

Listy zastawne – instrument, którego po prostu nie mogło zabraknąć

Ludmiła Falak-Cyniak

Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego S.A.

Czas, by Polska miała własny Komitet Bachara

Roy Regev

Członek Zarządu BETA TFI S.A.

Różnorodność to nie trend To warunek efektywności rynku

Dominika Niewiadomska-Siniecka

Członkini Zarządu GPW w Warszawie S.A.

Integracja Wytycznych EBA/GL/2024/14 z Procesami AML w instytucjach finansowych

mec. Katarzyna Majer-Gębska

radca prawny, Managing Counsel,
kancelaria Sadkowski i Wspólnicy

„Paszportowanie” usług maklerskich

mec. Paweł Frańczak

adwokat, PFLAW Advocates&Partners



- str. 3 **Izba Domów Maklerskich z misją wspierania rozwoju rynku kapitałowego dla dobra polskiej gospodarki i obywateli**
I. posiedzenie Rady Programowej KRK'26
Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich
- str. 4 **Listy zastawne – instrument, którego po prostu nie mogło zabraknąć**
Ludmiła Falak-Cyniak, Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego nadzorująca Obszar Bankowości Korporacyjnej i Inwestycyjnej
- str. 6 **Czas, by Polska miała własny Komitet Bachara**
Roy Regev, Członek Zarządu BETA TFI SA
- str. 8 **Wspieramy różnorodność – kobiety rynku kapitałowego: Różnorodność to nie trend. To warunek efektywności rynku.**
Dominika Niewiadomska-Siniecka, Członkini Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie
- str. 10 **Integracja Wytycznych EBA/GL/2024/14 z Procesami AML w instytucjach finansowych**
mec. Katarzyna Majer-Gębska, radca prawny, Managing Counsel, kancelaria Sadkowski i Wspólnicy
- str. 13 **„Paszportowanie” usług maklerskich**
mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners
- str. 16 **Firma inwestycyjna jako one stop shop – czyli platformizacja usług finansowych we współpracy z FinTechami**
Kacper Czyżewski, radca prawny, Karwasiński Szpringer i Wspólnicy sp. j.
- str. 18 **Rozszerzenie zwolnienia podatkowego dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych**
dr Grzegorz Keler, adwokat, partner w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, adiunkt na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego

Barbara Błaszczak, Associate w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, doktorantka w Szkole Doktorskiej Nauk Społecznych Uniwersytetu Warszawskiego w dyscyplinie nauki prawne
- str. 20 **Stanowiska IDM**
- str. 23 **Działania edukacyjne członków IDM**
- str. 26 **Forum Firm Inwestycyjnych – fotorelacja**
- str. 28 **CSDonDLT – technologiczna rEwolucja rynku kapitałowego**
Maciej Trybuchowski, Prezes Zarządu KDPW i KDPW_CCP
- str. 30 **Forum Firm Inwestycyjnych – Barometr nastrojów**
Tomasz Bilczyński, Dyrektor Obszaru Domów i Biur Maklerskich, Accenture Polska
- str. 32 **Patronaty IDM**
- str. 33 **Szkolenia IDM**

Redakcja: Zespół IDM

Ostatnie miesiące 2025 r. to czas konferencji. Izba Domów Maklerskich – w ramach realizacji swojej misji promocji rozwoju rynku kapitałowego – jest gospodarzem kilku kluczowych wydarzeń konferencyjnych. W listopadzie br. zainaugurowaliśmy cykliczną konferencję na temat wyzwań technologicznych i regulacyjnych w kontekście potrzeb klienta – Forum Firm Inwestycyjnych – Technologie i regulacje a potrzeby klienta. Przed nami flagowa 26. Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej. Przygotowania do wydarzenia ruszyły pełną parą. Mamy nadzieję, że jak co roku, najbliższa konferencja będzie okazją do głębokich merytorycznych dyskusji o przyszłości rynku i jego roli w gospodarce. Wnioski z debat i paneli będą przekazane stosownym organom publicznym z nadzieją na wdrożenie oczekiwanych przez praktyków rynku zmian.

