

Wywiad z Maksymilianem Skolikiem

Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich

Women on Boards

mec. Katarzyna Majer-Gębska,

radca prawny, Managing Counsel, kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

Między FinEdukacją a FinMarketingiem

mec. Kacper Czyżewski,

radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.

Perpetual futures

mec. Paweł Frańczak,

adwokat, PFLAW Advocates&Partners

Podatek u źródła

dr Grzegorz Keler,

adwokat, partner w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy,

adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

FIDA – unijna konkurencyjność kosztem lokalnych podmiotów?

mec. Jarosław Kubiak,

Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich



- str. 3
Wstęp: Czy rynek kapitałowy doczeka się swojego pełnomocnika?
Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich
- str. 4
Wywiad z Maksymilianem Skolikiem – Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich
Rozmawiała mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich
- str. 7
Women on Boards – obciążenie czy dobra zmiana?
mec. Katarzyna Majer-Gębska, radca prawny, Managing Counsel, kancelaria Sadkowski i Wspólnicy
- str. 10
Między FinEdukacją a FinMarketingiem
mec. Kacper Czyżewski, radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.
- str. 12
Perpetual futures – egzotyczny instrument z perspektywy regulacji MiFID II i MiCA
mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners
- str. 16
Podatek u źródła jako wyzwanie dla firm inwestycyjnych
dr Grzegorz Keler, adwokat, partner w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego
- str. 20
FIDA – unijna konkurencyjność kosztem lokalnych podmiotów?
mec. Jarosław Kubiak, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich
- str. 21
Opinia IDM na temat Retail Investment Strategy (RIS)
- str. 22
Technologie i regulacje a potrzeby klienta
Konferencja Forum Firm inwestycyjnych
- str. 23
Edukacja finansowa
- str. 23
Patronaty IDM

Redaktor wydania: Katarzyna Kacprzak

Czy rynek kapitałowy doczeka się swojego pełnomocnika?

W ostatnich miesiącach obserwujemy wiele cennych inicjatyw rządu, które mają przyspieszyć zmiany w kluczowych obszarach polskiej gospodarki, takich jak energetyka czy zbrojeniówka. Powołano stanowisko pełnomocnika, który zajmie się tematem transformacji energetycznej. Sektor zbrojeniowy także zasilają kolejne inicjatywy. Czy rynek kapitałowy, który ma do odegrania istotną rolę w rządowym planie gospodarczym, doczeka się swojego pełnomocnika?

Waldemar Markiewicz – Prezes Izby Domów Maklerskich



Stworzenie stanowiska pełnomocnika ds. rynku kapitałowego jest szczególnie ważne w kontekście trwających obecnie prac nad Unią Oszczędności i Inwestycji, zwaną wcześniej Unią Rynków Kapitałowych. W połowie lipca Komisja Europejska zakończyła konsultacje społeczne związane z Unią Rynków Kapitałowych i prawdopodobnie jeszcze w 2025 r. zaprezentuje jej projekt, który będzie dalej dyskutowany w Parlamencie Europejskim i Radzie Europejskiej.

Z dużym szacunkiem patrzymy na działania Ministra Finansów i Gospodarki Andrzeja Domańskiego, który pomimo ogromnych wyzwań w tematach fundamentalnych, takich jak budżet, znajduje czas na działania dla rynku kapitałowego wprowadzając nowe ciekawe rozwiązania takie jak OKI. Doceniamy ogromne zaangażowanie przedstawicieli KNF, którzy codziennie wspólnie z organizacjami branżowymi rynku kapitałowego, w gąszczu unijnych regulacji, walczą o adekwatne rozwiązania dla Polski.

Jednak wyzwania są ogromne a zmiany, które są obecnie wdrażane w UE, będą miały wpływ na rynek przez kolejne dekady. Dlatego rynek kapitałowy potrzebuje wysoko umocowanego w strukturach władzy urzędnika – specjalisty z branży, który zajmie się nim i tylko nim. – To nie jest branża jak każda inna. To element odpowiadający za zasilanie gospodarki w kapitał wyższego ryzyka. To olej dla silnika wzrostu jakim są innowacje, które napędzają produktywność i konkurencyjność gospodarki. Dlatego potrzebujemy ambasadora polskiego rynku kapitałowego wśród polskich decydentów i w Unii Europejskiej. Powinien to być pełnomocnik rządu w randze co najmniej wiceministra. Chodzi o stanowisko podobne do tego, jakie od listopada 2024 r. zajmuje Wojciech Wrochna, pełnomocnik rządu ds. strategicznej infrastruktury energetycznej – mówiłem w wywiadzie dla Pulsu Biznesu. Potrzebujemy kogoś, kto się bardzo dobrze zna na rynku i będzie na tyle wysoko umocowany, by się z nim liczone na forum krajowym i unijnym. Brak wiedzy eksperckiej kończy się w UE akceptacją rozwiązań, które praktyków rynku przyprawiają o ból głowy. Widzimy to w wielu rozwiązaniach unijnych, które co do idei i kierunku są bardzo ważne, ale ... Ale diabeł tkwi w szczegółach.

Systemy bankowy i ubezpieczeniowy są świetnie rozwinięte, a na rynku kapitałowym w ciągu ostatnich kilkunastu lat doszło do regresu. Pomijając obecny rok, podstawowy miernik głębokości rynku, jakim jest kapitalizacja spółek notowanych na giełdzie do PKB, w ostatnich 10 latach spadł z około 30 do blisko 20 proc., podczas gdy średnia unijna to około 60 proc., a w krajach wysoko rozwiniętych jest to nawet ponad 100 proc. Stawianie na rynek kapitałowy jest tym ważniejsze dla Polski, że musimy nadrobić zaległości rozwojowe do krajów wyżej

rozwiniętych. Trzeba zwiększyć innowacyjność i produktywność gospodarki, która jest znacznie poniżej średniej europejskiej. A do tego potrzeba rynku kapitałowego. Dlatego przyciągnięcie kapitału do Polski i ograniczenie eksportu oszczędności za granicę jest dla nas znacznie większym wyzwaniem niż dla Niemiec czy Francji. I dlatego polski rząd powinien zabezpieczyć nasz interes na forum unijnym.

W ramach trwających obecnie konsultacji społecznych dotyczących Unii Oszczędności i Inwestycji rozważany jest wariant centralizacji europejskiego rynku kapitałowego w oparciu o jedną giełdę, jeden centralny depozyt (będący odpowiednikiem naszego KDPW) i jeden organ nadzoru – ESMA (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), która przejęłaby kompetencje KNF związane z rynkiem kapitałowym. To krok za daleko. Taką koncepcję teoretycznie można uzasadnić, ale praktyka biznesu pokazuje, że muszą istnieć stacje zasilania w kapitał podwyższonego ryzyka tam, gdzie istnieją przedsiębiorstwa, które go potrzebują. Szczególnie te małe. A w lokalne firmy sektora MŚP inwestują przede wszystkim lokalni inwestorzy. Centralizacja prowadzi do marginalizacji rynków lokalnych, a więc utrudni pozyskiwanie kapitału na rozwój polskich przedsiębiorstw.

Nawet jak nie dojdzie do formalnej centralizacji europejskiego rynku kapitałowego, to wciąż istnieje ryzyko, że Unia Oszczędności i Inwestycji będzie wprowadzać szereg mechanizmów, które obniżą znaczenie rynków lokalnych. Jako przykład można podać projekt unijnego rozporządzenia w sprawie dostępu do danych finansowych (FiDA). FiDA sprowadza się do tego, że lokalny dom maklerski inwestujący w relacje z klientem ma sfinansować przygotowanie interfejsu, który ułatwi odebranie mu tego klienta. Obecnie można bez problemu przenieść aktywa z jednego polskiego domu maklerskiego do innego, czy też zlecenia stałe z rachunku w jednym banku na rachunek w innym. Ale w rozporządzeniu FiDA nie tyle chodzi o sam transfer aktywów, co podzielenie się z nowym brokerem klienta właściwie wszelką wiedzą, jaką się zebralo na temat profilu ryzyka klienta i jego preferencji obrotu instrumentami finansowymi, a więc transakcji jakie przeprowadzał w przeszłości.

To jest wiedza gromadzona przez wiele lat, a zgodnie z projektem FiDA wszelkie informacje na ten temat, a więc swoje know-how, mają być udostępnione innej firmie.

Takich rozwiązań może być więcej a ich wprowadzenie nie pomoże w rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Dlatego właśnie zabezpieczenie interesów polskiego rynku kapitałowego jest tak ważne. Tu i teraz.

Wywiad z Maksymilianem Skolikiem – Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich

Rozmawiała mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich

W czerwcu został Pan wybrany Przewodniczącym Rady Domów Maklerskich. Jakie, Pana zdaniem, wyzwania stoją przed polskim rynkiem kapitałowym w najbliższej przyszłości i jaką rolę może odegrać Izba Domów Maklerskich w ich rozwiązywaniu?

Jednym z najważniejszych wyzwań jest bezpieczne wdrożenie nowego systemu giełdowego WATS. Giełda stanowi fundament infrastruktury rynku kapitałowego, a płynny i niezakłócony handel jest warunkiem budowania zaufania do przejrzystości obrotu, jego uczestników, a w konsekwencji – całego rynku. Kluczowe jest, aby nowy system został odpowiednio przetestowany przez członków Giełdy i nie budził żadnych wątpliwości co do swojej stabilności. Bezpieczeństwo obrotu musi być priorytetem – jeśli jego zapewnienie wymaga przesunięcia terminu wdrożenia, powinniśmy być na to gotowi.

Potrzeba wymiany systemu jest powszechnie akceptowana, jednak rzadko mówi się o bardzo wysokich kosztach, jakie ponoszą brokerzy. W przypadku dużych podmiotów, obsługujących zarówno klientów detalicznych, jak i instytucjonalnych – w kraju i za granicą – koszty te sięgają milionów złotych. Dodatkowo, wielomiesięczne testy angażują zespoły z wielu działów, co często oznacza konieczność odsunięcia innych projektów biznesowych. To również generuje istotne koszty.

Kolejnym wyzwaniem jest deregulacja rynku kapitałowego. Od lat uważam, że jest on nadmiernie obciążony regulacjami. Nowe przepisy, wprowadzane systematycznie, zatraciły pierwotny cel – ochronę klienta i zapewnienie transparentności obrotu. Ich złożoność, a czasem wręcz sprzeczność (np. trwały nośnik vs. anonimizacja danych w ramach RODO), sprawia, że ogromny wysiłek wielu osób koncentruje się na rozwiązywaniu regulacyjnych paradoksów, zamiast na rozwijaniu oferty czy technologii. Każda zmiana – produktowa czy technologiczna – wiąże się dziś z długimi dyskusjami o jej zgodności z przepisami.

Co więcej, sami klienci coraz częściej wyrażają frustrację z powodu nadmiaru dokumentów, które muszą podpisywać. Tworzymy ogromne ilości informacji, których błędne przygotowanie może skutkować sankcjami, mimo że klienci rzadko do nich zagląдают. Ponieważ większość regulacji pochodzi z Unii Europejskiej, skuteczna deregulacja na poziomie krajowym będzie bardzo trudna. Niestety, nie mam dużych nadziei na zmianę tej tendencji.

Istotnym wyzwaniem pozostaje również odbudowa zaufania do rynku kapitałowego w Polsce. Niestety, planowane zmiany dotyczące opodatkowania sektora bankowego – największego na GPW – wpisują się w tę niekorzystną dla zaufania narrację. Koszty tych decyzji poniosą w dużej mierze polscy inwestorzy, zarówno bezpośredni, jak i pośredni. Trudno zrozumieć, dlaczego właśnie ta grupa miałaby w szczególności sposób uczestniczyć w równoważeniu budżetu państwa.



Jest Pan członkiem Rady drugą kadencję. Czy, Pana zdaniem, wszystko, co Izba założyła w poprzedniej kadencji, zostało zrealizowane?

Na podstawie moich doświadczeń z ostatnich lat uważam, że obecny model prowadzenia działalności maklerskiej przez banki – w formie wyodrębnionego organizacyjnie biura maklerskiego – generuje wiele problemów regulacyjnych. Nie jest do końca jasne, które czynności muszą być realizowane w biurze maklerskim, a które mogą być wykonywane przez inne jednostki banku. To rodzi niepewność i ryzyko regulacyjne.

Definicja tzw. tajemnicy zawodowej jest obecnie zbyt szeroka. Przykładowo, sama informacja o tym, że klient banku posiada rachunek maklerski, traktowana jest jako tajemnica zawodowa, co ogranicza możliwość jej przekazywania wewnątrz organizacji. Moim zdaniem, dopóki nie mówimy o konkretnych transakcjach czy aktywach, takie informacje powinny być chronione jak inne dane w banku – zgodnie z zasadą „need to know”.

Wywiad z Maksymilianem Skolikiem

Dodatkowo, przekazywanie informacji o usługach maklerskich w oddziałach banku czy przez zdalnych konsultantów podlega specjalnym regulacjom, mimo że osoby te nie uczestniczą w doradztwie, a jedynie informują o dostępnych usługach. W efekcie, mimo potencjalnych synergii wynikających z prowadzenia działalności maklerskiej w ramach banku, jej regulacyjne ułożenie w kanałach sprzedażowych i operacyjnych banku jest kosztowne i skomplikowane.

Uważam, że przepisy dotyczące wyodrębnienia biur maklerskich w strukturach banków powinny zostać złagodzone. Obecnie prowadzą one do sytuacji, w której w ramach dużej organizacji funkcjonuje mniejsza jednostka, otoczona niewidzialnym murem. To samo dotyczy przepisów o tajemnicy zawodowej – ich restrykcyjność utrudnia konkurencję z podmiotami typu fintech, które często mają inne podejście do ryzyka regulacyjnego. Bez zmian w tym zakresie bankowe biura maklerskie będą miały trudności w rywalizacji na dynamicznie zmieniającym się rynku.

Na czym chciałby Pan się skupić podczas najbliższej kadencji Rady? Czy są obszary, w których widzi Pan potrzebę zmian w jej funkcjonowaniu?

Do statutowych zadań Rady należy definiowanie i zatwierdzanie planów pracy Zarządu Izby oraz monitorowanie ich realizacji. Jak już wspomniałem, obecnie najważniejszym tematem jest wdrożenie systemu WATS. Izba oraz członkowie Rady aktywnie uczestniczą w dialogu z GPW, którego celem jest zapewnienie bezpiecznego i stabilnego uruchomienia nowego systemu. To bez wątpienia priorytet na najbliższe miesiące.

