjnej nazwy, która oddaje rzeczywisty charakter instrumentu już na etapie wstępnej komunikacji. Ponadto kluczowa jest transparentność i prezentacja specyficznych ryzyk związanych z oferowanymi produktami – w tym zakresie firmy inwestycyjne są zobowiązane do jasnego i jednoznacznego przedstawienia charakteru tych produktów, w tym wszelkich odrębności od tradycyjnych papierów wartościowych. Należy wyraźnie wskazywać na różnice w uprawnieniach w porównaniu do bezpośredniego posiadania papierów wartościowych, takie jak brak prawa własności czy brak prawa głosu.

Co więcej, kluczowe jest transparentne komunikowanie specyficznych ryzyk związanych z konstrukcją ułamkowych instrumentów. Mogą to być między innymi wskazywane już ryzyko kredytowe związane z samą firmą inwestycyjną lub innym podmiotem zobowiązanym do świadczenia wynikającego z instrumentu pochodnego (ryzyko kredytowe kontrahenta), ryzyko zbywalności (ograniczonej płynności) czy wreszcie ryzyko wyceny. Wszystkie te istotne dla inwestora elementy powinny być prezentowane w sposób niebudzący wątpliwości zarówno w dokumentacji prawnej (np. regulaminy, prospekty informacyjne), jak i w materiałach marketingowych.

3. Podsumowanie zagadnień związanych z akcjami ułamkowymi

Stanowisko UKNF stanowi kluczowe wytyczne dla firm inwestycyjnych w Polsce w zakresie oferowania innowacyjnych produktów umożliwiających inwestowanie w ułamkowe części praw z papierów wartościowych. Podkreśla ono potrzebę transparentności, rzetelności oraz najwyższych standardów ochrony inwestorów, zwłaszcza w kontekście prawidłowej kwalifikacji prawnej tych instrumentów jako instrumentów pochodnych. Choć produkty te otwierają rynek dla szerszego grona inwestorów, to ich wprowadzenie wymaga od firm inwestycyjnych głębokiego zrozumienia i ścisłego przestrzegania obowiązujących regulacji, aby zapewnić, że innowacyjność idzie w parze z bezpieczeństwem i świadomością ryzyka po stronie klienta.

KRYPTOINSTRUMENTY FINANSOWE

Wobec wzrastającej popularności kryptoaktywów wśród inwestorów – kluczowe także z perspektywy oferowanych przez polskie firmy inwestycyjne produktów finansowych wydaje się podkreślenie możliwych kwalifikacji produktów inwestycyjnych stanowiących aktywa cyfrowe z perspektywy stosowania dla ich kreacji i dystrybucji właściwego reżimu prawnego – odpowiednio reżimu mifidowego – odnoszącego się do instrumentów finansowych – lub dotychczas nieregulowanego reżimu kryptoaktywów.

1. Kryptoaktywa na rynku finansowym

Już w Biuletynie Izby Domów Maklerskich NR 1/2024 wskazane zostało zagadnienie styku regulacji kryptoaktywów oraz rynku kapitałowego oraz rola, jaką zgodnie z intencją unijnego ustawodawcy odegrać powinny firmy inwestycyjne w związku z przyznaniem im możliwości świadczenia usług związanych m.in. z pośrednictwem w obrocie kryptoaktywami. Wskazywaliśmy wówczas, że elementem, który wydaje się być zmarginalizowany, jest zagadnienie relacji właściwych regulacji dla „tradycyjnych” instrumentów finansowych oraz dla kryptoaktywów. Można wręcz odnieść wrażenie, że w ocenie przedstawicieli rynku kryptoaktywów i rynku kapitałowego będą to w praktyce dwa zupełnie odrębne światy. Ocena taka jest jednak całkowicie błędna.

Nie rozwijając szerzej wątków związanych z opisem istoty aktywów cyfrowych, wskazać należy na opublikowane w dniu 19 marca 2025 r. Wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) (sygn. ESMA75453128700-1323) („Wytyczne ESMA”), dotyczących warunków i kryteriów kwalifikacji aktywów kryptograficznych jako instrumentów finansowych. Wytyczne ESMA obowiązują od dnia 18 maja 2025 r.

2. Zasady oceny regulacyjnej aktywów cyfrowych

Zasadniczą podstawą analizowanych wytycznych są zasady neutralności technologicznej oraz znana z rachunkowości zasada substance over form.

W odniesieniu do powyższych zasad ESMA jednoznacznie stwierdza, że format technologiczny aktywów kryptograficznych nie może być determinantą ich kwalifikacji jako instrumentów finansowych. To oznacza, iż samo zastosowanie DLT lub techniki tokenizacji nie wyklucza ani nie przesądza o statusie prawnym danego aktywa. Stokenizowane instrumenty finansowe, będące cyfrowymi reprezentacjami tradycyjnych aktywów finansowych na rozproszonym rejestrze, zachowują swój status instrumentów finansowych i podlegają tym samym regulacjom, co ich tradycyjne odpowiedniki. Jest to zgodne z intencją unijnego prawodawcy, wyrażoną m.in. w motywie 9 Rozporządzenia MiCA (wyłączeniu stosowania regulacji MiCA do aktywów cyfrowych

stanowiących instrumenty finansowe).