26. Konferencja Rynku Kapitałowego (KRK'26), 8–11 marca 2026 r. Hotel Bukovina & Spa, Bukowina Tatrzańska.

Konferencja Rynku Kapitałowego (KRK'26) to jedno z najważniejszych wydarzeń biznesowych w Polsce, stanowiące platformę debaty między czołowymi przedstawicielami administracji rządowej a kluczowymi uczestnikami rynku finansowego. Celem konferencji jest wspieranie rozwoju rynku kapitałowego i promowanie rozwiązań służących finansowaniu innowacyjnych polskich firm oraz pomnażaniu oszczędności społeczeństwa.

Program konferencji obejmie szeroki zakres zagadnień od zmian regulacyjnych, rozwoju sztucznej inteligencji i nowych technologii, poprzez rosnący wpływ inwestorów detalicznych, ewolucję rynków prywatnych aż po finansowanie transformacji energetycznej i zrównoważonego rozwoju. Szczególne miejsce zajmie dyskusja o Unii Oszczędności i Inwestycji, która może mieć ogromny wpływ na przyszłość europejskiego oraz polskiego rynku kapitałowego. To prestiżowe wydarzenie gromadzi co roku liderów administracji rządowej i rynku finansowego, organizacji branżowych, firm prawnych i doradczych oraz wpływowe osobistości świata nauki i biznesu. Prelegenci podzielą się swoją wiedzą i pomysłami jak nadać nowy impet rozwojowi rynku kapitałowego Polsce i w Europie.



**Hasło przewodnie najbliższej konferencji:
Budzimy rynek kapitałowy!**

Waldemar Markiewicz, Prezes Izby Domów Maklerskich

I. posiedzenie Rady Programowej KRK'26

Za merytoryczny kształt konferencji odpowiada Rada Programowa, która współtworzy agendę wydarzenia, rekomenduje kluczowych prelegentów i partnerów oraz wskazuje obszary wymagające szczególnej uwagi. Pierwsze spotkanie Rady odbyło się już na początku października br. I. posiedzenie Rady Programowej Konferencji zgromadziło ponad 50 uczestników, przedstawicieli czołowych instytucji i firm rynku kapitałowego.

Izbę w trakcie posiedzenia reprezentował Waldemar Markiewicz, Prezes Izby, który wprowadził audytorium w tematykę najbliższej konferencji.



Bardzo dziękuję za tak liczne przybycie na I posiedzenie Rady Konferencji. Konferencja Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej to nasze wspólne przedsięwzięcie – miejsce, gdzie administracja rządowa spotyka się z przedstawicielami branży papierów wartościowych, gdzie pomysły na regulacje poddawane są twardej weryfikacji praktyków rynku. To tu wykluwają się nowe pomysły i kształtują idee zmian na rynku. Ta konferencja – siłą jej uczestników – ma realny wpływ na przyszłość rynku kapitałowego w Polsce, powiedział Waldemar Markiewicz, Prezes IDM.

W I. posiedzeniu Rady wzięli udział przedstawiciele rządu, nadzorczy i regulatora, którzy zadeklarowali współpracę przy konferencji. Pierwsze deklaracje partnerstwa zgłosili:

Accenture, Asseco, Bank Gospodarstwa Krajowego, Bank Pekao, Bank PKO BP, ING Bank Śląski, DM BOŚ, e-Point, Giełda Papierów Wartościowych, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, PZU TFI, Santander TFI, TFI VIG/C-Quadrat, Związek Banków Polskich, XTB.



Listy zastawne – instrument, którego po prostu nie mogło zabraknąć

Ludmiła Falak-Cyniak, Wiceprezes Zarządu PKO Banku Polskiego nadzorująca Obszar Bankowości Korporacyjnej i Inwestycyjnej



Listy zastawne oferowane klientom detalicznym w ramach prospektu emisyjnego wypełniają lukę na rynku kapitałowym. Emisja PKO Banku Hipotecznego zakończyła się przed czasem – w ciągu 9 dni klienci kupili papiery o wartości 1,155 mld zł. Największym zainteresowaniem cieszyły się one wśród klientów o średnim profilu ryzyka. Dlaczego ten instrument ma tak duży potencjał?