Wysoko na agendzie pozostają również działania związane z deregulacją rynku kapitałowego, choć – jak już zaznaczyłem – kluczowe decyzje w tym zakresie zapadają na poziomie Unii Europejskiej. Niemniej jednak, są obszary, w których możemy działać lokalnie. Przykładem są przepisy dotyczące prowadzenia działalności maklerskiej w ramach banków – szczególnie w zakresie organizacyjnego wydzielenia biur maklerskich oraz definicji tajemnicy zawodowej. Te regulacje nie wynikają z prawa unijnego, co daje przestrzeń do ich modyfikacji.

Od wielu lat jestem związany z grupą mBanku, a od ponad sześciu lat pełnię funkcję dyrektora Biura Maklerskiego. Z tej perspektywy widzę wyraźnie, jak wysokie są koszty regulacyjne prowadzenia działalności maklerskiej w strukturze banku. Banki mają ogromny potencjał w tym obszarze – dysponują milionami klientów, posiadają szczegółową wiedzę o ich majątku, wydatkach, sytuacji życiowej i związanych z nią potrzebach. To czyni je idealnym partnerem w realizacji długoterminowych celów finansowych klientów – zarówno poprzez fundusze inwestycyjne, jak i samodzielne inwestowanie na GPW czy giełdach zagranicznych.

Niestety, obecne regulacje – często nadmiernie skomplikowane, a czasem wręcz sprzeczne – sprawiają, że działalność maklerska w banku wiąże się z niekorzystnym profilem ryzyka względem potencjalnych korzyści. Przychody z tej działalności stanowią niewielki udział w skali całego banku, natomiast ryzyko regu-

lacyjne jest nieproporcjonalnie wysokie – ewentualne sankcje odnoszą się do całej instytucji, mogą wpływać na ocenę zarządu czy ograniczać możliwość wypłaty dywidendy.

W takiej sytuacji bankom, które z natury mają bardziej konserwatywne podejście do ryzyka, trudno konkurować z fintechami, które często korzystają z arbitrażu regulacyjnego i mają zupełnie inny profil ryzyka. Choć wiele regulacji wynika z członkostwa w UE i ich zmiana wymaga działań na poziomie europejskim, to jednak w zakresie krajowych przepisów – takich jak organizacyjne wydzielenie biur maklerskich czy definicja tajemnicy zawodowej – widzę realną możliwość ich złagodzenia. Uważam, że można to zrobić bez uszczerbku dla ochrony klienta detalicznego czy integralności rynku.

A jak ocenia Pan funkcjonowanie samej Rady? Czy widzi Pan potrzebę zmian w jej strukturze lub sposobie działania?

Obecny skład Rady dobrze odzwierciedla zróżnicowanie środowiska maklerskiego – reprezentowane są zarówno bankowe biura maklerskie, jak i niezależne domy maklerskie. Poza regularnymi spotkaniami pozostajemy w stałym kontakcie – zarówno między członkami Rady, jak i z Prezesem Markiewiczem. Na szczęście biurokracja i nadmierna formalizacja nie przeniknęły jeszcze do działań Izby i Rady, dzięki czemu możemy szybko reagować na pojawiające się wyzwania i skutecznie wspierać Zarząd Izby w jego pracy.

Hasło przewodnie Izby Domów Maklerskich to rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Jak postrzega Pan swoją rolę w realizacji tej misji?

Misją Izby jest wspieranie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, a Rada odgrywa tu istotną rolę – wspiera działania Zarządu i wyznacza kierunki strategiczne. Niestety, w ostatnich kilkunastu latach obserwujemy stagnację tego rynku. Zmieniły się realia finansowania przedsiębiorstw – giełda przestała być naturalnym miejscem pozyskiwania kapitału wysokiego ryzyka. Tę rolę przejęły fundusze private equity, które działają elastycznie, bez nadmiernych obciążeń regulacyjnych, oferując młodym firmom znaczne zasoby kapitału bez konieczności kosztownej transparentności, jakiej wymaga status spółki publicznej.

Giełda coraz częściej pełni funkcję miejsca „exitu” dla funduszy private equity – przykładem są IPO relatywnie dojrzałych spółek, takie jak Allegro czy Żabka. Wysokie koszty regulacyjne oraz dostępność kapitału poza giełdą sprawiają, że młode spółki nie są już tak zainteresowane debiutem giełdowym jak kiedyś.

Kolejną istotną zmianą strukturalną jest wzrost znaczenia pasywnego inwestowania, opartego na ETF-ach. Trzeba uczciwie przyznać, że przeciętny Kowalski nie dysponuje ani czasem, ani wiedzą, by samodzielnie budować portfel akcji czy aktywnie inwestować. Czasy kolejek w domach maklerskich podczas IPO to już przeszłość, która raczej nie powróci. Z tymi zmianami trzeba się pogodzić.

Znacznie większym wyzwaniem pozostaje brak zaufania Polaków do rynku kapitałowego jako miejsca lokowania długoterminowych oszczędności – co w gospodarkach rozwiniętych jest standardem.

Wywiad z Maksymilianem Skolikiem

Wartość polskiego rynku kapitałowego w relacji do PKB systematycznie się kurczy – obecnie wynosi ok. 20%, podczas gdy w krajach Europy Zachodniej ten udział sięga średnio 60%, a w USA nawet 180%. Główny indeks giełdowy WIG20 nie odzwierciedla sukcesu gospodarczego Polski z ostatnich lat – jest zdominowany przez spółki z udziałem Skarbu Państwa, co ogranicza jego potencjał wzrostu.

Pomimo tych trudności, Polacy się bogacą – od wielu miesięcy obserwujemy miliardy złotych odpływające z depozytów bankowych do funduszy dłużnych i obligacji detalicznych Skarbu Państwa. Jako Izba, wspólnie z całym środowiskiem rynku kapitałowego, musimy zabiegać o to, by część tych środków trafiła na GPW.

W mojej ocenie mamy już dobre narzędzia – konta IKE i IKZE oferują atrakcyjne korzyści podatkowe. Z naszych analiz wynika, że obowiązujące limity wpłat (w 2025 roku: blisko 36,5 tys. zł dla osób fizycznych i ponad 40 tys. zł dla przedsiębiorców) pokrywają roczne wpłaty na rachunki maklerskie blisko 75% klientów. Jako Izba postulowaliśmy udoskonalenie tych produktów oraz

ich popularyzację poprzez kampanię informacyjną – podobną do tej, która towarzyszyła wdrożeniu PPK. Obecnie wydaje się jednak, że rząd skłania się ku innemu modelowi – prezentowanemu w ramach koncepcji OKI, wzorowanej na rozwiązaniach szwedzkich.

Naszym zadaniem jako Izby jest promowanie inwestowania na giełdzie jako najlepszej metody budowania długoterminowych oszczędności emerytalnych Polaków.

Chciałbym również wspierać zmiany regulacyjne, które umożliwią bardziej elastyczne funkcjonowanie firm inwestycyjnych w Polsce – szczególnie bankowych biur maklerskich. Obecne regulacje są zbyt restrykcyjne i w praktyce ograniczają możliwości działania polskich brokerów. Banki, jako naturalni partnerzy w długoterminowym planowaniu finansów klientów, powinny mieć uprzywilejowaną pozycję. Tymczasem obecny „gorset regulacyjny” sprawia, że warunki konkurencji nie są równe – bankowe biura maklerskie mają trudności w rywalizacji z fintechami, nie wspominając już o podmiotach działających z innych jurysdykcji.



Women on Boards – obciążenie czy dobra zmiana?

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

Czy efektem zmian będzie mechaniczne „odhaczenie” wymogu równości rezultatów czy konsekwentna praca nad zapewnieniem rzeczywiście równych możliwości i perspektyw. Tylko wtedy wyrównanie szans może nastąpić samoistnie – i co ważniejsze – będzie miało charakter sprawiedliwy, a także zostanie w ten sposób odebrane społecznie.

W czerwcu 2026 r. wejdzie w życie w Polsce Dyrektywa *Women on Boards* (2022/2381), ustanawiająca normy parytetowe dotyczące składu organów spółek notowanych na rynku regulowanym. W celu spełnienia jej wymogów, spółki już teraz powinny podjąć działania zmierzające do realnego przygotowania się na nadchodzące zmiany. O ile dyrektywa obejmuje obecnie tylko duże spółki publiczne, o tyle MAP zaleciło jej wdrożenie we wszystkich podmiotach z udziałem Skarbu Państwa. Jak w przypadku większości regulacji unijnych, również w tym przypadku wymagania merytoryczne muszą zostać uzupełnione o odpowiednie działania formalne po stronie spółek, w tym opracowanie i wdrożenie stosownych dokumentów korporacyjnych.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2381 z dnia 23 listopada 2022 r. w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów spółek giełdowych oraz powiązanych środków (Dz.U. L 315 z 7.12.2022, str. 44–59) – dalej jako: „**Dyrektywa**” – weszła w życie 27 grudnia 2022 r. Termin transpozycji jej przepisów do prawa krajowego upłynął 28 grudnia 2024 r. (art. 11 ust. 1).

Obecnie prowadzone są prace nad jej krajową wersją w Rządowym Centrum Legislacji, w którym proceduje się *Projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawy o wdrożeniu niektórych przepisów Unii Europejskiej w zakresie równego traktowania* (UC63). Projekt wprowadza do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych nowy rozdział Rozdział 4aa (art. 90gb i nast.) zatytułowany Polityka równowagi płci w organach spółki. **Spółki będą zobowiązane do wdrożenia przepisów ustawy do 30 czerwca 2026 r., a w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa do 31 grudnia 2025 r.**

Celem Dyrektywy i przepisów ją implementujących jest zapewnienie bardziej zrównoważonej reprezentacji niedoreprezentowanej płci wśród dyrektorów spółek giełdowych, niezależnie od struktury ich organów. W swoich fundamentalnych założeniach, dyrektywa stanowi przykład tzw. *positive action*, czyli działania mającego na celu zapewnienie dostępu do określonych możliwości osobom należącym do grup, które w przeszłości były systemowo dyskryminowane – w tym przypadku ze względu na płeć. Zgodnie z treścią art. 23 Karty Praw Podstawowych Unii Europejskiej, *należy zapewnić równość kobiet i mężczyzn we wszystkich dziedzinach, w tym*



w zakresie zatrudnienia, pracy i wynagrodzenia. Zasada równości nie stanowi przeszkody w utrzymywaniu lub przyjmowaniu środków zapewniających specyficzne korzyści dla osób płci niedostatecznie reprezentowanej. Oznacza to, że już na poziomie KPP Unia Europejska dopuszcza stosowanie *positive action*, o ile spełnione są odpowiednie przesłanki. Analogiczne zasady prezentuje w tym zakresie art. 157 ust. 4 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej.

Przepisy dyrektywy znajdują zastosowanie wyłącznie do spółek publicznych notowanych na rynku regulowanym. Oznacza to, że jej zakresem nie będą objęte spółki notowane na wielostronnych platformach obrotu (MTF), w tym w ASO. Przepisy nie będą dotyczyły również mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw, tj. przedsiębiorstw, które zatrudniają mniej niż 250 pracowników i których roczny obrót nie przekracza 50 mln EUR lub którego całkowity bilans roczny nie przekracza 43 mln EUR (art. 3 pkt. 8). Zaznaczyć przy tym należy także, że Dyrektywa zawiera ograniczenie czasowe - **wygasza z dniem 31 grudnia 2038 r.** Data ta jest istotna, ponieważ Komisja Europejska dokona wówczas oceny skuteczności dyrektywy, aby ustalić, czy jej okres obowiązywania powinien zostać przedłużony lub czy konieczne są w niej zmiany,

ARTYKUŁ: Women on boards – obciążenie czy dobra zmiana?

takie jak rozszerzenie jej zakresu o nienotowane na giełdzie małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP), które obecnie są z niej wyłączone. Podstawowym obowiązkiem przewidzianym w Dyrektywie (art. 5) jest osiągnięcie, do dnia 30 czerwca 2026 r., któregośkolwiek z poniższych celów:

- a) zajmowanie przez osoby należące do niedostatecznie reprezentowanej płci co najmniej 40% stanowisk dyrektorów nie-wykonawczych (w Polsce – członków rady nadzorczej);
- b) zajmowanie przez osoby należące do niedostatecznie reprezentowanej płci co najmniej 33% wszystkich stanowisk dyrektorskich, w tym zarówno dyrektorów wykonawczych, jak i nie wykonawczych (łącznie w zarządzie i radzie nadzorczej).

W art. 90gc ust. 2 projektowanej Ustawy wskazuje się z kolei, że obowiązek, zapewnienia równości płci w organach, uznaje się za spełniony, jeżeli:

- 1) łączna liczba stanowisk w organach spółki zajmowanych przez osoby należące do niedostatecznie reprezentowanej płci jest nie mniejsza niż liczba najbardziej zbliżona do 33% liczby wszystkich stanowisk w organach spółki oraz
- 2) osoby należące do niedostatecznie reprezentowanej płci zajmują stanowiska w każdym z organów spółki.

Słowo „oraz” oznacza, że spełnione muszą być **oba warunki** – płć niedostatecznie reprezentowana musi zajmować docelowo około 33% miejsc w zarządzie i radzie nadzorczej łącznie, w tym przynajmniej jedno miejsce w zarządzie i jedno miejsce w radzie nadzorczej. Dokładna proporcja wymaganych miejsc dla płci mniej reprezentowanej zależy od liczebności organów i może być w konkretnym przypadku niższa lub wyższa niż 33%, co od strony arytmetycznej reguluje Załącznik do Dyrektywy. Przykładowo, w razie łącznej liczby 8 osób w organach spółki (np. 3 członków zarządu i 5 członków rady nadzorczej), płć mniej reprezentowana powinna zajmować przynajmniej 3 miejsca, co stanowi 37,5% liczebności organów. Minimum jedno miejsce musi przy tym przypadać na zarząd, a także minimum jedno na radę nadzorczą.

Od strony niezbędnej dokumentacji, WZA spółki będzie zobowiązane przyjąć, w drodze uchwały, **politykę równowagi płci** (art. 90gd ust. 1). Obowiązek nie znajdzie zastosowania, jeżeli zasady dotyczące zapewnienia równowagi płci w organach spółki zostały uwzględnione w innych regulacjach przyjętych przez spółkę.