Ponadto ESMA wskazuje na zasadność badania rzeczywistej natury danego aktywa, jego funkcji, praw, które przyznaje posiadaczowi, oraz zobowiązań, które generuje dla emitenta, zamiast koncentrowania się na nazwie lub technicznej architekturze aktywa kryptograficznego. Tym samym kluczowe dla organów nadzoru uczestników rynku jest zatem odtworzenie ekonomicznej i prawnej istoty danego aktywa.

3. Kryteria kwalifikacji aktywów cyfrowych jako instrumentów finansowych (zbywalnych papierów wartościowych w rozumieniu MiFID)

Zgodnie z Wytycznymi ESMA, aktywa kryptograficzne powinny być kwalifikowane jako zbywalne papiery wartościowe, jeśli przyznają ich posiadaczom prawa równoważne z prawami wynikającymi z akcji, obligacji, innych form dłużnych papierów wartościowych lub innych zbywalnych papierów wartościowych. W ocenie ESMA konieczne jest w tym celu kumulatywne spełnienie trzech kryteriów:

3.1. Wyłączenie Instrumentów Płatniczych

Pierwszym krokiem w procesie kwalifikacji jest ustalenie, czy dane aktywo kryptograficzne nie jest instrumentem płatniczym. Chociaż MiFID nie zawiera bezpośredniej definicji instrumentu płatniczego, ESMA wskazuje, że powinien on być rozumiany jako środek wymiany. W przypadku aktywów, które posiadają cechy zarówno instrumentu płatniczego, jak i instrumentu finansowego (tzw. tokeny hybrydowe), wymagana jest szczegółowa, indywidualna analiza prawna w celu ustalenia dominującej funkcji.

3.2. Przynależność do „Klasy Papierów Wartościowych”

Drugim kryterium jest przynależność do „klasy papierów wartościowych”. ESMA precyzuje, że aktywa kryptograficzne tworzą „klasę”, jeżeli są emitowane przez tego samego emitenta i są zamienne (interchangeable), tj. przyznają identyczne prawa i obowiązki wszystkim posiadaczom w danej klasie. Istnienie wielu odrębnych klas w ramach jednej emisji jest dopuszczalne, pod warunkiem, że każda klasa posiada jasno zdefiniowane i odróżnialne prawa.

W kontekście identyfikacji, czy aktywo kryptograficzne należy do „klasy papierów wartościowych” w rozumieniu MiFID, należy ocenić, czy przyznaje ono prawa odpowiadające prawom typowo związanym z określonym rodzajem zbywalnego papieru wartościowego. Przykładowo: Aktywa kryptograficzne reprezentujące udział w kapitale spółki i przyznające prawa analogiczne do akcji (np. prawa głosu w decyzjach korporacyjnych, prawo do dywidendy, udział w zyskach z likwidacji) powinny być kwalifikowane jako papiery wartościowe o cechach akcji. Należy tu odróżnić prawa głosu w sprawach ładu korporacyjnego od praw głosu dotyczących wyłącznie technicznych aspektów protokołu (np. aktualizacje, opłaty), które zazwyczaj nie wskazują na status papieru wartościowego. Aktywa kryptograficzne reprezentujące zobowiązanie dłużne (np. regularne płatności odsetkowe, obietnica spłaty kapitału w przyszłości) powinny być kwalifikowane jako papiery wartościowe

o cechach obligacji lub innych form dłużnych papierów wartościowych, o ile są zbywalne.

Aktywa kryptograficzne śledzące wyniki aktywów bazowych (np. indeksów, walut, towarów) i przyznające prawa do rozliczeń pieniężnych uzależnionych od ich wartości, mogą być kwalifikowane jako „inne papiery wartościowe” w rozumieniu MiFID II.

3.3. Zbywalność na Rynku Kapitałowym

Trzecie kryterium wymaga, aby aktywo kryptograficzne było swobodnie zbywalne na rynku kapitałowym (negotiable on the capital market). Swobodna zbywalność oznacza możliwość przenoszenia lub obrotu aktywem. ESMA podkreśla, że sama abstrakcyjna możliwość transferu jest wystarczająca, nawet w przypadku braku dedykowanego rynku lub istnienia tymczasowych okresów blokady (lock-up periods). DLT z natury ułatwia przeniesienie własności, co zazwyczaj spełnia ten warunek.