Prosty proces – od zapisu do Catalyst

Klienci mogli zapisać się i zdeponować listy zarówno na rachunku maklerskim, jak i na rejestrze – bez konieczności otwierania tego pierwszego. Mogli również złożyć dyspozycję zdeponowania papierów na rachunku w innej instytucji. Tym samym klienci mieli pełną swobodę wyboru. Cały proces, od rozpoczęcia oferty do debiutu na Catalyst, zamknął się w październiku.

Ten projekt dał mi ogromną satysfakcję – dzięki niemu w portfelu Grupy Kapitałowej PKO Banku Polskiego mamy kolejną propozycję inwestycyjną dla klientów detalicznych.

Dlaczego warto?

Wyobraźmy sobie osobę, która oszczędza na konkretny cel, np. zakup działki czy samochodu, ale nie wie, kiedy to nastąpi. W takiej sytuacji pieniądze nie są inwestowane, a tym samym nie przynoszą klientom odpowiedniej stopy zwrotu. Dotyczy to również klientów, którzy chcą mieć oszczędności „pod ręką”.

W tym przypadku zakup listu zastawnego może być znacznie lepszym rozwiązaniem. Kupujemy papier w emisji pierwotnej

lub na rynku wtórnym Catalyst i otrzymujemy odsetki w terminach wypłaty. Jeśli potrzebujemy pieniędzy szybciej, a na rynku panuje odpowiednia płynność, możemy w każdej chwili go sprzedać i otrzymać tzw. cenę brudną, czyli kwotę powiększoną o narosłe odsetki.

Oczywiście istnieje ryzyko zmian ceny, ale przy zmiennej stopie instrumentu oraz niskim ryzyku emitenta – jak w przypadku PKO Banku Hipotecznego – jest ono relatywnie niewielkie. Krótko mówiąc: można zainwestować i w dowolnym momencie wycofać środki oraz narosłe odsetki, przy założeniu istnienia płynności oraz z uwzględnieniem ryzyka zmiany ceny.

Bezpieczny start dla nowych inwestorów

Najważniejsze dla mnie jest to, że listy zastawne mogą być szeroko oferowane klientom detalicznym, ponieważ poziom ryzyka związany z ich zakupem przez tę grupę jest bardzo niski. To świetna okazja, by wprowadzić klientów PKO Banku Polskiego do świata inwestycji.

Jeśli klient nie miał wcześniej rachunku inwestycyjnego lub rejestru, przy okazji kupna listów zastawnych badamy jego profil ryzyka za pomocą ankiety MiFID oraz zapoznujemy z ryzykami inwestycyjnymi i zasadami składania zleceń i dyspozycji. Jeśli zakup wiąże się z założeniem rachunku inwestycyjnego, klient ma też okazję poznać systemy transakcyjne, np. aplikację Supermakler. To otwiera przed nim szereg możliwości.

Od lat trwa debata o tym, co zrobić, aby Polacy więcej inwestowali i jak zmienić strukturę ich portfeli. Mówi się, że potrzeba więcej inwestycji, a mniej depozytów. Widzimy teraz, że najlepszą drogą jest właśnie tworzenie instrumentów i produktów, które staną się katalizatorem tej zmiany. Dlatego cieszy mnie, że mój zespół zorganizował proces emisji listów zastawnych na dużą skalę, mimo że instrument był mało znany. Takie rozwiązania przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego.

Przepis na płynność MSP

Listy zastawne to również znakomite narzędzie zarządzania płynnością dla małych i średnich przedsiębiorstw – alternatywą są lokaty, ale te czasami trudno dopasować do rzeczywistych potrzeb finansowych.

Za listami zastawnymi przemawiają:

- duża płynność – dzięki notowaniu na Catalyst,
- możliwość sprzedaży w wybranym momencie – z zachowaniem narosłych odsetek,
- niski nominal (1000 zł),

GOŚĆ WYDANIA: Sukces listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego

- oczekiwany niski spread kupna-sprzedaży,
- szerokie rozproszenie posiadaczy,
- aktywna animacja przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego.

Liczę, że z czasem przedsiębiorstwa nauczą się korzystać z listów i zobaczymy rosnącą płynność rynku oraz zapotrzebowanie na kolejne emisje. Włączenie się innych banków do emisji przyspieszy proces edukacji i przyciągnie kolejnych klientów indywidualnych i instytucjonalnych.