Polityka równowagi płci określać musi w szczególności:

- 1) zasady procesu doboru osoby na określone stanowisko w organie mające na celu spełnienie wymogów równowagi płci;
- 2) zasady wskazywania kandydatów do organów;
- 3) programy rozwoju kariery dla kobiet i mężczyzn;
- 4) strategię zarządzania zasobami ludzkimi.

Oznacza to, że przy okazji spełniania wymogów równowagi płci płynących z Dyrektywy, niezbędne będzie niejako odświeżenie

istniejących regulacji wewnętrznych i obowiązujących praktyk HR i nominacji – od ogólniejszej strony.

Merytorycznym obowiązkiem wynikającym z Dyrektywy jest stworzenie niedyskryminacyjnych, neutralnie sformułowanych i jednoznacznych kryteriów doboru osób na stanowiska w organach spółki, uwzględniające kwalifikacje kandydatów oraz potrzebę zapewnienia równowagi płci (art. 6, art. 90ge projektu Ustawy). Kryteria doboru powinny zostać określone przed rozpoczęciem procesu i muszą być stosowane w trakcie selekcji, w tym podczas przygotowywania ogłoszeń o naborze, na etapie wstępnej selekcji kandydatów, na etapie sporządzania krótkiej listy i na etapie tworzenia pul kandydatów.

Mechanizm zapewniania równowagi płci w organach działa w ten sposób, że gdy w toku rekrutacji na dane stanowisko konieczne jest dokonanie wyboru między kandydatami o porównywalnych kwalifikacjach, **preferencję uzyskuje osoba reprezentująca płć niedostatecznie reprezentowaną**. Wyjątek stanowią sytuacje, w których względy różnorodności wynikające z przepisów prawa, oparte na niedyskryminujących kryteriach, przemawiają za wyborem kandydata odmiennej płci. Oznacza to de facto uprzywilejowanie przedstawicieli niedostatecznie reprezentowanej płci w procesie rekrutacji – w razie równoważności kompetencji, ich zatrudnienie ma być zasadą, a wybór przedstawiciela płci „dominującej” – udokumentowanym wyjątkiem.

Rozpoczynając analizę regulacji wprowadzonych Dyrektywą oraz ich konsekwencji, w pierwszej kolejności należy odwołać się do jej podstawowych motywów. Celem deklarowanej polityki działań pozytywnych jest wzmocnienie realnego wymiaru zasady równości płci, ograniczenie różnic w wynagrodzeniach między kobietami a mężczyznami oraz zapewnienie – zwłaszcza kobietom – równych szans w zakresie zatrudnienia, rozwoju zawodowego i awansu. Niemniej jednak, istnieje szereg powodów, dla których można mieć co do skuteczności tych rozwiązań istotne i uzasadnione zastrzeżenia.

Zgodnie z końcową częścią motywu 5 Dyrektywy, zapewnienie równości w miejscu pracy stanowi jeden z kluczowych warunków umożliwiających ograniczenie ubóstwa wśród kobiet. Choć twierdzenie to jest niewątpliwie trafne i wyraża słuszną intencję, trudno oczekiwać, by Dyrektywa dotycząca równowagi płci w zarządach spółek giełdowych mogła w sposób bezpośredni i istotny przyczynić się do redukcji ubóstwa wśród kobiet, czy też miała bezpośredni, szeroki wpływ na ogólną sytuację kobiet na rynku pracy. Dotyczy ona bowiem, po pierwsze, stosunkowo wąskiej grupy osób na najwyższych szczeblach decyzyjnych, a po drugie – co w tym kontekście wydaje się oczywiste – osób, które na ogół nie doświadczają problemu ubóstwa czy wykluczenia społecznego.

Pewne nadzieje można jednak wiązać z pośrednim oddziaływaniem Dyrektywy, **polegającym na stopniowym kształtowaniu szerszej kultury większego zaangażowania kobiet w procesy decyzyjne na najwyższych szczeblach struktur korporacyjnych**. Zwiększenie społecznej świadomości co do możliwości osiągania sukcesów zawodowych i życiowych przez kobiety może zachęcać je – niezależnie od etapu kariery – do intensywniejszego rozwo-

ARTYKUŁ: Women on boards – obciążenie czy dobra zmiana?

ju oraz podnoszenia kwalifikacji, co bez wątpienia należy ocenić pozytywnie. Dla samych spółek, większe zaangażowanie kobiet niesie również oczywiste korzyści, choćby poprzez zwiększenie dywersyfikacji dostępnych doświadczeń, ocen, poglądów i opinii (zob. np. motyw 16 Dyrektywy).

Niemniej jednak istnieje obawa, że ewentualne korzystne skutki regulacji mogą zostać zrównoważone przez negatywną reakcję społeczną na fakt uprzywilejowania kobiet w procesach nominacyjnych. Co więcej, może dojść do sytuacji, w której sukcesy kobiet osiągnięte wyłącznie dzięki ciężkiej pracy i kompetencjom, bez wsparcia mechanizmów parytetowych, będą w odbiorze społecznym deprecjonowane jako efekt właśnie tych mechanizmów. Jest to z pewnością jeden z poważniejszych problemów związanych z przyjętą regulacją.

W tak społecznie wrażliwym obszarze niezbędne jest autentyczne zaangażowanie kadry zarządzającej w budowanie kultury równości na wszystkich szczeblach struktury decyzyjnej. Konieczny jest stopniowy, organiczny wysiłek zmierzający do wyrównania szans

tam, gdzie nierówności nadal się utrzymują – zarówno w konkretnych organizacjach, jak i w poszczególnych sektorach.

Celem nie może być jedynie mechaniczne „odhaczenie” wymogu równości rezultatów, lecz konsekwentna praca nad zapewnieniem rzeczywiście równych możliwości i perspektyw. Wówczas, jak należy przypuszczać, wyrównanie rezultatów może nastąpić samoistnie – i co ważniejsze – będzie miało charakter sprawiedliwy, a także zostanie w ten sposób odebrane społecznie.

Większe zaangażowanie kobiet w życie gospodarcze nie jest „grą o sumie zerowej”. Liczba stanowisk i istotnych funkcji w życiu gospodarczym nie jest z góry ograniczona – dążyć należy do takiego ukształtowania istniejącego środowiska prawnego i instytucjonalnego, aby wzrost znaczenia i napływ na rynek talentu kobiet nie odbył się z cokolwiek pokrzywdzeniem. **Dlatego kluczową rolę odgrywać powinna edukacja, programy doskonalenia zawodowego i wyrównywanie szans, co przewidują przepisy Dyrektywy.** Parytet w organach musi być ostatnim – a nie pierwszym i jedynym – dostępnym mechanizmem.



Między FinEdukacją a FinMarketingiem

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

Na rynku kapitałowym od lat wiele uwagi poświęca się tematowi edukacji finansowej społeczeństwa, w szczególności inwestorów detalicznych. KNF w swoich wypowiedziach niejednokrotnie podkreśla, że firmy inwestycyjne i inne instytucje finansowe powinny pełnić nie tylko rolę dostawców usług, ale także przewodników po świecie inwestycji dla niedoświadczonych inwestorów, aby podejmowali bardziej świadome decyzje inwestycyjne. Podobne sygnały są wysłane przez europejskie organy nadzoru, w szczególności ESMA. Idea jest szczytna – solidna edukacja finansowa pełni ważną funkcję z perspektywy rozwoju gospodarczego państwa i może wpływać na zwiększenie transferu nadwyżek finansowych gospodarstw domowych do przedsiębiorstw poszukujących kapitału, zamiast gromadzenia środków na lokatach bankowych lub w przysłowiowej „skarpecie”.

Odpowiednia edukacja finansowa jest szczególnie ważna w dzisiejszych czasach, kiedy wielu początkujących inwestorów (szczególnie młodych) podejmuje decyzje inwestycyjne na podstawie często szczątkowych lub niezwyfikowanych przez profesjonalistów treści pojawiających się w Internecie.

Edukatorzy finansowi

Obok edukacji prowadzonej przez instytucje prężnie rozwija się sektor niezależnej edukacji finansowej. Jest to zjawisko, którego jeszcze kilka lat temu nie obserwowaliśmy na taką skalę. Dziś webinary, blogi, szkolenia, kursy online, newslettery inwestycyjne czy kanały na YouTube, Instagramie lub TikToku prowadzą także osoby z odpowiednim doświadczeniem rynkowym, posiadające licencje doradcy inwestycyjnego czy tytuły CFA. Niektórzy mają za sobą lata spędzone na etacie w instytucjach finansowych, inni specjalizację akademicką.

Edukatorzy finansowi (zwani często influencerami finansowymi lub finfluencerami) dzielą się z inwestorami – w istotnej części nieodpłatnie – wiedzą finansową na temat konstrukcji poszczególnych rodzajów instrumentów finansowych oraz usług maklerskich, ryzyka związanego z instrumentami finansowymi, ogólnych zasad inwestowania i dywersyfikacji oraz sposobu nabywania aktywów. Często publikują różnego rodzaju rankingi, podsumowania, opracowania. Popularną praktyką jest także prezentowanie informacji o swoich własnych inwestycjach, np. poprzez analizowanie wyników modelowych portfeli wraz z wyjaśnianiem podjętych decyzji.

Współpraca z firmami inwestycyjnymi

Granica między edukacją a marketingiem zaciera się w momencie, gdy edukator wykorzystuje narzędzia konkretnej firmy inwestycyjnej lub prezentuje jej ofertę, albo wprost zachęca do skorzystania z usług danej firmy.

Nierzadko powyższym czynnościom edukatora towarzyszy formalna współpraca marketingowa z firmami inwestycyjnymi. Dla firmy



inwestycyjnej taka współpraca może przynieść korzyści wizerunkowe i pozwolić dotrzeć do szerokiej grupy klientów. Edukatorzy finansowi posiadają bowiem często grono obserwujących składające się z kilkudziesięciu lub nawet kilkuset tysięcy inwestorów.

W efekcie aktywność edukacyjna może przyjmować formę przekazu marketingowego, a czasem wręcz sprzedaży usług finansowych. Z perspektywy regulacyjnej może rodzić to istotne konsekwencje, na co już blisko 2 lata temu zwracał uwagę Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w stanowisku dotyczącym programów poleceń oraz programów partnerskich, zgodnie z którym niektóre działania finfluencerów skierowane do określonych adresatów mogą stanowić czynności właściwe dla agenta firmy inwestycyjnej.

Materiał edukacyjny vs. materiał marketingowy

W aktualnym stanie prawnym przepisy nie rozróżniają jednoznacznie materiału marketingowego (publikacji handlowej) od materiału edukacyjnego. Dotyczy to zarówno aktów prawa europejskiego, jak i polskich regulacji. W konsekwencji większość materiałów o charakterze edukacyjnym przygotowywana przez firmy inwestycyjne lub na zlecenie firm inwestycyjnych w ramach współpracy z podmiotami trzecimi (np. wspomnianymi finfluencerami) z perspektywy regulacyjnej – bez względu na ich faktyczny cel – powinna być traktowana jak klasyczny marketing produktów i usług. W takim przypadku bardzo łatwo naruszyć wymogi dotyczące sporządzania informacji marketingowych.

Zmiany w tym zakresie zostały zaproponowane w ramach projektu pakietu regulacyjnego zmieniającego m.in. dyrektywę MiFID II – Retail Investment Strategy, zwanego potocznie RIS. Projektowane modyfikacje przepisów zakładają wprowadzenie definicji komunikatu

ARTYKUŁ: Między FinEdukacją a FinMarketingiem

marketingowego i materiału związanego z edukacją finansową, przy czym ten drugi nie będzie rozpatrywany w kategorii marketingu produktów lub usług. Komunikatami marketingowymi w założeniach nie będą materiały edukacyjne dotyczące finansów, które mają na celu wspieranie wiedzy finansowej osób fizycznych poprzez umożliwienie im nabywania kompetencji finansowych. Co istotne, materiały edukacyjne nie będą mogły promować bezpośrednio ani zachęcać do inwestowania w jeden lub kilka instrumentów finansowych lub ich kategorii, ani w konkretne usługi maklerskie.

Dotychczas RIS napotkał wiele przeszkód w unijnym procesie legislacyjnym (z przyczyn niezwiązanych z doregulowaniem marketingu) i nie jest przesądzone, czy zmiana przepisów dotyczących marketingu w ogóle zostanie przyjęta – a jeżeli tak, to w jakim kształcie. Firmy inwestycyjne muszą zatem odnaleźć się w obecnym krajo-brazie regulacyjnym, który nie należy do najłatwiejszych i jest pełen potencjalnych pułapek, których jednak można uniknąć.

Pułapki działalności edukacyjnej

W praktyce, prowadząc działalność edukacyjną można naruszyć co najmniej kilka reżimów działalności regulowanej lub wymogów prawnych. Co ważne, pułapki te nie dotyczą tylko firm inwestycyjnych prowadzących bezpośrednio działania o charakterze edukacyjnym – w podobnym zakresie dotyczą one każdego edukatora, także tego „niezależnego”. Często bowiem można usłyszeć mylne przekonanie, że finfluencerom wolno więcej niż instytucjom finansowym.

Poniższe podsumowanie pokazuje, że daleko idąca ostrożność w formułowaniu przekazu edukacyjnego powinna być zachowana przez wszystkie podmioty zaangażowane w taką działalność.

- 1) **Pułapka agenta firmy inwestycyjnej** – gdy edukator współpracuje z firmą inwestycyjną i pozyskuje klientów (np. poprzez linki afiliacyjne w oparciu o wynagrodzenie typu *cost per action*) lub realizuje czynności promocyjne usług i produktów firmy inwestycyjnej w sposób inny niż do nieokreślonego adresata lub szerokiej grupy odbiorców. W tym przypadku istotne problemy praktyczne sprawia kwestia „szerokości” grupy odbiorców – według wypowiedzi UKNF, za szeroką grupę odbiorców nie będzie uznana sytuacja, w której informacje przekazywane są do zamkniętej grupy na portalu społecznościowym (liczącej nawet kilka lub kilkadziesiąt tysięcy członków), jeżeli dostęp do tej grupy wymaga akceptacji edukatora.
- 2) **Pułapka MAR** – w przypadku, gdy treści edukacyjne dotyczą konkretnych instrumentów finansowych notowanych na rynkach zorganizowanych i poruszają temat obecnej lub przyszłej wartości lub ceny takich instrumentów, mogą one być uznane za rekomendację inwestycyjną w rozumieniu MAR, co wiąże się z koniecznością ujawnienia szeregu

informacji. Ryzyko związane z MAR dotyczy także niezależnych edukatorów finansowych publikujących treści w mediach społecznościowych, na co zwracała uwagę ESMA w swoim ostrzeżeniu w lutym 2024 roku.