Należy jednak każdorazowo ocenić, czy istnieją istotne ograniczenia w zbywalności (np. możliwość transferu wyłącznie na rzecz emitenta, konieczność wpisu na „białą listę” odbiorców transferu), które mogłyby skutecznie uniemożliwić obrót. Pojęcie „rynku kapitałowego” jest interpretowane szeroko, obejmując wszelkie konteksty, gdzie spotykają się interesy kupna i sprzedaży papierów wartościowych. Handel na platformach online może być silnym wskaźnikiem zbywalności, choć nie zawsze musi równoznacznie oznaczać obrót na rynku kapitałowym w pełnym jego rozumieniu.

3.4. Klasyfikacja jako inne typy Instrumentów Finansowych

W tym zakresie aktywa kryptograficzne mogą zostać zakwalifikowane jako instrumenty rynku pieniężnego w rozumieniu MiFID, jeśli są typowo przedmiotem obrotu na tym rynku (z wyłączeniem instrumentów płatniczych). Powinny one wykazywać cechy analogiczne do bonów skarbowych, certyfikatów depozytowych czy papierów komercyjnych, reprezentując krótkoterminowe, zbywalne zobowiązania dłużne. Kluczowym elementem jest posiadanie zdefiniowanego lub rezydualnego terminu zapadalności lub daty wykupu, co jest zgodne z wymogami Rozporządzenia 2017/1131 w odniesieniu do funduszy rynku pieniężnego.

Tytuły Uczestnictwa w Przedsiębiorstwach Zbiorowego Inwestowania

Kwalifikacja aktywa kryptograficznego jako tytułu uczestnictwa w przedsiębiorstwie zbiorowego inwestowania jest możliwa, jeśli projekt związany z tym aktywem spełnia łącznie następujące warunki:

- a) Gromadzenie kapitału od wielu inwestorów.
- b) Cel inwestowania tego kapitału zgodnie z określoną polityką inwestycyjną.
- c) Generowanie wspólnego zwrotu dla inwestorów.

Nie ma przy tym znaczenia czy wkład do puli następuje w walucie fiducjarnej (FIAT), ekwiwalentach pieniężnych, czy w innych aktywach kryptograficznych. Istotnym elementem wykluczającym taką kwalifikację jest sytuacja, w której posiadacze tokenów mają codzienną kontrolę nad bieżącym zarządzaniem aktywami w puli. Ponadto projekt aktywa kryptograficznego nie powinien mieć ogólnego celu handlowego lub przemysłowego.

Implementacja Wytycznych przez krajowe organy właściwe oraz ich przestrzeganie przez uczestników rynku jest niezbędne dla budowania pewności prawa i redukcji ryzyka regulacyjnego. Jednocześnie, konieczność przeprowadzania każdorazowej, indywidualnej analizy poszczególnych aktywów kryptograficznych, uwzględniającej ich unikalne cechy i kontekst, pozostaje kluczowym wyzwaniem praktycznym. Precyzyjna kwalifikacja prawna aktywów kryptograficznych jest warunkiem koniecznym dla skutecznego stosowania przepisów dotyczących nadzoru, ochrony inwestorów, transparentności oraz przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu w dynamicznie ewoluującym ekosystemie finansów cyfrowych.

3.5. Podsumowanie i konkluzje dotyczące krypto-instrumentów finansowych

Wytyczne ESMA nie tylko precyzują istniejące ramy prawne, ale także sygnalizują pojawienie się potencjalnie nowego, innowacyjnego typu instrumentów finansowych. Chociaż ESMA konsekwentnie stosuje zasadę neutralności technologicznej i podejście „treść ponad formę”, co oznacza, że dąży do wpasowania kryptoaktywów w istniejące kategorie (jak zbywalne papiery wartościowe czy instrumenty rynku pieniężnego), nie można ignorować ich unikalnego charakteru.

Kluczowe jest zrozumienie, że aktywa kryptograficzne, nawet jeśli są kwalifikowane jako instrumenty finansowe, często posiadają wbudowane cechy technologiczne i funkcjonalne, które wykraczają poza tradycyjne definicje. Przykładem mogą być tokeny, które łączą w sobie elementy udziału w spółce z prawami do głosowania nad technicznymi aspektami protokołu blockchain, lub te, które reprezentują udział w funduszu, ale jednocześnie oferują natychmiastową zbywalność na globalnych platformach cyfrowych. Ta hybrydowość i cyfrowa natywność tworzą nowe możliwości w zakresie emisji, transferu i zarządzania wartością, co jest innowacją samą w sobie.

Choć regulacje dążą do klasyfikacji, rzeczywistość rynkowa wskazuje, że kryptoaktywa nie są jedynie cyfrowymi kopiami istniejących instrumentów. Są to instrumenty zrodzone w erze cyfrowej, zdolne do autonomicznego działania poprzez inteligentne kontrakty, transparentnej księgowości w rozproszonych rejestrach i potencjału globalnej, bezprecedensowej płynności. Ta innowacja stawia wyzwania nie tylko przed definicjami prawnymi, ale również przed infrastrukturą rynkową i modelami biznesowymi, wymuszając adaptację i rozwój nowych mechanizmów regulacyjnych i nadzorczych. W efekcie kwalifikacja aktywów kryptograficznych jako instrumentów finansowych w ramach obecnych wytycznych ESMA nie jest jedynie zastosowaniem starych reguł do nowych technologii, lecz otwiera drzwi do uznania i formalizacji ewolucji samego pojęcia instrumentu finansowego w XXI wieku.