Mechanizm, który buduje odporność gospodarki

Wprowadzenie listów na rynek jest korzystne dla banków hipotecznych, które zyskują dywersyfikację finansowania. Bank może kierować emisję do instytucji lub do inwestorów indywidualnych, w zależności od sytuacji rynkowej. Emisja indywidualna może być nawet tańsza mimo wyższych kosztów. Dlatego warto mieć otwarty program emisyjny oparty na prospekcie – tak jak PKO Bank Hipoteczny, który uruchomił program na 10 mld zł – i korzystać z optymalnej w danym czasie ścieżki.

Listy zastawne kierowane do klientów detalicznych uruchamiają mechanizm o ogromnym potencjale dla finansowania budownictwa mieszkaniowego: osoby z nadwyżkami inwestują, a z pozyskanych środków finansowane są kredyty mieszkaniowe. Taki mechanizm musi istnieć w dojrzałej gospodarce. Grupa PKO Banku Polskiego zawsze była nastawiona na innowacje. Jestem pewna, że wprowadzony przez nas, po prawie 100 latach, instrument wzmocni gospodarkę i jej odporność. Daje mi to wielką satysfakcję.

Ekosystem wokół listów zastawnych

Mogłyby one pełnić rolę zabezpieczenia kredytów, a ich posiadacze otrzymywaliby dodatkowe benefity, zarówno bankowe, jak i deweloperskie.

Liczę na to, że listy zastawne staną się trwałym elementem zdywersyfikowanych portfeli klientów PKO Banku Polskiego oraz popularnym narzędziem do systematycznego oszczędzania i inwestowania.



Czas, by Polska miała własny Komitet Bachara

Roy Regev, Członek Zarządu BETA TFI SA

Jeden z twórców BETA ETF w Polsce oraz współzałożyciel i akcjonariusz największego izraelskiego dostawcy ETF-ów.



W tym roku mija 20 lat od przełomowej izraelskiej reformy Bachara – zestawu reform sektora finansowego z 2005 roku, które fundamentalnie przekształciły izraelski rynek kapitałowy. Komitet Bachara, na czele którego stał dr Yosef Bachar, dyrektor generalny Ministerstwa Finansów, otrzymał zadanie „zwiększenia konkurencji na rynku kapitałowym poprzez ograniczenie centralizacji i konfliktów interesów”.

Sednem jego rekomendacji była strukturalna separacja: duże izraelskie banki zostały zobowiązane do sprzedaży swoich działalności związanych z zarządzaniem aktywami, funduszami inwestycyjnymi oraz funduszami emerytalnymi i oszczędnościowymi, i nie mogły już jednocześnie produkować oraz dystrybuować produktów inwestycyjnych.

W praktyce oznaczało to, że banki sprzedawały swoje firmy zarządzające funduszami – głównie towarzystwom ubezpieczeniowym i niezależnym firmom – przerywając „masowy system sprzedaży krzyżowej”, w ramach którego banki promowały głównie własne fundusze. Reforma wprowadziła także limity prowizji, które banki mogły pobierać za sprzedaż funduszy, oraz ustanowiła bardziej obiektywne zasady doradztwa inwestycyjnego.

Oddzielając dystrybucję produktów od zarządzania aktywami, reforma Bachara zwiększyła przejrzystość i wyeliminowała wrodozoną stronniczość, która sprawiała, że doradcy bankowi kierowali klientów niemal wyłącznie do produktów własnych banku.

Efekty były przełomowe. Konkurencja rozkwitła: na rynek weszli nowi, niezależni zarządzający aktywami, a udział pięciu największych firm spadł z 86% w 2005 r. do 69% w 2022 r. Udział banków w depozytach i zarządzaniu funduszami zmniejszył się z ponad 90% w 2005 r. do zaledwie około 50% obecnie. Spadły opłaty: prowizje za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, które wynosiły średnio około 1,3%, zmniejszyły się o połowę – do ok. 0,6%. Opłaty za zarządzanie funduszami emerytalnymi spadły ze średnio 0,74% do 0,54%. Inwestorzy zyskali nie tylko niższe koszty, ale też lepsze wyniki – izraelskie fundusze emerytalne należą dziś do światowej czołówki pod względem stóp zwrotu.