- 3) **Pułapka doradztwa inwestycyjnego** – gdy komunikat edukacyjny przybiera formę indywidualnej rekomendacji zachowania inwestycyjnego dotyczącego konkretnego lub możliwego do zidentyfikowania instrumentu finansowego. W tym kontekście szczególna ostrożność powinna być zachowana przy odpowiadaniu na pytania inwestorów (np. w ramach sesji Q&A) odnoszące się do indywidualnej sytuacji danej osoby. Ryzyko występuje także w sytuacji, gdy rekomendacja jest kierowana do szerszej grupy inwestorów, ale mających podobne cechy (homogeniczna grupa), przez co może zostać łatwo odebrana jako osobista dla poszczególnych osób z tej grupy. UKNF interpretuje potencjalne doradztwo inwestycyjne bardzo restrykcyjnie – oceniając nie tylko treść, lecz także sposób odbioru przekazu przez inwestorów. Dlatego nawet pozornie ogólne wskazówki mogą zostać uznane za rekomendacje.
- 4) **Pułapka marketingu regulowanego** – gdy przekaz edukacyjny sporządzany przez firmy inwestycyjne zawiera (nawet pośrednio) elementy promujące usługi lub produkty tej firmy, to w takim przypadku powinien on spełniać wszystkie wymogi prawne przewidziane dla komunikacji marketingowej firm inwestycyjnych.

Jak ograniczać ryzyko regulacyjne?

Wobec niejednoznacznych regulacji prawnych warto, aby firmy inwestycyjne same wypracowały standardy dobrej praktyki stosowane przy działaniach własnych oraz przy współpracach z finfluencerami. Kluczowe jest wyraźne oznaczanie treści marketingowych i odróżnianie ich od materiałów edukacyjnych.

Zasady współpracy z edukatorami muszą precyzyjnie określać, kiedy edukacja jest niezależna, a kiedy stanowi element kampanii promocyjnej. Ważne jest również świadome dobieranie przykładów i materiałów tak, aby nie prowadziły one do niezamierzonej promocji określonych produktów lub usług.

Ponadto kluczowe jest odpowiednie weryfikowanie materiałów sporządzanych przez finfluencerów w ramach współpracy z firmą inwestycyjną, a także sposobu ich przekazywania do potencjalnych inwestorów – w celu wyeliminowania opisanych powyżej pułapek, w szczególności ryzyka doradztwa inwestycyjnego, MAR czy AFI.

W wielu przypadkach konieczna może okazać się współpraca z doradcą prawnym w celu dokonania właściwej oceny regulacyjnej danego materiału. Wdrożenie takich praktyk pozwoli nie tylko zminimalizować ryzyko regulacyjne, lecz także budować zaufanie klientów – czyli fundament rozwoju rynku kapitałowego.

Perpetual futures – egzotyczny instrument z perspektywy regulacji MiFID II i MiCA

mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners

Wprowadzenie

Rynek instrumentów pochodnych wywodzących się ze świata kryptoaktywów obfituje w konstrukcje, które z perspektywy tradycyjnego rynku kapitałowego mogą uchodzić za co najmniej nietypowe. Jednym z takich przypadków są kontrakty perpetual futures – produkt typowy dla giełd krypto, niemal nieobecny w ofercie klasycznych rynków finansowych.

Celem niniejszego tekstu jest przybliżenie konstrukcji perpetual futures oraz rozważenie ich statusu prawnego w świetle regulacji MiFID II¹ i rozporządzenia MiCA². Z perspektywy domów maklerskich nie jest to analiza użytkowa, lecz raczej forma ciekawostki regulacyjnej: oto bowiem w świecie zdecentralizowanych platform krypto pojawił się instrument, który – choć przypomina kontrakt futures – różni się od niego zarówno konstrukcją, jak i wieloma innymi cechami.

Czym są perpetual futures?

Kontrakty perpetual futures (często określane skrótowo jako „perps”) to specyficzna kategoria instrumentów pochodnych, które umożliwiają inwestorom otwieranie pozycji długich lub krótkich na danym instrumencie bazowym, przy czym w odróżnieniu od tradycyjnych kontraktów futures, nie posiadają one określonej daty wygaśnięcia. Ta pozornie drobna różnica powoduje daleko idące skutki praktyczne: uczestnicy rynku mogą utrzymywać otwarte pozycje w zasadzie bezterminowo, o ile dysponują odpowiednimi środkami zabezpieczającymi oraz są w stanie sprostać bieżącym rozliczeniom wynikającym z mechaniki kontraktu. W efekcie perps stały się wyjątkowo atrakcyjnym narzędziem spekulacyjnym, pozwalającym na uzyskanie długoterminowej ekspozycji na kryptowaluty, przy jednoczesnym uniknięciu konieczności tzw. rolowania serii kontraktów, typowego dla klasycznych futures.

Centralnym elementem konstrukcji perpetual futures jest mechanizm finansowania znany jako „funding rate”. Jest to cykliczne rozliczenie finansowe dokonywane pomiędzy stronami rynku, którego celem jest utrzymanie ceny kontraktu w pobliżu ceny instrumentu bazowego notowanego na rynku kasowym (spot). W praktyce oznacza to, że w regularnych interwałach czasowych – najczęściej co 8 godzin – uczestnicy z jednej strony rynku zobowiązani są do przekazania transferu środków uczestnikom zajmującym pozycję przeciwną. Jeśli cena kontraktu znajduje się powyżej ceny rynkowej aktywa bazowego (co oznacza przewagę pozycji długich), to płatność obciąża posiadaczy pozycji long na rzecz posiadaczy pozycji short. W sytuacji odwrotnej – gdy cena kontraktu kształtuje się poniżej ceny spot – obowiązek



zapłaty spoczywa na posiadaczach pozycji krótkich. Ten mechanizm zapewnia rynkowi wewnętrzną stabilizację i działa jako swoista korekta rynkowej równowagi, wymuszając dostosowanie cenowe i utrzymywanie ścisłej zależności pomiędzy kursem kontraktu a wartością instrumentu bazowego.

Należy podkreślić, że perpetual futures w swojej konstrukcji przewidują pewne mechanizmy bezpieczeństwa i stabilizacji rynku, które wpływają na ograniczenie ryzyka oraz chronią uczestników przed nadmiernymi stratami. Wśród najważniejszych wymienić należy:

- **mechanizmy automatycznej likwidacji pozycji (liquidation engine)** – stosowane w przypadku, gdy wartość rachunku inwestora spada poniżej poziomu zabezpieczenia wymaganego do utrzymania pozycji (maintenance margin). Wówczas pozycja jest automatycznie zamykana przez system, co zapobiega powstaniu ujemnego salda po stronie klienta;
- **system depozytów zabezpieczających (initial margin i maintenance margin)** – określający minimalne wartości środków własnych, jakie inwestor musi utrzymywać w zależności od wielkości otwieranej pozycji i stosowanej dźwigni;
- **mechanizm auto-deleveringu (ADL)** – charakterystyczny dla rynku perps, polegający na automatycznym zmniejszaniu ekspozycji traderów wykorzystujących najwyższą dźwignię w sytuacjach kryzysowych, gdy płynność rynku nie pozwala na standardową likwidację pozycji. Jest to swoista procedura awaryjna, mająca na celu ograniczenie efektu domina w sytuacjach skrajnej zmienności.

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (wersja przekształcona) (Dz. U. UE. L. z 2014 r. Nr 173, str. 349 z późn. zm.).

² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937 (Dz. U. UE. L. z 2023 r. Nr 150, str. 40 z późn. zm.).

Dzięki powyższym rozwiązaniom perpetual futures tworzą środowisko rynkowe o bardzo wysokiej płynności, intensywnej zmienności oraz znaczącym poziomie ryzyka. Z tych względów są one szczególnie popularne na globalnych platformach obrotu aktywami cyfrowymi, takich jak Binance, Bybit czy OKX, które wypracowały kompleksowe mechanizmy techniczne do obsługi tego rodzaju kontraktów i przyciągnęły miliony użytkowników detalicznych oraz profesjonalnych.

Z punktu widzenia genezy rynkowej, perpetual futures różnią się zasadniczo od klasycznych instrumentów notowanych na rynkach finansowych. O ile kontrakty futures notowane na giełdach powstały i funkcjonują w ramach tradycyjnej infrastruktury finansowej oraz ścisłego nadzoru, o tyle perps zostały stworzone oddolnie w środowisku kryptoaktywów – jako rozwiązanie umożliwiające ciągłe utrzymywanie pozycji w kryptowalutach. Ich atrakcyjność polegała na prostocie – brak konieczności przedłużania kontraktów (roll-over), elastyczne wykorzystanie stablecoinów jako środka rozliczeniowego oraz wysoka dostępność dla inwestorów detalicznych, także spoza tradycyjnych rynków finansowych.

W konsekwencji perpetual futures w niezwykle krótkim czasie osiągnęły dominującą pozycję w segmencie instrumentów pochodnych na rynku krypto, generując wielokrotnie większe obroty niż rynek spot – w 2024 r. na giełdach scentralizowanych sięgnęły 58,5 bln USD, na zdecentralizowanych 1,5 bln USD³, a w samym pierwszym półroczu 2025 r. łączny wolumen perps wyniósł 10,17 bln USD wobec 3,06 bln USD na rynku kasowym.⁴

Podsumowując, perpetual futures to nie tylko kolejna odmiana kontraktu pochodnego, lecz instrument, który w pewnym sensie zmienia sposób, w jaki rynek kryptowalutowy funkcjonuje i jak jego uczestnicy uzyskują ekspozycję na aktywa cyfrowe.

Stablecoin jako środek rozliczeniowy

Przez długi czas status regulacyjny perpetual futures budził kontrowersje i stanowił źródło sporów, a także niepewności regulacyjnej zarówno po stronie emitentów, jak i uczestników rynku. Jednym z powodów tych wątpliwości był fakt, iż kontrakty tego typu nie były rozliczane w pieniądzu fiducjarnym (FIAT), czyli w walutach mających status prawnego środka płatniczego, lecz w kryptoaktywach – najczęściej w tzw. stablecoinach, takich jak USDT czy USDC. Sytuacja ta podważała możliwość prostego odniesienia ich konstrukcji do ram wyznaczonych przez tradycyjne przepisy dotyczące instrumentów pochodnych.

Wątpliwość dotyczyła szczególnie tego, czy zgodnie z MiFID II, aby dany kontrakt mógł zostać zakwalifikowany jako instrument finansowy, musiał on spełniać przynajmniej jeden z dwóch wa-

runków: rozliczenie kontraktu powinno następować w środkach pieniężnych (cash settlement), albo kontrakt powinien kończyć się fizyczną dostawą instrumentu bazowego.

Stablecoiny, które służyły do rozliczeń większości perps, funkcjonowały bowiem jako szczególna kategoria kryptoaktywów – projektowana jako ekwiwalent pieniądza fiducjarnego, lecz formalnie nie uznawana ani za walutę, ani za elektroniczny pieniądz w rozumieniu dotychczas obowiązującego prawa unijnego. Brak był również prawnie gwarantowanego mechanizmu wykupu, który zapewniałby posiadaczom możliwość wymiany tokenów na FIAT u emitenta na zasadach regulowanych. W efekcie, rozliczenie w stablecoinach pozostawało w swoistej próżni prawnej, a część praktyki rynku wskazywała, że nie można go uznać za rozliczenie w środkach pieniężnych w rozumieniu MiFID II.

Ten stan niepewności prawnej powodował, że zdaniem części rynku perpetual futures znajdowały się w obszarze regulacyjnej szarości. Z jednej strony nie sposób było zaprzeczyć ich charakterowi ekonomicznemu jako instrumentów pochodnych służących do spekulacji na bazowym aktywie (najczęściej kryptowalutach takich jak Bitcoin czy Ether). Z drugiej jednak strony, brak jednoznacznych podstaw prawnych do uznania stablecoinów za pieniądz (lub instrument równoważny) budził wątpliwości co do formalnej klasyfikacji tych kontraktów jako instrumentów finansowych.⁵

Sytuacja uległa zasadniczej zmianie wraz z przyjęciem i rozpoczęciem stosowania rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 w sprawie rynków kryptoaktywów („MiCA”⁶). Akt ten po raz pierwszy w sposób kompleksowy wprowadził do prawa unijnego kategorie kryptoaktywów, w tym jedną szczególnie istotną z punktu widzenia omawianej problematyki: tokeny będące elektronicznym pieniądzem (e-money tokens, EMT).

W przypadku EMT – czyli właśnie stablecoinów, takich jak USDT czy USDC – rozporządzenie zdefiniowało e-money token jako rodzaj kryptoaktywa, który ma utrzymywać stabilną wartość dzięki temu, że jest powiązany z jedną walutą urzędową.

Tokeny spełniające powyższe kryteria zostały jednoznacznie kwalifikowane jako elektroniczny pieniądz w rozumieniu prawa unijnego. W konsekwencji, rozliczenie kontraktu perpetual future w EMT w pewnym sensie stało się rozliczeniem pieniężnym (cash settlement) – w pełni porównywalnym do rozliczenia w euro, dolarze czy innej walucie fiducjarnej.