Zapowiedź nadchodzącego RTS'u dotyczącego Dyrektywy MiFID



mec. Katarzyna Majer-Gębska

radca prawny, Managing Counsel
kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

ESMA opublikowała ostateczny raport w sprawie RTS dotyczącego kryteriów ustalania i oceniania efektywności wykonywania zleceń przez firmy inwestycyjne oraz czy są one wykonywane na warunkach korzystnych dla klienta. Najważniejsze kwestie, które w nim zawarte to:

- **określenie czynników determinujących wybór miejsc realizacji zleceń zawartych w polityce wykonywania zleceń,**
- **częstotliwość oceniania oraz modyfikowania polityki zawierania zleceń,**
- **sposób, w jaki powinno identyfikować się rodzaje instrumentów finansowych.**

25 listopada 2021 r. Komisja Europejska przyjęła wniosek ustawodawczy dotyczący dyrektywy zmieniającej Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („MiFID II”) (COM(2021) 726).

Ostateczna dyrektywa zmieniająca – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r. – została opublikowana w Dzienniku Urzędowym 8 marca 2024 r. i weszła w życie 29 marca 2024 r.

Artykuł 1 ust. 4 lit. e) Dyrektywy (UE) 2024/790 zobowiązał ESMA do opracowania regulacyjnych standardów technicznych (RTS) określających kryteria ustalania i oceny skuteczności polityk realizacji zleceń przez firmy inwestycyjne.

Jakie konsekwencje spowoduje wspomniany RTS? W obecnym stanie prawnym (art. 27 ust. 5 oraz 7 MiFID II), polityka wykonywania zleceń przyjmowana przez firmę inwestycyjną powinna szczegółowo opisywać dostępne systemy wykonywania zleceń oraz czynniki, które mają wpływ na wybór konkretnego systemu w odniesieniu do różnych rodzajów instrumentów finansowych.

Podczas realizacji konkretnego zlecenia klienta na podstawie polityki, firma inwestycyjna musi dokonać złożonej analizy wielu czynników, aby wybrać właściwe miejsce wykonania transakcji. Pod uwagę brane są m.in. oferowana cena instrumentu finansowego, poziom płynności dostępnej na danym rynku oraz koszty transakcyjne naliczane przez poszczególne miejsca obrotu, a także kwestie takiej jak dostępność

określonych typów zleceń, typowe lub istotne wielkości zleceń składanych przez klientów oraz typowe lub istotne częstotliwości składania zleceń (zob. art. 3 ust. 1 draft RTS). Jak zwraca uwagę ESMA, klienci detaliczni słusznie oczekują od firmy inwestycyjnej ochrony ich interesów w zakresie ceny i innych parametrów transakcji, podczas gdy klienci profesjonalni nie zawsze w takim samym stopniu polegają na firmie inwestycyjnej w kwestii zapewnienia najlepszej realizacji zleceń – obowiązki wskazane w MiFID II i w nowym RTS nie są zatem tożsame wobec tych dwóch grup klientów.

Fundamentalnym celem polityki wykonywania zleceń jest zapewnienie klientom możliwości uzyskania najlepszego wyniku przy realizacji ich zleceń (best execution), w sposób ciągły i powtarzalny. ESMA podkreśla zaangażowanie kadry kierowniczej i funkcji compliance w ten obszar, w ramach ustanowionych wewnętrznych procedur zarządczych dotyczących wyboru miejsc wykonania zleceń (art. 2 ust. 1 lit. a RTS).

Firmy inwestycyjne są zobowiązane do przekazywania klientom odpowiednio przejrzystych i wystarczająco szczegółowych informacji na temat zasad, którymi się kierują w kwestii zleceń. Informacje te muszą umożliwiać klientowi łatwe zrozumienie mechanizmów stosowanych przez firmę, tak aby był on świadomy, w jaki sposób jego zlecenia są realizowane i jakie czynniki wpływają na wynik końcowy transakcji. Zanim firma przystąpi do realizacji zleceń zgodnie ze swoją polityką, musi uzyskać uprzednią zgodę klienta na jej stosowanie. Dotyczy to w szczególności sytuacji, w których polityka przewiduje możliwość wykonywania zleceń poza systemem obrotu – wówczas konieczne jest wyraźne poinformowanie klienta o takiej ewentualności i uzyskanie jego zgody.

Równocześnie na firmach inwestycyjnych ciąży obowiązek stałego monitorowania skuteczności stosowanej polityki i przyjętych rozwiązań. Powinny one cyklicznie i na bieżąco oceniać, czy wykorzystywane systemy wykonawcze rzeczywiście pozwalają osiągać najlepszy możliwy rezultat dla klientów oraz czy konieczne jest wprowadzanie zmian w polityce.