Rynek kredytowy również się rozwinął: udział kredytów korporacyjnych na giełdzie TASE wzrósł z zaledwie 9% do ponad 40% całkowitej wartości, a spready kredytowe dla firm systematycznie malały, osiągając średnio 1,6% dla dużych przedsiębiorstw i tylko 2,8% dla małych. Udział aktywów zarządzanych przez instytucje finansowe i firmy inwestycyjne wzrósł z 40% do 54% w zakresie bezpośrednich inwestycji. Liczba indywidualnych rachunków inwestycyjnych wzrosła z około 20 tys. przed reformą do około 700 tys. dwie dekady później, ponieważ coraz więcej gospodarstw domowych zaufało rynkowi i zaczęło w nim uczestniczyć.

Te korzyści dla rynku kapitałowego nie odbyły się kosztem kondycji sektora bankowego. Uwolnione od konfliktu interesów i skoncentrowane na kluczowych usługach kredytowych, izraelskie banki faktycznie odnotowały wzrost – ich łączna wycena potroiła się (wzrost o ok. 400% od 2005 r.), przy utrzymaniu stabilnej rentowności na poziomie 12–15% ROE.

Reformy Bachara rozwiązały głęboko zakorzenione konflikty interesów, uwolniły konkurencję i zapoczątkowały nową erę wzrostu izraelskiego systemu finansowego. Są one powszechnie uznawane za jedną z najbardziej wpływowych i dalekosiężnych reform w historii izraelskiego rynku kapitałowego – prawdziwy przełom.

Dlaczego polski rynek kapitałowy potrzebuje podobnej reformy

Polskie banki odegrały kluczową rolę w rozwoju i odporności systemu finansowego kraju, zapewniając mu reputację „zielonej wyspy” – stabilnej nawet w czasie globalnych kryzysów finansowych. Jednak ta sama siła sektora bankowego stała się obecnie strukturalnym wąskim gardłem. Jak rodzic, który rozumie, że nadszedł czas, by puścić dziecko w świat, tak i Polska gospodarka dojrzała do momentu, w którym dalszy rozwój wymaga ograniczenia dominacji banków i umożliwienia bardziej konkurencyjnego, zdywersyfikowanego rynku kapitałowego.

Dziś polski system finansowy przypomina raczej „ekosystem bankowy” niż prawdziwy rynek kapitałowy. Banki kontrolują relacje z klientami, większość przepływów kredytowych oraz dystrybucję produktów finansowych. Ta koncentracja ogranicza innowacyjność, zawęża wybór dla inwestorów i hamuje rozwój infrastruktury rynku kapitałowego.

Wyzwania strukturalne, przed którymi stoi Polska, są bardzo podobne do tych, z którymi Izrael zmagał się dwie dekady temu. Pomimo silnych wyników makroekonomicznych, polski rynek kapitałowy pozostaje płytki. Wartość aktywów otwartych funduszy inwestycyjnych to zaledwie 7% PKB – znacznie poniżej standardów krajów rozwiniętych. Udział gospodarstw domowych w rynku kapitałowym jest niski – polscy oszczędzający trzymają prawie dwukrotnie więcej środków w depozytach bankowych niż wynosi średnia OECD.

Rynek kredytowy również jest słabo rozwinięty: obligacje korporacyjne stanowią mniej niż 8% całkowitego rynku obligacji. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie odnotowała spadek liczby notowanych spółek, a większość obrotów generują inwestorzy zagraniczni.

Niedorozwój ten został dostrzeżony przez Narodowy Bank Polski, który wskazał, że rynek finansowy pozostaje „mniej rozwinięty” i wezwał do działań wspierających długoterminowy wzrost.

Kluczowym problemem jest dominacja banków w kanałach dystrybucji, które są „zepsute” zarówno pod względem celów, jak i efektywności. Banki są głównymi dystrybutorami funduszy inwestycyjnych i produktów oszczędnościowych, ale często również właścicielami firm zarządzających tymi funduszami. Ten wrodzony konflikt interesów prowadzi do praktyk bardzo podobnych do tych, które panowały w Izraelu przed 2005 r.: intensywnej sprzedaży własnych produktów i mentalności „liczy się przede wszystkim interes dystrybutora”. Zamiast obiektywnie doradzać inwestorom najlepsze dostępne rozwiązania, banki promują produkty, które przynoszą im najwyższe przychody. To naturalne działanie każdej firmy nastawionej na zysk – ale szkodliwe dla rozwoju i dobrobytu polskiego rynku kapitałowego.