Dodatkowo w swoich wytycznych z grudnia 2024 r. („CAFI Guidelines”)⁷ ESMA wskazała, że uczestnicy rynku powinni dokładnie

³ <https://assets.coingecko.com/reports/2025/CoinGecko-State-of-Crypto-Perpetuals-Market.pdf>

⁴ <https://unchainedcrypto.com/hyperliquid-reignited-interest-in-crypto-perps-can-coinbase-and-robinhood-capitalize/>

⁵ <https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/resource/Analysis%20of%20the%20legal%20qualification%20of%20cryptocurrency%20derivatives.pdf>

⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektywy 2013/36/UE i (UE) 2019/1937

⁷ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-12/ESMA75453128700-1323_Final_Report_Guidelines_on_the_conditions_and_criteria_for_the_qualification_of_CAs_as_FIs.pdf

rozważyć, czy forma rozliczenia, czy to w środkach pieniężnych, czy za pośrednictwem kryptoaktywów może wpłynąć na klasyfikację produktu jako instrumentu finansowego, jeżeli wszystkie inne nieodłączne cechy i funkcje kontraktów pochodnych zgodnie z MiFID II są spełnione przez dany produkt. ESMA stwierdziła, z zastrzeżeniem koniecznej oceny indywidualnej, że chociaż metoda rozliczenia jest ważnym czynnikiem oceny, czy dany produkt jest instrumentem finansowym, nie ma ona przesądzającego znaczenia. Obecnie więc nie ma chyba już wątpliwości, że perpetual futures rozliczane w stablecoinach, które podlegają regulacji MiCA jako EMT, można zakwalifikować jako instrumenty pochodne, instrumenty finansowe w rozumieniu MiFID II (najczęściej jako kontrakty z grupy C4 lub C10).

Ma to daleko idące konsekwencje praktyczne: od konieczności stosowania wobec nich reżimu MiFID II (w tym zasad ochrony inwestora, obowiązków informacyjnych i testów adekwatności), po objęcie działalności w tym zakresie nadzorem właściwych organów krajowych i ESMA. W ten sposób rynek otrzymał długo oczekiwaną jasność regulacyjną, a inwestorzy – gwarancję, że uczestnictwo w obrocie tymi kontraktami będzie podlegało tym samym mechanizmom ochronnym, co handel klasycznymi instrumentami pochodnymi.

MiFID II, CFD i pytanie o interwencję produktową

Konstrukcja perpetual futures na pierwszy rzut oka może wydawać się zbliżona do kontraktów różnic kursowych (CFD), co w praktyce prowadziło wielu obserwatorów rynku do traktowania obu tych instrumentów jako substytucyjnych. Istnieją bowiem pewne oczywiste podobieństwa: zarówno CFD, jak i perpetual futures oferują inwestorom ekspozycję na zmiany cen instrumentu bazowego (najczęściej walut, indeksów, towarów czy kryptowalut), obydwa instrumenty są rozliczane pieniężnie, bez konieczności dokonywania fizycznej dostawy aktywów bazowych, a ich główną funkcją pozostaje umożliwienie spekulacji bądź zabezpieczenia pozycji. Niemniej jednak, przy bliższej analizie konstrukcyjnej i prawnej, różnice pomiędzy tymi instrumentami okazują się istotne, a niekiedy fundamentalne.

Po pierwsze, klasyczne CFD mają zasadniczo charakter bilateralny. Zawierane są bezpośrednio pomiędzy klientem a firmą inwestycyjną, która występuje w roli wystawcy kontraktu i najczęściej również animatora rynku. Kontrahentem klienta jest zatem najczęściej podmiot profesjonalny – dealer.

Tymczasem handel na "perpach" odbywa się najczęściej w systemach wielostronnych, zbliżonych konstrukcyjnie do MTF lub OTF w rozumieniu MiFID II, gdzie transakcje zawierane są z innymi uczestnikami rynku poprzez centralny order book, a rozliczenie zapewnia sama platforma. Tym samym, trader nie zawiera kontraktu z jednym, stałym kontrahentem, lecz z każdym innym uczestnikiem rynku, którego oferta spotka się z jego zleceniem. W tym sensie perpetual futures przypominają bardziej kontrakty futures notowane na giełdach regulowanych niż bardziej bilateralne CFD.

Ograniczenia wprowadzone przez ESMA dla rynku CFD w ramach interwencji produktowej z 2018 r. (przedłużanej następnie przez organy krajowe, takie jak KNF) narzuciły jednolite parametry, m.in. maksymalny poziom dźwigni finansowej, obowiązek stosowania mechanizmu automatycznego zamknięcia pozycji (margin close-out) czy ochrony przed ujemnym saldem. W przypadku perpetual futures takich ujednoliconych ograniczeń nie ma – parametry dźwigni, wysokość depozytów zabezpieczających, sposób ustalania funding rate czy mechanizmy likwidacji ustalone są w sposób autonomiczny przez operatorów poszczególnych platform.

W konsekwencji powstaje pytanie zasadnicze: jaki reżim regulacyjny należy stosować wobec perpetual futures, skoro ich konstrukcja hybrydowa plasuje je pomiędzy kontraktami futures a CFD? Największe wątpliwości dotyczą stosowania do nich interwencji produktowej ESMA oraz analogicznych działań organów krajowych.

Dodatkowe komplikacje wynikają z faktu, że perps rozliczane są w stablecoinach, które dopiero po wejściu w życie MiCA uzyskały formalny status elektronicznego pieniądza. Czy zatem wcześniejsze interwencje, skonstruowane w odniesieniu do instrumentów rozliczanych w walutach fiducjarnych, mogą być automatycznie rozszerzone na instrumenty rozliczane w tokenach EMT.

Podsumowując, mimo że perpetual futures na pierwszy rzut oka mogą wydawać się instrumentem zbliżonym do CFD, ich konstrukcja i sposób funkcjonowania na rynku znacząco różnią się od klasycznych kontraktów różnic kursowych.

Dopiero w najbliższych latach praktyka organów nadzorczych – zarówno ESMA, jak i krajowych (w tym KNF) – przesądzi te wątpliwości.

Podsumowanie: giełdy krypto tworzą własne instrumenty, ale prawo europejskie już je dogania

Perpetual futures stały się obecnie jednym z kluczowych produktów w globalnym kryptoobrocie i jednocześnie doskonałym przykładem na to, w jaki sposób innowacje finansowe, które powstają poza tradycyjnym nadzorem regulacyjnym, mogą stopniowo zostać wciągnięte w ramy prawa unijnego. Brak terminu zapadalności, mechanizm finansowania pozycji (funding rate) i rozliczenia w stablecoinach sprawiły, że perps stały się produktem z jednej strony niezwykle atrakcyjnym, z drugiej zaś – trudnym do jednoznacznego sklasyfikowania w systemach prawnych zbudowanych wokół instrumentów giełdowych i kontraktów różnic kursowych.

Wraz z przyjęciem rozporządzenia MiCA oraz opublikowaniem wytycznych ESMA (CAFI), sytuacja zaczęła się zmieniać w sposób fundamentalny. Po pierwsze, MiCA wprowadziła nową systematykę tokenów, kwalifikując stablecoiny (EMT) jako elektroniczny pieniądz, a tym samym w pewnym sensie przesądzając, że perpetual futures rozliczane w tego rodzaju tokenach należy traktować jako kontrakty rozliczane pieniężnie. Po drugie, ESMA wprost

ARTYKUŁ: Perpetual futures – egzotyczny instrument z perspektywy regulacji MiFID II i MiCA

wskazała, że instrumenty te – jeśli spełniają kryteria określone w MiFID II – powinny być uznawane za instrumenty finansowe. Tym samym zniknęły dotychczasowe wątpliwości, czy perps pozostają jedynie quasi-derywatami funkcjonującymi w próżni prawnej, czy też pełnoprawnymi kontraktami pochodnymi.

Konsekwencje takiego podejścia są daleko idące. Uzyskanie statusu instrumentu finansowego oznacza nie tylko formalne uznanie perpetual futures za element regulowanego rynku finansowego, lecz również konieczność stosowania wobec nich całego pakietu obowiązków wynikających z MiFID II oraz aktów delegowanych. Dotyczy to w szczególności obowiązków licencyjnych – oferowanie lub organizowanie handlu na perps wymagać będzie zezwolenia właściwego organu nadzoru (KNF), czy to w formie licencji firm inwestycyjnych, czy też w ramach platform działających jako MTF/OTF. Ponadto, operatorzy zobowiązani będą do zapewnienia przejrzystości obrotu, raportowania transakcji, stosowania

zasad best execution, a także spełniania wymogów kapitałowych i organizacyjnych przewidzianych dla podmiotów regulowanych.

Dla klientów detalicznych kluczowe znaczenie mają obowiązki informacyjne – konieczność sporządzania dokumentów KID zgodnie z rozporządzeniem PRIIPs, przeprowadzania testów adekwatności, a także stosowania ograniczeń marketingowych i ostrzeżeń o ryzyku. Innymi słowy, perps przestają być w UE produktem „wolnej amerykanki” oferowanym w ramach nienadzorowanych platform, a stają się instrumentami, których sprzedaż obwarowana jest szeregiem rygorystycznych zabezpieczeń mających chronić inwestora.

Z perspektywy domów maklerskich oraz firm inwestycyjnych, które obserwują rozwój rynku kryptoaktywów, perpetual futures jawią się jako interesująca egzotyka – hybryda klasycznych kontraktów futures, swapów i kontraktów różnic kursowych, funkcjonująca na pograniczu prawa kapitałowego i prawa kryptoaktywów.



Podatek u źródła jako wyzwanie dla firm inwestycyjnych

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

Podatek u źródła (withholding tax; WHT) w ostatnim czasie staje się instrumentem zainteresowania organów podatkowych. Przepisy nakładają na firmy inwestycyjne obowiązki w tym zakresie. Co istotne, 3 lipca 2025 r. zostały wydane objaśnienia podatkowe Ministra Finansów dotyczące stosowania tzw. klauzuli rzeczywistego właściciela dla celów podatku u źródła. Dokument ten odpowiada na szereg wątpliwości płatników, w tym tzw. płatników technicznych (a więc głównie firm inwestycyjnych), co do ich obowiązków w zakresie weryfikacji statusu beneficjenta płatności.

Obowiązki ustawowe

Obowiązki płatników w zakresie podatku u źródła określają przepisy ustawy z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (t.j. Dz. U. z 2025 r., poz. 163 ze zm.; dalej: „ustawa o PIT”) i ustawy z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2025 r., poz. 278 ze zm.; dalej: „ustawa o CIT”).

Zgodnie z tymi aktami prawnymi, podmioty dokonujące wypłat należności z tytułu m.in. należności licencyjnych i odsetek do nierezydentów, a także dywidend i innych przychodów (dochodów) z tytułu udziału w zyskach osób prawnych zarówno do rezydentów, jak i nierezydentów, są zobowiązane do pobrania zryczałtowanego podatku dochodowego z tytułu tych wypłat. Zasadniczo stawka podatku wynosi 19% w przypadku dywidend i innych przychodów (dochodów) z tytułu udziału w zyskach osób prawnych i zysków kapitałowych oraz 20% w przypadku innych płatności opodatkowanych podatkiem u źródła. Jednak niezależnie od tego, przepisy przewidują zwolnienia podatkowe dla niektórych wypłat, a ponadto w przypadku wypłat dokonywanych na rzecz nierezydentów, inna stawka podatku może wynikać z przepisów umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.

Zastosowanie takiej umowy wymaga uzyskania od podatnika (czyli podmiotu otrzymującego należność podlegającą podatkowi u źródła) certyfikatu rezydencji. Ponadto przepisy nakładają na płatników obowiązek weryfikacji warunków zastosowania obniżonej stawki podatku, zwolnienia lub niepobrania podatku na podstawie przepisów ustawy lub umów międzynarodowych. Przy dokonywaniu takiej weryfikacji, płatnik jest zobowiązany do dochowania należytej staranności. Przy ocenie jej dochowania uwzględnia się charakter, skalę działalności prowadzonej przez płatnika oraz jego powiązania z podatnikiem.

Obowiązki płatnika stosuje się również do podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych albo rachunki zbiorcze, jeżeli za ich pośrednictwem następuje wypłata należności m.in. z tytułu dywidend, odsetek od papierów wartościowych oraz świadczeń otrzymanych z dochodów funduszu kapitałowego (innych niż z tytułu umarzania, odkupywania, wykupywania albo unicestwiania w inny sposób tytułów uczestnictwa



w takim funduszu). Zatem firma inwestycyjna jest zobligowana m.in. do dochowania należytej staranności przy weryfikacji podstaw do zastosowania preferencji w podatku u źródła.

Mechanizm pay & refund

Ważnym aspektem podatku u źródła jest mechanizm „pay & refund”, polegający na tym, że w określonych przypadkach płatnik jest zobowiązany do pobrania podatku u źródła w pełnej kwocie, tj. bez możliwości zastosowania obniżonej stawki lub wyłączenia z opodatkowania na podstawie umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania albo zwolnienia ustawowego. Następnie podatnik lub płatnik może wystąpić o zwrot podatku odprowadzonego na tej podstawie. Rozwiązanie to w założeniu ma przeciwdziałać nadużyciom prowadzącym do zmniejszenia wpływów podatkowych. Zapewnia ono bowiem możliwość weryfikacji przez organy podatkowe, czy stosowanie preferencji w podatku u źródła ma w danym przypadku zastosowanie.

W Polsce mechanizm pay & refund wprowadzono od 2019 r., aczkolwiek przez pierwsze trzy lata jego stosowanie było zawieszono. Obecnie ma on zastosowanie w przypadku, w którym łączna kwota płatności dokonywanych przez płatnika i podlegających podatkowi u źródła, dokonanych na rzecz tego samego podmiotu powiązanego, przekracza w roku podatkowym łącznie kwotę 2 000 000 zł, chyba że płatnik lub podatnik uzyskał opinię o stosowaniu preferencji lub złożył oświadczenie o posiadaniu dokumentów uprawniających do jej zastosowania. Mechanizm pay & refund nie obejmuje wypłat dywidend dokonywanych na rzecz polskich rezydentów podatkowych.

Jak z tego wynika, kluczowe znaczenie ma ustalenie kwoty dokonywanych przez płatnika wypłat oraz powiązań pomiędzy

ARTYKUŁ: Podatek u źródła jako wyzwanie dla firm inwestycyjnych

płatnikiem a podatnikiem. Zarówno na gruncie ustawy o CIT, jak i ustawy o PIT, **na podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych i rachunki zbiorcze został nałożony obowiązek ustalenia przekroczenia limitu kwotowego oraz występowania powiązań pomiędzy płatnikiem i podatnikiem**. Jednocześnie jednak na podmioty dokonujące wypłat należności za pośrednictwem rachunków papierów wartościowych albo rachunków zbiorczych nałożono obowiązek przekazania podmiotom prowadzącym te rachunki informacji o występowaniu pomiędzy płatnikiem a podatnikiem powiązań oraz przekroczeniu limitu 2 000 000 zł. Zgodnie z art. 30 § 5b Ordynacji podatkowej, jeżeli obowiązek ten nie został wykonany lub przekazana informacja jest niezgodna z rzeczywistością, **to podmiot dokonujący wypłaty za pośrednictwem firmy inwestycyjnej odpowiada za niepobrany podatek**. W interpretacji indywidualnej z 29 czerwca 2022 r. (nr 0111-KDIB2-1.4010.241.2022.1.AR) Dyrektor Krajowej Informacji Skarbowej wskazał, że w przypadku nieotrzymania przez biuro maklerskie banku takiej informacji, jest on uprawniony do przyjęcia, że nie ma obowiązku poboru podatku u źródła z zastosowaniem mechanizmu pay & refund.