Jeżeli firma dostrzeże niedociągnięcia lub pojawią się nowe okoliczności wpływające na sposób realizacji zleceń, powinna niezwłocznie podjąć odpowiednie działania naprawcze.

Wszystkie te wymogi służą zwiększeniu przejrzystości działania firm inwestycyjnych oraz ochronie interesów klientów, zapewniając im dostęp do jasnych informacji i realny wpływ na sposób realizacji ich zleceń.

Nowy RTS doprecyzuje kryteria, jakie firmy inwestycyjne muszą uwzględnić przy tworzeniu i ocenie skuteczności polityk realizacji zleceń. Szczególnie istotnym wymogiem jest kategoryzacja instrumentów finansowych, która musi być ustanowiona w taki sposób, by dostosowywać je do każdego segmentu rynku. Jeżeli klient będzie realizował zlecenia na własny rachunek, musi mieć zapewnione uczciwe warunki cenowe, szczególnie dla produktów z OTC. Ważne jest również, aby firma inwestycyjna jasno określiła, jak postępować w przypadku otrzymania od klientów specyficznych instrukcji dotyczących realizacji zleceń.

W trakcie konsultacji, które trwały od lipca do października 2024 roku, ESMA otrzymała wiele uwag, które zostały zaimplementowane w projekcie RTS.

Dopuszczalność korzystania z jednego miejsca realizacji zleceń

ESMA odnotowała, że stosowanie jednego miejsca wykonania zleceń klientów jest praktyką rynkową przyjmowaną przez część firm inwestycyjnych. Kluczowe pozostaje jej zdaniem zapewnienie, aby podmiot korzystający z takiego modelu organizacji realizacji zleceń podejmował wszelkie adekwatne działania służące osiągnięciu możliwie najlepszego wyniku dla klientów. W związku z powyższym, w odmienny sposób niż przewidywano w dokumencie konsultacyjnym, ESMA w projekcie RTS doprecyzowała wymogi dotyczące wstępnego wyboru miejsc wykonania, które winny znaleźć odzwierciedlenie w polityce realizacji zleceń.

W konsekwencji, podmiot decydujący się na wskazanie jednego miejsca wykonania (dla określonej klasy instrumentów finansowych lub dla wszystkich zleceń klientów) zobowiązany jest w polityce realizacji zleceń szczegółowo wykazać, w jaki sposób dane miejsce wykonania zapewnia uzyskanie możliwie najlepszego rezultatu dla klientów.

Szczegółowe zasady klasyfikacji instrumentów finansowych

W odpowiedziach wskazano, że prowadzi to do rozdrabniania polityki i znaczących kosztów compliance. W niektórych odpowiedziach, opartych na praktyce, wskazywano na kilkadziesiąt (w podanym przez ESMA przykładzie ponad 70) potencjalnych klas instrumentów finansowych, co wiązałoby się z dużym obciążeniem administracyjnym. Większość respondentów zauważyła, że ze względu na proponowany poziom szczegółowości, ilość informacji

dotyczących klas instrumentów finansowych może być także trudna do zrozumienia dla klientów. Zdaniem ESMA, grupowanie odmiennych (heterogenicznych) produktów w jednej klasie wiązałoby się z ryzykiem, że potencjalnie niekorzystna jakość wykonania dla niektórych produktów w ramach takiego zbioru pozostałaby niezauważona. Jednak w świetle uwag zgłoszonych przez interesariuszy, ESMA zdecydowała się na alternatywne podejście, inspirowane modelem klas instrumentów finansowych zawartym w RTS 28 i już stosowanym przez firmy, aby uprościć pierwotnie proponowane rozwiązanie i pozostawić firmom większą swobodę decyzyjną.

ESMA wyodrębniła dziewięć klas instrumentów finansowych oraz dziesięć klasę rezydualną. Ponadto oczekuje się, że firmy będą identyfikować podklasy w ramach tych klas instrumentów finansowych w dwóch przypadkach. Po pierwsze – jeżeli w ramach jednej z predefiniowanych klas firma stosuje różne metody realizacji zleceń (tj. odrębne dla poszczególnych grup produktów w tej klasie) w odniesieniu do istotnej liczby zleceń, powinna rozważyć, czy konieczne jest wyodrębnienie dodatkowych podklas. Po drugie – jeżeli analiza wewnętrzna firmy wykaże, że identyfikacja podklas umożliwi dokładniejszą i skuteczniejszą ocenę jakości realizacji zleceń, firma powinna także rozważyć potrzebę wyodrębnienia dodatkowych podklas.

Wymogi prowadzenia kwartalnych przeglądów i nadzoru nad stronami trzecimi monitorującymi politykę zleceń

Wśród zgłoszonych uwag wskazywano na szereg zastrzeżeń. Przede wszystkim – większość respondentów uznała, iż wymogi dotyczące ustanawiania i oceny polityki realizacji zleceń są nadmiernie szczegółowe i mają charakter zbyt dyrektywny, co skutkowałoby niepotrzebnym obciążeniem administracyjnym.