Skutki tego stanu rzeczy są poważne: opłaty za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi w Polsce pozostają wysokie – ograniczane głównie przez regulację, a nie przez konkurencję. Wyniki funduszy są przeciętne, ponieważ brakuje presji konkurencyjnej do innowacji i poprawy efektywności. Aktywność inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na GPW stoi w miejscu. Oferta instrumentów finansowych jest ograniczona – a kluczowe produkty, takie jak obligacje korporacyjne, ETF-y czy REIT-y, są niedostatecznie rozwinięte. Polska gospodarka jest nadmiernie zbankowiona, a koncentracja dystrybucji dławi rozwój rynku.

Proponowane rozwiązanie: Polski Komitet Bachara

Polska mogłaby odnieść ogromne korzyści, powołując własny Komitet Bachara – wysokiego szczebla zespół ekspertów i regulatorów, który zmierzyłby się z barierami strukturalnymi na rynku kapitałowym. Doświadczenie Izraela stanowi sprawdzony wzorzec. Kluczowe jest oddzielenie wytwarzania produktów finansowych od ich dystrybucji, aby wyeliminować konflikty interesów oraz wzmocnić zaufanie inwestorów.

Polski Komitet Bachara powinien skupić się na trzech głównych obszarach:

- **Wprowadzenie „chińskich murów”**

Regulatorzy powinni wymagać wyraźnego rozdziału między dystrybucją a zarządzaniem aktywami. Idealnie, banki powinny sprzedawać swoje spółki zarządzające funduszami – tak jak zrobiły to banki izraelskie – eliminując bezpośredni konflikt interesów. Jeśli pełna sprzedaż nie byłaby możliwa, należy wprowadzić twarde „chińskie mury”: doradcy bankowi muszą mieć prawny zakaz faworyzowania własnych funduszy. Wszystkie produkty, także te od zewnętrznych dostawców, powinny być prezentowane na równych zasadach, a system wynagrodzeń nie może premiować sprzedaży produktów własnych banku.

- **Zapewnienie naprawdę obiektywnego doradztwa**

Aby odbudować zaufanie, Polska powinna wprowadzić prawny obowiązek lojalności (tzw. fiduciary duty) dla wszystkich doradców finansowych. Doradcy muszą działać w najlepiej pojętym interesie klienta, pod rygorem sankcji za niewłaściwe praktyki sprzedażowe. Izrael wprowadził obowiązkowe narzędzia doradcze oceniające profil ryzyka klienta i rekomendujące najlepsze produkty spośród całego rynku. Polska mogłaby zastosować podobne rozwiązania pod nadzorem KNF, zapewniając bezstronność i orientację na potrzeby klienta.

- **Ograniczenie opłat dystrybucyjnych**

Zamiast ogólnego limitu opłat za zarządzanie, Polska powinna ograniczyć prowizje dystrybucyjne. Limit oparty na ryzyku w wysokości 0,1–0,35% rocznie (w zależności od rodzaju funduszu) obniżyłby koszty dla inwestorów i wyeliminował 60–80% prowizji zwrotnych, które obecnie zniekształcają system. Nawet przy takich limitach banki mogłyby nadal zarabiać ok. 500 mln PLN rocznie. Obniżenie opłat dystrybucyjnych przy jednoczesnym zachowaniu elastyczności cenowej zarządzających aktywami pobudziłoby prawdziwą konkurencję opartą na wynikach i efektywności kosztowej – bezpośrednio z korzyścią dla oszczędzających.

Takie reformy mogłyby przekształcić polski rynek finansowy Odbudowa zaufania inwestorów zaczyna się od przejrzystości

Kiedy doradztwo jest obiektywne, a opłaty przejrzyste, gospodarstwa domowe chętniej przenoszą oszczędności z nisko oprocentowanych depozytów na produkty rynku kapitałowego – co napędza długoterminowy wzrost.