Odrębne zasady dotyczą natomiast wypłat należności na rzecz podatników będących osobami uprawnionymi z papierów wartościowych zapisanych na rachunkach zbiorczych, których tożsamość nie została płatnikowi ujawniona w trybie przewidzianym w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. W takim przypadku płatnik pobiera podatek w wysokości wynikającej z ustawy od łącznej wartości dochodów przekazanych przez niego na rzecz wszystkich takich podatników za pośrednictwem posiadacza rachunku zbiorczego. Jednocześnie podmiot prowadzący rachunki papierów wartościowych albo rachunki zbiorcze nie uwzględnia tych kwot należności przy ustalaniu limitu 2 000 000 zł.

Jednocześnie stosowanie mechanizmu pay & refund w przypadku wypłat dokonywanych za pośrednictwem podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych albo rachunki zbiorcze zostało wyłączone do 31 grudnia 2025 r., zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z 28 grudnia 2022 r. w sprawie wyłączenia obowiązku poboru zryczałtowanego podatku dochodowego od osób prawnych. Do czasu obowiązywania wyłączenia firma inwestycyjna nie jest więc zobligowana do weryfikacji limitu zwolnienia oraz powiązań pomiędzy płatnikiem a podatnikiem, zaś emitent nie musi jej przekazywać informacji w tym zakresie. Rozporządzenie uzależnia jednak odstąpienie od stosowania tego mechanizmu od spełnienia warunków do niepobrania podatku, zastosowania stawki podatku lub zwolnienia, wynikających z przepisów szczególnych lub umów o unikaniu podwójnego opodatkowania.

Jedną z konsekwencji powyższego rozwiązania jest praktyka Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej, który czasami odmawia wydawania interpretacji indywidualnych, jeżeli w stanie faktycznym stanowiącym przedmiot wniosku o interpretację ma zastosowanie wyłączenie mechanizmu pay & refund, a wniosek dotyczy tego właśnie mechanizmu. Praktyka taka wydaje się błędna, niemniej należy brać ją pod uwagę przy występowaniu o interpretację.

Warto dodać, że powyższe wyłączenie najprawdopodobniej zostanie przedłużone do 31 grudnia 2026 r. Na stronach Rządowego Centrum Legislacji ukazał się już projekt rozporządzenia w tym przedmiocie.

Objaśnienia Ministra Finansów

W praktyce szereg wątpliwości budzi warunek rzeczywistego właściciela, którego weryfikacja jest jednym z obowiązków tak płatników, jak i firm inwestycyjnych, za pośrednictwem których są wypłacane należności podlegające WHT. Spełnienie tego kryterium jest zwykle warunkiem stosowania preferencji w podatku u źródła w odniesieniu do tzw. płatności biernych, takich jak dywidendy i odsetki. Wynika on bądź z ustawy (w odniesieniu do zwolnienia podatkowego przy wypłatach odsetek do spółki -matki lub spółki-siostry) bądź z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania. Co więcej, w praktyce organy podatkowe często przyjmują, że nawet jeśli w danym przypadku kryterium to nie wynika z przepisów (np. gdy umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania go nie przewiduje), to i tak powinno ono zostać spełnione.

W ustawie o CIT i ustawie o PIT rzeczywisty właściciel został zdefiniowany jako podmiot, który spełnia łącznie następujące warunki:

- otrzymuje należność dla własnej korzyści, w tym decyduje samodzielnie o jej przeznaczeniu i ponosi ryzyko ekonomiczne związane z utratą tej należności lub jej części,
- nie jest pośrednikiem, przedstawicielem, powiernikiem lub innym podmiotem zobowiązanym do przekazania całości lub części należności innemu podmiotowi,
- prowadzi rzeczywistą działalność gospodarczą w kraju siedziby, jeżeli należności są uzyskiwane w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą, przy czym przy ocenie, czy podmiot prowadzi rzeczywistą działalność gospodarczą, uwzględnia się charakter oraz skalę działalności prowadzonej przez ten podmiot w zakresie otrzymanej należności.

Na gruncie tej definicji w ostatnich latach narosło wiele sporów pomiędzy podatnikami (płatnikami) a organami podatkowymi. Praktyka fiskusa w tym zakresie wydaje się nadmiernie rygorystyczna, szczególnie w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej.

Wobec licznych wątpliwości co do stosowania warunku rzeczywistego właściciela, 3 lipca 2025 r. **Minister Finansów wydał objaśnienia podatkowe dotyczące stosowania tzw. klauzuli rzeczywistego właściciela dla celów podatku u źródła**.

Objaśnienia zostały wydane na podstawie art. 14a § 1 pkt 2 ustawy Ordynacja podatkowa, co oznacza, że zastosowanie się do nich przez dany podmiot nie może wywoływać dla niego negatywnych konsekwencji – podobnie jak to jest w przypadku interpretacji ogólnych i indywidualnych.

Co ważne, w odniesieniu do niektórych zagadnień podejście przedstawione przez Ministra Finansów jest korzystniejsze dla podatników niż dotychczasowa praktyka organów podatkowych. Przykładem może być zaakceptowanie w szerszym zakresie koncepcji *look through approach* (LTA). Pozwala ona w przypadku,

w którym odbiorca należności nie spełnia warunków rzeczywistego właściciela, zastosować stawkę podatku taką, jak dla kolejnego podmiotu w łańcuchu płatności. Koncepcja ta nie ma oparcia w przepisach, jednak została przyjęta w komentarzu do Konwencji Modelowej OECD i przez długi czas była powszechnie akceptowana w orzecznictwie krajowym i europejskim. Niemniej od pewnego czasu fiskus sygnalizował, że stosowanie tego rozwiązania jest nieuzasadnione – przykładem może być projekt objaśnień podatkowych Ministra Finansów z 25 września 2023 r., w których dopuszczono stosowanie LTA tylko w niektórych sytuacjach. W niektórych nowszych orzeczeniach sądowych zakwestionowano możliwość stosowania LTA co do zasady. W najnowszych objaśnieniach Minister zaakceptował jednak LTA, aczkolwiek pod pewnymi warunkami.

Obowiązki firm inwestycyjnych w świetle objaśnień podatkowych MF

Z perspektywy firm inwestycyjnych istotny jest fragment objaśnień dotyczący obowiązków tzw. płatników technicznych. Chodzi o podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych i rachunki zbiorcze, za pośrednictwem których dokonywane są płatności podlegające podatkowi u źródła.

Minister Finansów wskazał, że w celu dochowania należytej staranności płatnik techniczny powinien zgromadzić określone dokumenty, przy czym ich lista ma charakter enumeratywny.

W przypadku, w którym wypłata jest dokonywana do osoby fizycznej nieprowadzącej działalności gospodarczej, jest to certyfikat rezydencji. Przy wypłatach do osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą, oprócz certyfikatu rezydencji należy uzyskać również oświadczenie odbiorcy płatności o spełnieniu warunków rzeczywistego właściciela.

Jeszcze inaczej wygląda katalog niezbędnych dokumentów w przypadku podatników CIT (zasadniczo osób prawnych). Różni się on w zależności od rodzaju stosowanej preferencji. W każdym przypadku należy zgromadzić certyfikat rezydencji i oświadczenie beneficjenta rzeczywistego, natomiast pozostałe dokumenty zależą od podstawy preferencji podatkowej.

W przypadku preferencji wynikających z umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania, należy zgromadzić dokumenty potwierdzające spełnienie warunku powiązań kapitałowych, jeżeli taki warunek występuje (np. umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania uzależnia zastosowanie obniżonej stawki WHT od posiadania przez odbiorcę płatności określonego udziału kapitałowego w podmiocie dokonującym wypłaty).

W przypadku zwolnień z art. 21 ust. 3 i art. 21 ust. 4 ustawy o CIT (mających źródło w dyrektywach unijnych) także należy posiadać dokumenty potwierdzające spełnienie warunku powiązań kapitałowych (ustawa uzależnia od nich zastosowanie zwolnienia), a dodatkowo również oświadczenie o spełnieniu przesłanek z art. 21 ust. 3 lub art. 22 ust. 4 ustawy CIT.

Natomiast przy stosowaniu zwolnienia instytucji wspólnego inwestowania lub podmiotu prowadzącego program emerytalny z innego państwa UE lub EOG, konieczne jest uzyskanie oświad-

czenia o spełnieniu warunków zastosowania tych zwolnień. Na tym jednak obowiązki firm inwestycyjnych się nie kończą. Otóż Minister wskazał, że w przypadku wypłat do podatników CIT objętych preferencjami z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania lub zwolnieniami z art. 21 ust. 3 lub art. 22 ust. 4 ustawy CIT, płatnik techniczny musi sprawdzić, czy na podstawie wyciągu z rejestru handlowego odbiorcy należności oraz ostatniego sprawozdania finansowego wraz z opinią biegłego rewidenta (jeśli jest sporządzana), nie wynikają okoliczności sprzeczne ze złożonymi oświadczeniami. Zebrane dokumenty muszą podlegać ocenie, a ewentualne nieprawidłowości w tym zakresie mogą obciążać płatnika technicznego (firmę inwestycyjną).

Nasuwa się pytanie, **jak daleko ma sięgać taka weryfikacja**, tj. czy wystarczy ją ograniczyć do podstawowych danych o podmiocie wskazanych w przedstawionych dokumentach, a istotnych dla zastosowania danej preferencji (np. struktura udziałowa podmiotu, okres posiadania udziałów w spółce przez wspólników), czy też powinna obejmować również analizę kryterium rzeczywistego właściciela.

Wydaje się, że badanie statusu rzeczywistego właściciela również należy do obowiązków podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych lub rachunek zbiorczy, przy czym może być ograniczone do porównania otrzymanych oświadczeń z wypisem z rejestru handlowego oraz sprawozdaniem finansowym podmiotu wraz z opinią audytora.

Objaśnienia Ministra Finansów doprecyzowują, jak należy rozumieć poszczególne elementy definicji rzeczywistego właściciela.

Chodzi tu w istocie o dwie przesłanki:

- a) otrzymanie należności dla własnej korzyści i brak zobowiązania do przekazania całości lub części należności;
- b) prowadzenie rzeczywistej działalności gospodarczej.

Pierwsza przesłanka może być trudna do weryfikacji wyłącznie w oparciu o sprawozdanie finansowe i wyciąg z rejestru handlowego, aczkolwiek pewne okoliczności można w ten sposób potwierdzić. W objaśnieniach jako przykład sytuacji, w której przesłanka ta nie jest spełniona podano wypłatę przez podmiot dywidendy w takiej samej kwocie jak kwota dywidendy otrzymanej przez ten podmiot, przy braku zysków z inwestowania otrzymanej dywidendy. Tego rodzaju okoliczność może być ustalona na podstawie sprawozdania finansowego.

Natomiast badanie rzeczywistej działalności gospodarczej powinno uwzględniać szereg okoliczności faktycznych, takich jak np. posiadanie przez podmiot własnego majątku, ponoszenie kosztów działalności, zatrudnianie personelu czy samodzielne podejmowanie czynności w obrocie gospodarczym. Jednocześnie poziom wymaganego substratu majątkowo-osobowego zależy od specyfiki danego podmiotu – przykładowo w przypadku spółek holdingowych może on być mniej rozbudowany niż przy spółkach operacyjnych. Niemniej w każdym przypadku konieczna będzie szczegółowa analiza sprawozdania finansowego, na podstawie którego można ustalić szereg powyższych okoliczności. Otwarte pozostaje pytanie, czy w przypadku, w którym taka analiza nie da jednoznacznego wyniku, należy rozszerzyć ją na badanie również innych dokumentów.

ARTYKUŁ: Podatek u źródła jako wyzwanie dla firm inwestycyjnych

Co ciekawe, w objaśnieniach Minister Finansów zaakceptował stosowanie koncepcji dzielonego substratu majątkowo-osobowego, która polega na uwzględnieniu przy ocenie prowadzenia rzeczywistej działalności przez podmiot kosztów takiego substratu niezbędnego do prowadzenia tej działalności ponoszonych przez inny podmiot z siedzibą na terytorium UE. Koncepcja ta w ocenie MF może mieć zastosowanie tylko przy zwolnieniach dla dywidend, odsetek i należności licencyjnych wynikających z dyrektyw unijnych (a więc nie np. przy preferencjach wynikających z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania).

Podsumowanie

Podatek u źródła jest jednym z najbardziej kontrowersyjnych obszarów prawa podatkowego, budzącym liczne wątpliwości praktyczne i generującym spory podatników i płatników z fiskusem.

Nierzadko błędy lub nawet odmienna interpretacja przepisów skutkują nie tylko niekorzystnymi decyzjami organów podatkowych, ale również zarzutami karnoskarbowymi dla kadry zarządzającej podmiotami dokonującymi wypłat należności opodatkowanych WHT.

Szczególnie problematyczne jest badanie statusu rzeczywistego właściciela należności. Najnowsze objaśnienia podatkowe Ministra Finansów wyjaśniają niektóre wątpliwości w tym zakresie, ale skutkują też koniecznością dostosowania wewnętrznych procedur i praktyk. Dlatego warto, aby firmy inwestycyjne przeanalizowały stosowane dotychczas podejście pod kątem kryteriów zawartych w objaśnieniach. Pozwoli to nie tylko na zmniejszenie ryzyka powstania zaległości podatkowych, ale również ograniczy ryzyko odpowiedzialności karnoskarbowej.



FIDA – unijna konkurencyjność kosztem lokalnych podmiotów?

mec. Jarosław Kubiak, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich

2 września 2025 r. Izba Domów Maklerskich opublikowała Stanowisko dot. projektu rozporządzenia Financial Data Access (FIDA/ Open Finance) – dostęp do danych finansowych. Dokument przedstawia stanowisko IDM dotyczące projektu rozporządzenia FIDA (Financial Data Access) opublikowanego przez Komisję Europejską 28 czerwca 2023 r., rozpatrywanego w Radzie UE w ramach Grupy Roboczej ds. Usług Finansowych i Unii Bankowej. To unijne rozporządzenie ma w intencji unijnej min. ułatwić dostęp do danych finansowych klientów przez zewnętrzne firmy. Ale czy FIDA to nie koń trojański dla lokalnych rynków?