Odniesienie do konkretnej częstotliwości, takiej jak okres trzech miesięcy, przewidziany w konsultowanym projekcie RTS w odniesieniu do monitorowania, zostało usunięte w wersji monitorowania zawartej w raporcie końcowym. ESMA stanęła ostatecznie na stanowisku, iż dla różnych firm odpowiednia może być odmienna częstotliwość monitorowania. W związku z tym, to do firmy należy obowiązek uwzględnienia swojej wielkości oraz złożoności prowadzonej działalności i uzasadnienia, jaka częstotliwość monitorowania jest adekwatna do jej profilu, przy czym częstotliwość ta nie może być mniejsza niż raz do roku (art. 8 ust. 1 pkt 1 draft RTS). Przegląd dokonywany jest także w przypadku istotnych zdarzeń rynkowych (zob. art. 8 ust. 2).

Zdaniem ESMA należy podkreślić też, że firmy inwestycyjne są zobowiązane do dokładnego przeglądu działań monitorujących politykę realizacji zleceń, które są wykonywane przez podmioty trzecie.

Ponadto, firmy muszą zapewnić, aby analizy przeprowadzane przez podmiot trzeci w ramach oceny polityki realizacji zleceń były reprezentatywne dla bazy klientów danej firmy inwestycyjnej – w szczególności w odniesieniu do ocenianych instrumentów finansowych oraz wielkości zleceń.

Obowiązek stosowania danych z consolidated tape

Część uczestników konsultacji postulowała usunięcie odniesienia do danych rynkowych w czasie rzeczywistym i/lub danych historycznych zawartego w art. 5 projektu RTS, argumentując, iż prowadziłoby to w praktyce do konieczności weryfikacji ceny każdorazowo dla poszczególnych zleceń, co nie jest celem dyrektywy MiFID II i byłoby działaniem nieproporcjonalnym. Dodatkowo, część respondentów podniosła, iż odwołanie do danych z consolidated tape jest zbyt stanowcze i wprowadzałoby w praktyce obowiązek korzystania z tych danych, co – zdaniem respondentów – nie znajduje oparcia w przepisach MiFID II.

Urząd potwierdził, że ich użycie nie będzie obowiązkowe, o ile firma korzysta z innych wiarygodnych źródeł. ESMA doprecyzowała, iż dane rynkowe, o których mowa w ust. 3 lit. e) RTS, powinny być uwzględniane wyłącznie wówczas, gdy są dostępne i – zdaniem firmy inwestycyjnej – istotne w kontekście danego zlecenia. W konsekwencji, podmiot nie jest zobowiązany do każdorazowego uwzględniania danych rynkowych w czasie rzeczywistym i/lub danych historycznych przy realizacji każdego zlecenia, lecz jedynie w sytuacjach, gdy takie dane są dostępne i uznane przez firmę za relewantne dla konkretnego zlecenia.

Przykładowo, w przypadku bardziej płynnych instrumentów finansowych dane historyczne mogą nie mieć znaczenia dla wyboru odpowiedniego miejsca wykonania. Odmienne, przy realizacji dużego zlecenia dotyczącego instrumentu niepłynnego, dane historyczne – w tym historyczne ceny oraz ewentualne wcześniejsze problemy z rozliczeniem – mogą stanowić istotne kryteria przy podejmowaniu decyzji o skierowaniu zlecenia do określonego miejsca wykonania bądź odstąpieniu od takiego skierowania.

Podsumowanie:

Wraz z wprowadzeniem przewidywanych zmian, firmy inwestycyjne staną przed nowymi wyzwaniami i obowiązkami. Najważniejsze z nich to aktualizacja wewnętrznych procedur dotyczących zleceń, aby pogodzić je z nowymi wytycznymi. Stworzy to oczywiście wymóg dodatkowej dokumentacji. Konieczne również będzie postawienie odpowiednich systemów IT, które umożliwią monitorowanie zleceń i ich raportowanie. Na koniec – wraz z powyższymi modyfikacjami pojawi się uszczegółowiony obowiązek szkolenia pracowników. Komisja Europejska ma 3 miesiące na przyjęcie raportu. Po akceptacji, RTS wejdzie w życie po 20 dniach. Od tego momentu, firmy inwestycyjne będą miały 18 miesięcy na ich wdrożenie.

Konferencja Compliance Izby Domów Maklerskich



29 maja 2025 r. odbyła się coroczna Konferencja Compliance Izby Domów Maklerskich. W Konferencji wzięli udział m.in. przedstawiciele Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Biura Rzecznika Finansowego, Związku Banków Polskich oraz Fundacji Integracja. Zakres tematyczny konferencji obejmował aktualne zmiany w regulacjach rynku kapitałowego ze szczególnym uwzględnieniem procesu deregulacji. Dlatego też o poruszenie tego wątku w wystąpieniu otwierającym konferencję poprosiliśmy przedstawicielkę Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, a następnie przedstawicieli firm inwestycyjnych podczas panelu nt deregulacji. Nie zabrakło również szczegółowego omówienia najistotniejszych regulacji jak FIDA, RIS, DORA czy AML.