Bardziej konkurencyjny i zrównoważony system

Większa konkurencja przyciągnęłaby nowych graczy, zmniejszyła koncentrację rynku i pobudziła innowacyjność, efektywność oraz jakość usług. Inwestorzy zyskaliby szerszy dostęp do zróżnicowanych instrumentów finansowych, oferowanych w uczciwych i przejrzystych kanałach dystrybucji.

Głębsza i bardziej dynamiczna GPW

Szerszy udział inwestorów – zwłaszcza gospodarstw domowych – zachęciłby więcej spółek, szczególnie średniej wielkości firm z potencjałem wzrostu, do pozyskiwania kapitału poprzez emisję akcji i obligacji, zwiększając głębokość i płynność rynku.

Izrael pokazał, że odważna reforma regulacyjna może skutecznie przekształcić zdominowany przez banki ekosystem w dynamiczny, inwestorocentryczny rynek. Polska stoi dziś w podobnym punkcie zwrotnym. Zmierzenie się z zakorzenionymi interesami nie będzie łatwe – ale długoterminowe korzyści dla stabilności finansowej, rozwoju rynku i bogactwa gospodarstw domowych czynią tę reformę nie tylko korzystną, lecz wręcz konieczną. To nie jest gra o sumie zerowej. Dobrze zaprojektowana reforma byłaby korzystna dla wszystkich: inwestorów, banków i całego systemu finansowego. Przy odpowiednim dopasowaniu interesów i mądrej strukturze – każdy zyska.

Różnorodność to nie trend. To warunek efektywności rynku.

Dominika Niewiadomska-Siniecka od ponad dwóch dekad łączy świat prawa, finansów i technologii. Obecnie Członkini zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.



Ma pani ponad 25-letnie doświadczenie w sektorach TMT, fintech i bankowości, a dziś współtworzy Pani kierunek rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Co zadecydowało o tym, że zdecydowała się pani dołączyć do GPW?

Dominika Niewiadomska-Siniecka: Rynek kapitałowy był dla mnie naturalnym, choć nieoczywistym krokiem zawodowym. To przestrzeń, w której łączą się wszystkie obszary, którymi zajmowałam się wcześniej: prawo, technologia, finanse oraz zarządzanie złożonymi procesami i organizacjami.

Warszawska Giełda to instytucja o wyjątkowej pozycji – jedyna taka w Polsce i jedna z nielicznych w Europie. Łączy w sobie zarówno cechy notowanej spółki dywidendowej, jak i integratora rynku kapitałowego. Cieszę się, że mogę wnieść do niej doświadczenie zdobyte w sektorze prywatnym z innowacyjnych, dynamicznie rozwijających się spółek, gdzie kluczowe znaczenie ma realizacja strategii rozwoju i konsekwentne budowanie wartości dla akcjonariuszy.

Dziś GPW jest w bardzo dobrej kondycji. To silna, wiarygodna instytucja o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki. Dołączenie do niej to dla mnie zaszczyt i ogromna odpowiedzialność, ale też spełnienie zawodowe, bo od lat interesuję się rynkiem kapitałowym i inwestowaniem. Możliwość współtworzenia jego rozwoju „od środka” jest dla mnie szczególnie inspirująca.

Co przesądza o sile warszawskiej Giełdy i jak można jej potencjał dalej wzmacniać?

O sile warszawskiej Giełdy przesądza połączenie trzech elementów: stabilnych fundamentów, zaufania inwestorów i szerokiej oferty instrumentów finansowych. GPW to dziś największy rynek kapitałowy w regionie, z ponad 2,17 mln rachunków maklerskich i historycznymi rekordami obrotów i indeksów. To dowód, że polski rynek finansowy dojrzewa i przyciąga zarówno kapitał krajowy, jak i zagraniczny.

Potencjał giełdy można dalej wzmacniać, ułatwiając spółkom dostęp do kapitału – zwłaszcza średnim i technologicznym oraz rozwijając segment ETF-ów i nowoczesnych produktów inwestycyjnych. Ogromne znaczenie ma też edukacja inwestorów i cyfryzacja, które poszerzają dostępność rynku i budują jego odporność na wstrząsy. Wierzę, że nasza Giełda może być nie tylko centrum obrotu, ale także centrum rozwoju gospodarczego. Miejscem, gdzie kapitał spotyka się z innowacją.