W przygotowanym stanowisku Izba Domów Maklerskich wyraziła swoje zastrzeżenia dotyczące zakresu przepisów i wskazała na kluczowe ryzyka i problemy związane z proponowaną regulacją. W opinii IDM projekt utrudni realizację celu Unii Oszczędności i Inwestycji, jakim jest większe zaangażowanie oszczędności obywateli UE w inwestycje oraz zwiększenie finansowania sektora MŚP. Projekt sprzyja bowiem koncentracji po stronie globalnych podmiotów i zmarginalizuje lokalne firmy inwestycyjne, ograniczając ich zdolność do pozyskiwania kapitału dla krajowych firm MŚP oraz obsługi lokalnych inwestorów. Poniżej kluczowe argumenty w debacie.

1. Ograniczenie konkurencyjności i ryzyko marginalizacji lokalnych firm inwestycyjnych

Jednolity dostęp do ustandaryzowanych zbiorów danych zwiększy koncentrację na rynku firm inwestycyjnych z korzyścią dla podmiotów globalnych kosztem marginalizacji lokalnych firm. W efekcie zmniejszy się zdolność krajowych rynków kapitałowych do finansowania firm sektora MŚP uznawanego za siłę napędową europejskich gospodarek. W lokalne firmy inwestuje przede wszystkim lokalny kapitał przy wsparciu lokalnych i regionalnych firm inwestycyjnych. Ponadto, istnieje ryzyko marginalizacji lokalnie dopasowanej oferty dla inwestorów detalicznych. Jednolity dostęp do zharmonizowanych zbiorów danych umożliwi bowiem globalnym grupom masowe powielanie i ujednolicanie produktów kosztem usług dostosowanych do specyfiki krajowych klientów. Realizacja celów oszczędnościowych inwestorów detalicznych stanie się trudniejsza, ponieważ oferta doradcza i produktowa dla mniej zamożnych i mniej doświadczonych klientów ulegnie ograniczeniu, a rosnące koszty zgodności regulacyjnej i technologiczne podniosą ceny usług.

2. Wysokie koszty i brak rekompensaty

Projekt podwyższy istotnie nakłady technologiczne, nie zapewniając pełnej rekompensaty kosztów udostępniania danych. Firmy będą musiały zaprojektować i utrzymywać API, czyli interfejsy programistyczne do bezpiecznej wymiany danych, wdrożyć narzędzia



do zarządzania zgodami klientów, spełnić podwyższone wymogi cyberbezpieczeństwa dla sieci, aplikacji i baz danych, prowadzić stałe monitorowanie i reagowanie na incydenty oraz utrzymywać ciągłą zgodność z FIDA, RODO i regulacjami sektorowymi przez audyty, sprawozdawczość i testy, co ograniczy środki na rozwój usług inwestycyjnych i doradczych dla klientów detalicznych i przedsiębiorstw.

Projekt nie zapewnia odpowiedniej rekompensaty za udostępnianie danych. Mechanizmy opłat w schematach udostępniania danych FDSS nie pokrywają rzeczywistych kosztów infrastruktury, utrzymania i audytów, co pogłębia przewagę kapitałową i technologiczną największych grup kapitałowych nad mniejszymi firmami lokalnymi.

3. Wyższe ryzyko naruszeń bezpieczeństwa danych i spadek zaufania klientów

IDM ocenia, że wzrośnie ryzyko incydentów bezpieczeństwa oraz spadnie zaufanie klientów detalicznych i przedsiębiorstw do dostawców usług finansowych i do rynku jako całości. Większa liczba podmiotów z dostępem do szerokich zbiorów danych klientów zwiększy skutki naruszeń i błędów operacyjnych, prowadząc do wycieków informacji, kradzieży tożsamości i ograniczenia aktywności inwestycyjnej. IDM zwraca również uwagę na ryzyko dostępu do danych finansowych przez podmioty spoza UE, w tym duże międzynarodowe firmy technologiczne (Big Tech).

4. Niższa skuteczność nadzoru

Izba ocenia, że skuteczność nadzoru spadnie. Wzrośnie liczba uprawnionych podmiotów, złożonych transgranicznych łańcuchów przetwarzania oraz kategorii danych, co utrudni bieżące monitorowanie, egzekwowanie i wymianę informacji. Zwiększy to ryzyko arbitrażu regulacyjnego, czyli wykorzystywania różnic między jurysdykcjami oraz osłabi zaufanie do rynku.

OPINIA IDM na temat Retail Investment Strategy (RIS)

18 lipca 2025 r. IDM wydała Opinię na temat Retail Investment Strategy (RIS) w zakresie zagadnień objętych drugim trylogiem politycznym zaplanowanym na wrzesień 2025 r.

tj.: (i) Klasyfikacja klientów, (ii) Dokumenty informacyjne PRIIPs, (iii) Wymogi zawodowe dla doradców inwestycyjnych, (iv) Marketing i finfluencerzy.

I. KLASYFIKACJA KLIENTÓW

1. Obniżenie liczby transakcji wymaganych do uzyskania statusu klienta profesjonalnego.

Izba popiera propozycję klasyfikacji klienta profesjonalnego na podstawie obniżonego poziomu transakcyjnego do 30 transakcji rocznie z obecnych 40 transakcji. Ta zmiana umożliwi łatwiejszy dostęp do statusu klienta profesjonalnego inwestorom, którzy inwestują rzadziej, lecz realizują większe transakcje, np. tzw. „aniołowie biznesu” – osoby prywatne inwestujące duże środki w projekty przedsiębiorstw.

2. Samodzielne kryterium pojedynczej transakcji.

IDM popiera wprowadzenie możliwości uzyskania statusu klienta profesjonalnego na podstawie realizacji jednej dużej transakcji o wartości co najmniej 250 tys. EUR. To uprości procedury i formalności dla klientów dokonujących znaczących jednostkowych inwestycji.

3. Łączenie wartości transakcji z niższą częstotliwością.

Izba proponuje wprowadzenie możliwości łączenia wysokiej wartości transakcji z niższą częstotliwością ich dokonywania, co ułatwi klasyfikację klientów realizujących mniej liczne, lecz znaczące inwestycje.

4. Zachowanie wymogu istotności transakcji (significant size).

Izba uważa, że konieczne jest utrzymanie kryterium istotności transakcji, czyli wymogu dokonywania inwestycji o odpowiednio dużej wartości. Pozwala to uniknąć sytuacji, gdy osoby dokonujące wielu drobnych transakcji, lecz bez wystarczającego doświadczenia, są nieprawidłowo klasyfikowane jako klienci profesjonalni.

5. Obniżenie progu wartości portfela inwestycyjnego.

IDM popiera obniżenie progu wartości portfela inwestycyjnego klienta z obecnych 500 tys. EUR do 250 tys. EUR. Wartość ta powinna być oceniana w chwili składania wniosku przez klienta, nie zaś jako średnia z ostatnich trzech lat. Ułatwi to proces uzyskania statusu klienta profesjonalnego na mniejszych rynkach, takich jak polski.

6. Rozszerzenie zakresu doświadczenia zawodowego.

Izba opowiada się za rozszerzeniem kryterium doświadczenia zawodowego na doświadczenie inwestycyjne zdobyte także poza branżą finansową, co pozwoli uwzględnić inwestorów z faktyczną wiedzą praktyczną, lecz bez formalnego doświadczenia w sektorze finansowym.

7. Edukacja, szkolenia jako kryterium dodatkowe.

IDM postuluje traktowanie edukacji lub certyfikowanych szkoleń jako kryterium dodatkowego. Kryterium to ma znaczenie tylko w połączeniu z innymi kryteriami, takimi jak liczba transakcji, ich istotna wartość lub wartość portfela. Samo ukończenie edukacji lub szkolenia nie uprawnia do nadania statusu klienta profesjonalnego.

8. Nowa kategoria klientów profesjonalnych (menedżerowie firm inwestycyjnych i funduszy).

IDM opowiada się za automatycznym uznawaniem członków zarządów i menedżerów firm inwestycyjnych oraz funduszy inwestycyjnych za klientów profesjonalnych, ponieważ posiadają oni odpowiednie kwalifikacje zawodowe.

II. DOKUMENTY INFORMACYJNE PRIIPS (informacje o produktach inwestycyjnych)

1. Wprowadzenie sekcji „Produkt w skrócie” (Product at a glance).

Izba popiera umieszczanie na początku dokumentów inwestycyjnych krótkiego podsumowania najważniejszych informacji o produkcie, co ułatwi inwestorom detalicznym zrozumienie podstawowych cech inwestycji oraz porównywanie różnych produktów.

2. Informacja o gwarancjach finansowych.

IDM popiera zamieszczanie informacji o gwarancjach finansowych w sposób krótki i czytelny, wskazujący ich obecność, podmiot udzielający gwarancji oraz jej ogólny charakter.

3. Sekcja dotycząca zrównoważoności (Sustainability).

Izba podtrzymuje konieczność utrzymania sekcji dotyczącej zrównoważoności, która pomoże inwestorom detalicznym wybierać produkty zgodne z ich oczekiwaniami odnośnie do zrównoważonych inwestycji.

4. Wyniki historyczne zamiast scenariuszy przyszłych wyników.

Izba proponuje, aby w dokumentach informacyjnych dotyczących produktów inwestycyjnych (PRIIPs) prezentacja wyników historycznych była stosowana wyłącznie wtedy, gdy przedstawienie potencjalnych przyszłych scenariuszy wyników może być mylące dla inwestora, np. w przypadku produktów charakteryzujących się wysoką zmiennością lub niestabilnością, gdzie przewidywania mogą okazać się mało wiarygodne.

5. Zmiana terminu „scenariusze wyników”.

Izba rekomenduje używanie określenia „odpowiednie informacje o wynikach” zamiast „scenariusze wyników”, co wyraźniej wskazuje inwestorom, że dane te są orientacyjne, a nie gwarantujące przyszłe rezultaty.

III. WYMOGI ZAWODOWE DLA DORADCÓW INWESTYCYJNYCH

1. Wymóg 15 godzin szkoleń rocznie.

Izba opowiada się za utrzymaniem obecnego wymogu szkoleniowego na poziomie minimum 15 godzin rocznie dla doradców inwestycyjnych, uznając go za wystarczający do utrzymania odpowiedniego poziomu wiedzy doradców.

2. Brak obowiązkowych dodatkowych godzin szkoleniowych ESG.

IDM uważa, że nie ma potrzeby wprowadzania odrębnych wymogów szkoleniowych dotyczących zrównoważonych inwestycji (ESG), gdyż obecne standardy są wystarczające.

3. Szkolenia poza godzinami pracy.

Izba nie popiera ograniczeń dotyczących realizowania szkoleń wyłącznie w godzinach pracy, uznając, że mogłoby to stworzyć niepotrzebne trudności organizacyjne.

IV. MARKETING I FINFLUENCERZY

1. Brak szczegółowych wymogów technicznych dla marketingu.

Izba rekomenduje, aby – dla zapewnienia elastyczności wobec dynamicznie zmieniających się technologii – nie narzucać szczegółowych wymogów technicznych (np. QR kody) na poziomie regulacji podstawowej.

2. Jasny podział odpowiedzialności marketingowej.

Izba popiera jasny podział odpowiedzialności: producenci odpowiadają za treść komunikatów marketingowych, natomiast dystrybutorzy za sposób ich wykorzystania.

3. Regulacje dotyczące finfluencerów.

IDM uważa, że działania finfluencerów powinny być objęte ogólnymi regulacjami marketingowymi, bez wprowadzania odrębnych szczegółowych regulacji.

**Forum Firm
Inwestycyjnych**

Technologie i regulacje a potrzeby klienta

20 listopada 2025 r.

Centrum Giełdowe (Sala Notowań), Warszawa, ul. Książęca 4

Czy AI może być konkurencją dla analityków i zarządzających? Jaki będzie wpływ sztucznej inteligencji na modele biznesowe i obsługę klientów? Kiedy aktywa cyfrowe przebiją kapitalizację giełdy Euronext? O tym i o innych tematach związanych z inwestowaniem będzie dyskutować branża maklerska podczas Forum Firm Inwestycyjnych – konferencji praktyków rynku kapitałowego. W gronie liderów branży, doradców, firm informatycznych, kancelarii prawnych, a także przedstawicieli administracji publicznej będziemy dyskutować o trendach regulacyjnych i technologicznych, a także ich wpływie na modele biznesowe firm inwestycyjnych i relacje z klientami.

Gospodarzem wydarzenia jest Izba Domów Maklerskich.

Główne tematy

- Wpływ sztucznej inteligencji na modele biznesowe i obsługę klientów.
- AI w wycenie spółek giełdowych i zarządzaniu aktywami. Czy analitycy i zarządzający mają konkurencję?
- Cyfrowe aktywa – obietnica przyszłości czy nowe źródła ryzyka?
- Cyberbezpieczeństwo – rola AI w wykrywaniu nadużyć i ochronie rynku.
- Tokenizacja instrumentów finansowych – szanse i wyzwania ery blockchain.
- Gamifikacja i aplikacje mobilne – granica między motywowaniem a wpływaniem na decyzję klienta.
- Compliance – jak zbudować silne struktury nadzoru w zgodzie z innowacjami?
- Wykorzystanie nowych technologii i oczekiwania klientów – co z regulacjami?

Uczestnicy konferencji

- Kadra kierownicza biur i domów maklerskich, banków, funduszy inwestycyjnych.
- Doradcy inwestycyjni, analitycy, maklerzy, inspektorzy nadzoru, prawnicy, firmy konsultingowe.
- Giełdy i instytucje rozliczające.
- Firmy technologiczne.
- Administracja rządowa (m.in. Komisja Nadzoru Finansowego, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Cyfryzacji).