Ważnym obszarem jest obecnie implementacja polskiego aktu o dostępności, stąd też zaplanowaliśmy zarówno wystąpienie przedstawiciela Rzecznika Finansowego jak i panel dyskusyjny o dostępności usług maklerskich. Konferencja otrzymała Patronat Honorowy Rzecznika Finansowego oraz Patronat Komisji Nadzoru Finansowego. W konferencji wzięło udział ok. 120 uczestników, prelegentów i panelistów.

Podczas wystąpienia otwierającego Pani Agata Gawin – Dyrektor Departamentu Firm Inwestycyjnych UKNF mówiła o powszechnej zmianie podejścia do regulacji rynku kapitałowego – z deregulacji na symplifikację, czyli potrzebę upraszczania przepisów. Deregulacja, choć na pierwszy rzut oka wydaje się rozwiązaniem sprzyjającym przedsiębiorcom, w rzeczywistości może prowadzić do wzrostu ryzyka i niestabilności. Symplifikacja, poprzez uproszczenie przepisów i procedur, może stworzyć bardziej przyjazne środowisko dla inwestorów i przedsiębiorców, jednocześnie utrzymując odpowiedni nadzór nad

Przedstawicielka UKNF podkreśliła szczególną rolę compliance w instytucjach finansowych. Zauważyła, że zmienia się postrzeganie funkcji compliance – od traktowania jako przeszkody w realizacji biznesu, po uznanie. Podkreśliła wagę pracy compliance w zapobieganiu kosztom związanym z karami, utratą reputacji oraz dobrego imienia. Zaapelowała także o docenienie pracy specjalistów compliance ze względu na duże znaczenie dla bezpieczeństwa firmy.

Pani Dorota Nowalińska – Zastępca Dyrektora Departamentu Firm Inwestycyjnych w UKNF – omawiając wybrane wnioski z kontroli firm inwestycyjnych – skupiła się na wykorzystaniu funkcji afiliacyjnej podmiotów trzecich, wybranych problemach w procesie sprzedaży instrumentów finansowych oraz brakach w informacjach o sytuacji finansowej domów maklerskich. Jako główne problemy we współpracy z afilantami wskazała brak procedur lub regulacji wewnętrznych oraz określenia zakresu obowiązków pracowników FI w obszarze programu afiliacyjnego. Zwróciła także uwagę na niedostateczny nadzór firm inwestycyjnych nad afilantami oraz programy wynagrodzeń nierzadko uzależnione od liczby pozyskanych klientów. Odnośnie do sprzedaży instrumentów finansowych, Pani Dyrektor zwróciła uwagę na częsty brak prawidłowego wyjaśnienia klientom, w jaki sposób rekomendacje osobiste są dla nich odpowiednie w odniesieniu do ich celów i sytuacji osobistej klienta. Podkreśliła obowiązek i wagę stałego monitoringu składu portfeli modelowych w aspekcie rekomendowania instrumentów finansowych, pod kątem ryzyka wystąpienia konfliktu interesów ze względu na powiązania kapitałowe. Nie pozostawiła też bez komentarza kwestii przekazania klientom informacji o tym, że rekomendowany instrument finansowy znajduje się w negatywnej grupie docelowej oraz uzasadnienia takiej sytuacji w raporcie odpowiedniości zamieszczonym w dokumencie rekomendacji.



Przedstawiciele UKNF wzięli także udział w dwóch panelach dyskusyjnych. Pani Elżbieta Lech – Kierownik Zespołu Nadzoru Regulacyjnego UKNF była gościem debaty o deregulacji przepisów rynku kapitałowego z zachowaniem ochrony inwestora. Razem z Anną Tychmanowicz – Dyrektorem Wydziału Nadzoru Zgodności Działalności z Prawem Domu Maklerskiego BOŚ S.A., dr Pawłem Gładyszem – Zastępcą Dyrektora Biura Maklerskiego Pekao, Pawłem Frańczakiem – adwokatem, debatowali o potrzebie deregulacji oraz symplifikacji przepisów. Moderatorem dyskusji był Daniel Lipnicki – członek Zarządu Domu Inwestycyjnego Xelion Sp. z o.o. Paneliści próbowali odpowiedzieć na pytanie, czy rynek kapitałowy jest przeregulowany oraz omawiali m.in. ryzyka, jakie niesie za sobą deregulacja w tym łagodzenie przepisów dla niektórych uczestników rynku lub brak modyfikacji ostrożnościowego podejścia ze strony organów nadzoru oraz compliance pomimo zmiany przepisów.