EDUKACJA FINANSOWA

Według badania Poziom wiedzy finansowej Polaków (Fundacja GPW i Warszawski Instytut Bankowości) Polacy wciąż widzą potrzebę edukacji ekonomicznej. Średnia ocena własnej wiedzy ekonomicznej badanych wynosi 2,92, przy czym 33% ocenia swoją wiedzę jako bardzo i raczej małą, zaś 30% jako dużą i bardzo dużą. Dlatego Izba Domów Maklerskich wspiera różne inicjatywy promujące edukację ekonomiczną. W br. objęliśmy patronatem Olimpiadę wiedzy o finansach „Finansomania”, organizowaną przez Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

Głównym celem Olimpiady jest pobudzanie i rozwijanie zainteresowań uczniów dotyczących zagadnień finansowych. Popularyzacja wiedzy o finansach przyczynia się do zwiększenia świadomości finansowej wśród młodego pokolenia, a praktyczne wykorzystanie wiedzy finansowej zminimalizuje ryzyko podejmowania nieracjonalnych i negatywnych decyzji finansowych w przyszłości.

Olimpiada ma zasięg ogólnokrajowy, a udział w niej jest bezpłatny. Wydarzenie cieszy się dużą popularnością wśród uczniów i ich nauczycieli. Uczestnicy konkursu mogą przystąpić do etapu I – szkolnego i II – okręgowego z dowolnego miejsca, pod warunkiem spełnienia wymogów regulaminowych. Etap III – centralny odbywa się w Uniwersytecie Ekonomicznym w Poznaniu, gdzie podczas Gali finałowej ogłaszane są wyniki i wręczane nagrody.

Tytuł tegorocznej olimpiady to: „Poznaj Finanse – Zrozum Państwo”. Tematem przewodnim IV edycji są Finanse Publiczne. Program Olimpiady dotyczy tematyki zarządzania finansami, w tym takich zagadnień jak: finanse osobiste, finanse przedsiębiorstw, finanse publiczne, finanse międzynarodowe, bankowość, ubezpieczenia, rynek finansowy, w tym giełda, pośrednictwo i doradztwo finansowe, nadzór finansowy, bezpieczeństwo finansowe, rachunkowość finansowa oraz technologie finansowe.

Olimpiada została wpisana do wykazu MEN turniejów i olimpiad tematycznych związanych z wybraną dziedziną wiedzy uprawniających do zwolnienia z przystąpienia do części pisemnej egzaminu zawodowego w roku szkolnym 2024/2025 i 2025/2026. Tytuł laureata lub finalisty konkursu daje przepustkę na studia na wybranych uczelniach. Uczelnie, które przyjmują laureatów i finalistów olimpiady to Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Uniwersytet Rzeszowski, Uniwersytet Opolski, Uniwersytet Gdański,

Uniwersytet w Białymstoku, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Uniwersytet Szczeciński i Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

Partnerami Olimpiady, poza IDM, są Warszawski Instytut Bankowości, Krajowe Centrum Edukacji Ekonomicznej oraz Polska Akademia Nauk – Komitet Nauk o Finansach, a także Narodowy Bank Polski, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Fundacja Santander, Fundacja GPW, Fundacja PFR i Krajowa Izba Doradców Podatkowych.



UNIWERSYTET EKONOMICZNY W POZNANIU

FINANSOMANIA
OGÓLNOPOLSKA OLIMPIADA
WIEDZY O FINANSACH

2026

Ogólnopolska Olimpiada Wiedzy o Finansach „Finansomania” IV edycja

Tematem przewodnim
IV edycji są
**FINANSE
PUBLICZNE**

Poznaj Finanse – Zrozum Państwo

WYKAZ TURNIEJÓW	
ZGŁOSZENIA	01.10.2025 – 30.11.2025 r.
I ETAP	12.12.2025 r.
II ETAP	16.01.2026 r.
III ETAP	17.04.2026 r.

finansomania.edu.pl

Olimpiada od roku 2024/2025 znajduje się w wykazie turniejów i olimpiad tematycznych

PATRONATY IDM

XVI Kongres Certyfikowanych Doradców Finansowych EFPA – „ZDROWIE FINANSOWE W PRAKTYCE. 7 dobrych nawyków budujących bezpieczeństwo i przyszłość Klientów”.

17 i 23 października 2025 r.

W programie Kongresu m.in.:

- prezentacja poglądów, rekomendacji i praktycznych rozwiązań dotyczących zwiększania bezpieczeństwa finansowego, spokoju emerytalnego i zamożności Polaków,
- ogłoszenie Manifestu Zdrowych Finansów Osobistych wg EFPA Polska
- zaproszenie do Partnerstwa na rzecz Zdrowia Finansowego
- prezentacja wyników 1. europejskiego badania zdrowia finansowego, zrealizowanego z inicjatywy EFPA Europa,
- publikacja wyników najnowszych badań dotyczących oszczędzania i inwestowania wśród młodego pokolenia,
- wspólne wystąpienie z apelem o profilaktykę zdrowia finansowego skierowanym do Polek i Polaków.

Więcej na:

<https://efpa.pl/aktualnosci/xvi-kongres-efpa-polska-save-the-date/>

**Konkurs The Best Annual Report
październik 2025 r.**

IDM Patronem Wspierającym „The Best Annual Report”, to konkurs na najlepszy raport roczny pod względem wartości użytkowej dla akcjonariuszy i inwestorów. O nagrodę ubiegają się spółki z rynku regulowanego, przygotowujące skonsolidowane raporty roczne wg MSSF/MSR oraz spółki z rynku alternatywnego, sprawozdające wg MSSF/MSR lub Ustawy o Rachunkowości. Jest to przedsięwzięcie niekomercyjne, służące środowisku i kształtowaniu dobrych praktyk w sprawozdawczości finansowej spółek publicznych, co wpływa na zwiększenie bezpieczeństwa rynku kapitałowego w Polsce.

Więcej na:

<https://irip.pl/the-best-annual-report>

**Ogólnopolska Olimpiada Wiedzy o Finansach „Finansomania”
1.10.2025r. – 17.04.2026 r.**

IDM Partnerem Ogólnopolskiej Olimpiady Wiedzy o Finansach „Finansomania” organizowanej przez Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu. Celem wydarzenia jest poszerzenie wiedzy o współczesnych finansach oraz pobudzanie i rozwijanie zainteresowań

uczniów dotyczących zagadnień finansowych. Olimpiada uzupełnia krajową ofertę olimpiad i konkursów skierowanych do uczniów szkół ponadpodstawowych.

Więcej na:

<https://finansomania.edu.pl/>

**Izba Domów Maklerskich z patronatem instytucjonalnym nad
14. edycją Konferencji CFA Society Poland Annual Conference
18 listopada 2025 r.**

Tegoroczna edycja skupi się na kluczowych obszarach, które definiują naszą teraźniejszość i kształtują przyszłość: od wpływu globalnej geopolityki na strategię inwestycyjne, przez cyberbezpieczeństwo infrastruktury finansowej, po rewolucję związaną z aktywami cyfrowymi i ewolucję inwestowania indeksowego.

Więcej na:

<https://events.cfapoland.org/konferencja>

**XI Kongres Bankowości Inwestycyjnej i Korporacyjnej
12-13 listopada 2025 r.**

IDM partnerem Kongresu Bankowości Korporacyjnej i Inwestycyjnej (KBKil) – inicjatywy Europejskiego Kongresu Finansowego, skoncentrowanej na dyskusji o finansowaniu i wspieraniu przedsiębiorstw przez prywatne i publiczne instytucje finansowe i rozwojowe, ze szczególnym uwzględnieniem potrzeb i oczekiwań stawianych rynkowi finansowemu przez przedsiębiorców i inwestorów.

Więcej na:

<https://www.efcongress.com/kbk/>

**V edycja badania „Polak Inwestor 2025”
listopad 2025 r.**

Izba Domów Maklerskich partnerem badania i raportów „Polak Inwestor 2025”. Raport „Polak Inwestor 2025” ukaże się w listopadzie br. Będzie uzupełniony o suplement „Polki i ich inwestycje 2025”, szczegółowo omawiający różnice w podejściu do finansów i inwestowania między kobietami a mężczyznami oraz to co różni kobiety inwestorki od kobiet, które nie weszły na ścieżkę inwestowania.

Więcej o badaniu i raportach oraz możliwość udziału w badaniu 2025 dostępne są pod linkiem:

www.polak-inwestor.pl

*Wspieramy rozwój rynku kapitałowego
dla dobra polskiej gospodarki i obywateli*



IZBA DOMÓW MAKLESKICH

Kim jesteśmy

Izba Domów Maklerskich jest samorządową organizacją firm inwestycyjnych działającą w interesie rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Reprezentujemy największe krajowe firmy inwestycyjne w tym: 9 największych bankowych biur maklerskich i 10 firm inwestycyjnych, którzy łącznie odpowiadają za 99% wolumenu obrotu lokalnego (akcjami, obligacjami, kontraktami terminowymi) na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wśród lokalnych członków Giełdy.

Od 30 lat prezentujemy publicznie rekomendacje i opinie mające wpływ na rozwój rynku kapitałowego i warunki działania firm inwestycyjnych, prowadzimy działalność szkoleniową dla zwiększenia poziomu profesjonalnego pracowników branży, organizujemy konferencje promujące rozwój rynku kapitałowego, współpracujemy z rządem i organizacjami rynku kapitałowego na rzecz rozwoju otoczenia regulacyjnego sprzyjającego pozyskiwaniu kapitału przez przedsiębiorstwa na cele rozwojowe oraz pomnażaniu oszczędności obywateli.

Co robimy

Reprezentacja i zajmowanie stanowisk w imieniu i na rzecz członków

- Reprezentujemy członków Izby – jesteśmy głosem branży firm inwestycyjnych w Polsce.
- Pracujemy na rzecz budowania właściwego środowiska regulacyjnego służącego rozwojowi polskiego rynku kapitałowego i budowie konkurencyjnej gospodarki.
- Współpracujemy z rządem, organizacjami rynku kapitałowego oraz instytucjami europejskimi.

Promocja rynku kapitałowego i jego uczestników – udział w debacie publicznej

- Pomagamy społeczeństwu w zrozumieniu roli rynku kapitałowego oraz jego użyteczności zarówno dla społeczeństwa, jak i gospodarki poprzez publiczne opinie i wystąpienia.
- Organizujemy konferencje branżowe, w tym flagową Konferencję Rynku Kapitałowego.
- Co kwartał publikujemy Magazyn IDM – czasopismo branżowe, w którym eksperci rynku kapitałowego poruszają aktualne zagadnienia istotne dla rynku kapitałowego.
- Bierzmy udział w branżowych, politycznych, społecznych i edukacyjnych debatach.
- Jesteśmy Partnerem Instytucjonalnym takich wydarzeń jak: Europejski Kongres Gospodarczy w Katowicach czy Europejski Kongres Finansowy w Sopocie.

Działalność szkoleniowa

- Prowadzimy działalność szkoleniową dla zwiększania poziomu profesjonalnego pracowników branży biur i domów maklerskich.
- Organizujemy kursy, tematyczne warsztaty i śniadania biznesowe.
- Prowadzimy szkolenia online e-learning: serwis dla branży firm inwestycyjnych w zakresie spełnienia wymogów MIFID.

Wsparcie dla członków

- Działając jako forum dyskusji i platforma wypracowywania wspólnych stanowisk i opinii organizujemy prace grup roboczych i stałych komitetów.
- Wspieramy członków Izby w rozwiązywaniu wyzwań regulacyjnych i biznesowych i w dostosowywaniu się do nowych przepisów.
- Cyklicznie wysyłamy do członków mailowe aktualizacje regulacyjne i rynkowe.
- Co miesiąc członkowie otrzymują Newsletter IDM informujący o działalności Izby, najnowszych wydarzeniach branżowych i działaniach regulacyjnych.

Izba jest członkiem:



European Forum of Securities Associations (EFSA).

<https://efsa-securities.eu/>



International Council of International Associations (ICSA).

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.

Przynależność do IDM jest dobrowolna.

Chcesz zostać członkiem Izby Domów Maklerskich?

Chcesz mieć wpływ na przyszłość rynku kapitałowego i kształt przepisów prawa? Chcesz uzyskać dostęp do wydarzeń organizowanych przez Izbę i dodatkowych możliwości nawiązywania kontaktów branżowych i biznesowych?

Zostań częścią aktywnej społeczności wspierającej rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Dołącz do Izby Domów Maklerskich jako członek zwykły lub wspierający.

Członek Zwykły

Członkiem Zwykłym IDM może zostać krajowy dom lub biuro maklerskie prowadzące działalność maklerską na terytorium Polski.

Członek Wspierający

Członkiem Wspierającym może zostać każdy podmiot, który podziela cele Izby Domów Maklerskich a nie spełnia warunków uzyskania członkostwa zwykłego Izby Domów Maklerskich tj. nie jest biurem maklerskim ani domem maklerskim. Członkami wspierającymi nie mogą być firmy inwestycyjne ani osoby fizyczne. Członek Wspierający nie ma prawa głosu na Walnym Zgromadzeniu IDM.

O IZBIE

Uzyskanie członkostwa następuje po złożeniu pisemnej deklaracji przystąpienia do Izby wraz z zobowiązaniem przestrzegania Statutu, uchwał władz Izby i Kodeksu Dobrej Praktyki Domów Maklerskich oraz po uzyskaniu pozytywnej opinii Zarządu Izby. Rada Domów Maklerskich podejmuje decyzję w sprawie przyjęcia w poczet członków Izby nie później niż 30 dni od spełnienia wszystkich wskazanych warunków.

Dlaczego warto być członkiem Izby Domów Maklerskich

Oferujemy:

- Udział w opiniowaniu projektów aktów prawnych przekazywanych w ramach konsultacji krajowych i unijnych.
- Uczestnictwo w szkoleniach, śniadaniach biznesowych i konferencjach organizowanych przez IDM na warunkach dla członków Izby.
- Możliwość pracy w grupach roboczych i komitetach IDM.
- Udział w spotkaniach roboczych z administracją rządową, GPW czy KDPW.
- Comiesięczny Newsletter IDM – informujący o najnowszych wydarzeniach branżowych i działaniach regulacyjnych.
- Udział w spotkaniach integracyjnych i możliwości wymiany doświadczeń z innymi członkami Izby.
- Pomoc w rozwiązywaniu wyzwań regulacyjnych i biznesowych oraz dostosowywaniu się do nowych przepisów.

Zostań członkiem Izby Domów Maklerskich:

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

KONTAKT:

Izba Domów Maklerskich
Ul. Kopernika 17
00-359 Warszawa
Tel.: 22 828-14-02/03
e-mail: biuro@idm.com.pl
www.idm.com.pl