Pan Krzysztof Dąbrowski – Dyrektor Zarządzający Pionem Bezpieczeństwa UKNF rozmawiał w Mariuszem Korciszewskim – adwokatem w Departamencie Prawnym w Ipopema Securities S.A. oraz mec. Michałem Kuleszą na temat najlepszych praktyk i nieustających wyzwań we wdrażaniu rozporządzenia DORA.



Podczas trzeciego panelu Katarzyna Kacprzak – radca prawny IDM rozmawiała z Michałem Sasem – Dyrektorem Działu Analiz i Legislacji w Biurze Rzecznika Finansowego, Jarosławem Boguckim – Fundacja Integracja, Norbertem Jeziolowiczem – Dyrektorem Zespołu Rynków Finansowych w Związku Banków Polskich oraz dr Beatą Janicką – ekspertką prostego języka z Biurze Maklerskim Pekao i Piotrem Sobkowem – Inspektorem Nadzoru w Domu Maklerskim Trigon S.A. Debata dotyczyła dostępności usług maklerskich dla osób ze specjalnymi potrzebami. Ekspertki skupił się z jednej strony na wyjaśnieniu, kim są osoby ze specjalnymi potrzebami i jakie są to potrzeby. Z drugiej strony środowisko rynku kapitałowego omówiło działania już zrealizowane przez firmy inwestycyjne w celu dostosowania działalności do wymogów ustawy o dostępności oraz działania planowane jeszcze do wykonania.

Niezależnie, pan Michał Sas omówił prezentację Biura Rzecznika Finansowego – organu nadzoru dla firm inwestycyjnych w zakresie ustawy o dostępności dotyczącą implementacji ustawy, obowiązków podmiotów świadczących usługi maklerskie w ramach bankowości detalicznej, o której mowa w ww. ustawie oraz zakresu nadzoru Rzecznika Finansowego.

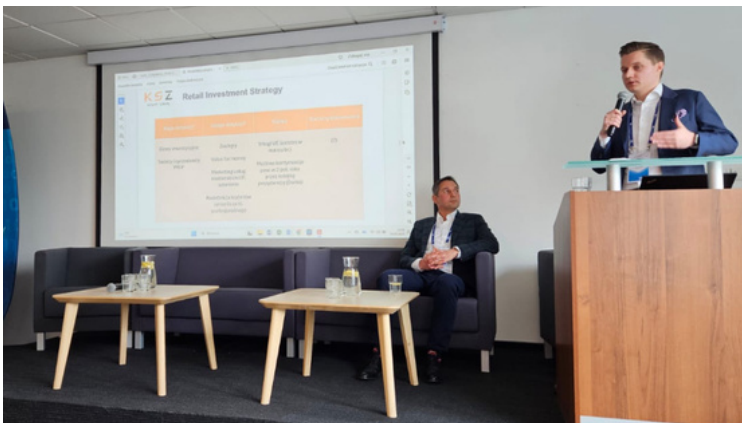


Ponadto podczas konferencji omówione zostały planowane zmiany przepisów regulujących rynek kapitałowy.

Radosław Obczyński – Dyrektor Departamentu Compliance mBank S.A. zaprezentował nowe przepisy z zakresu przeciwdziałania praniu pieniędzy i omówił ich wpływ na obowiązki firm inwestycyjnych. wskazał najważniejsze zmiany regulacyjne w szczególności możliwość ustanowienia jednego szefa prania dla małych grup, odpowiedzialność MLRO za sankcje, ochronę MLRO taką jak w przypadku szefa audytu i Compliance, wymianę informacji o kliencie, jego beneficjencie rzeczywistym, osobach działających w jego imieniu w ramach grupy kapitałowej, partnerstwo na rzecz wymiany informacji, standardy regulacyjne AMLA oraz możliwość przetwarzania danych ujawniających pochodzenie rasowe lub etniczne, poglądy polityczne, przekonania religijne lub światopoglądowe, przynależność do związków zawodowych oraz przetwarzania danych genetycznych, danych biometrycznych, danych dotyczących zdrowia, seksualności lub orientacji seksualnej, a także danych dotyczących skazań i przestępstw.



Michał Karwasiński i Kacper Czyżewski – kancelaria KSZ Smart Legal zaprezentowali, w telegraficznym skrócie, przegląd nowych regulacji skupiając się na regulacjach takich jak FIDA, czyli implementacji 3 generacji otwartych finansów, MiCA i polskiej ustawie o kryptoaktywach, ESAP i zmianie polskich ustaw w związku z przekazywaniem informacji do europejskiego pojedynczego punktu dostępu. Omówili także przepisy wprowadzające Unię Oszczędnościowo-Kredytową (SIU), skrócenie cyklu rozliczeniowego do D+1, zmianach pakietu CRD VI / CRR II i zmianie polskich ustawy implementujących, a także projektu Retail Investment Strategy.



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



nr 1/2025, marzec 2025 r.



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