Jak widzi Pani wyzwania, przed którymi stoi dziś rynek kapitałowy?

Rynek kapitałowy działa dziś w otoczeniu dynamicznych zmian technologicznych i geopolitycznych, przy jednoczesnym spadku kosztu pieniądza w Polsce. To tworzy sprzyjające warunki do rozwoju i pozyskiwania kapitału. To też dobry moment, by ponownie wykorzystać potencjał giełdy jako źródła finansowania wzrostu przedsiębiorstw i spróbować przenieść choć część środków z lokat bankowych na rynek kapitałowy – tam, gdzie realnie pracują one na rozwój gospodarki.

Najważniejszym wyzwaniem pozostaje zwiększenie liczby debiutów i przywrócenie giełdzie roli naturalnego partnera dla firm poszukujących finansowania rozwoju. Dlatego uruchomiliśmy inicjatywę takie jak GPW IPO Academy, które pomagają przedsiębiorcom lepiej przygotować się do wejścia na rynek publiczny i zrozumieć jego wymagania.

Przed nami czas, w którym GPW może odegrać kluczową rolę w finansowaniu transformacji technologicznej i energetycznej polskiej gospodarki. Musimy wykorzystać ten moment. Połączyć ambicję z odpowiedzialnością i pokazać, że potrafimy budować nowoczesny, transparentny i różnorodny rynek kapitałowy.

Czy zmienia się podejście kobiet do finansowania?

Podejście kobiet do inwestowania w Polsce wyraźnie się zmienia. Coraz więcej kobiet nie tylko zarządza budżetem domowym, ale też aktywnie uczestniczy w rynku kapitałowym, budując swoją

Wspieramy różnorodność – kobiety rynku kapitałowego

niezależność finansową i wpływając na rozwój całego sektora finansowego. To bardzo pozytywny trend, bo kobiety inwestują bardziej długofalowo, odpowiedzialnie i z myślą o stabilnej przyszłości, co wnosi nową jakość w sposób myślenia o finansach. Jeszcze kilka lat temu, w 2020 roku, kobiety stanowiły zaledwie 7% inwestorów, natomiast pod koniec 2024 roku ich udział przekroczył 15%. Ten wzrost to efekt rosnącej świadomości finansowej i łatwiejszego dostępu do nowoczesnych narzędzi: od aplikacji inwestycyjnych po fundusze ETF. Wiele kobiet traktuje dziś inwestowanie jako narzędzie budowania bezpieczeństwa finansowego, zwłaszcza w kontekście przyszłej emerytury. Świadomość, że przerwy zawodowe i różnice płacowe mogą wpływać na wysokość świadczeń, motywuje do samodzielnego działania. Polki częściej wybierają inwestycje długoterminowe i stabilne, stawiając na dywersyfikację portfela i ograniczanie ryzyka. To bardzo dojrzałe podejście, ale wciąż wiele kobiet wskazuje na potrzebę większej edukacji finansowej i wsparcia w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Dlatego widzę tu dużą rolę giełdy – jako platformy popularyzującej wiedzę o rynku kapitałowym i instrumentach finansowych, ale także doradców i instytucji finansowych, które mogą pomóc kobietom inwestować świadomie i długoterminowo.

Przykładem wdrażanych regulacji jest dyrektywa Women on Boards. Jak pani ocenia jej założenia i praktyczne skutki?

Dyrektywa jest potrzebna jako realny impuls do przyspieszenia zmian, które w wielu obszarach wciąż zachodzą zbyt wolno. Różnorodność w organach spółek notowanych na GPW to dziś nie kwestia wizerunku, lecz warunek długofalowej efektywności, innowacyjności i odporności organizacji. Badania potwierdzają, że zróżnicowane zespoły podejmują lepsze decyzje i szybciej reagują na zmiany rynkowe. Kluczowe jest jednak osiągnięcie tzw. masy krytycznej – co najmniej 30% kobiet w zarządach i radach nadzorczych, ponieważ dopiero wtedy różnorodność przekłada się na rzeczywiste efekty biznesowe.

Ważnym elementem jest także edukacja, mentoring i kultura organizacyjna, które sprzyjają otwartości i dialogowi. Giełda, wychodząc naprzeciw potrzebom naszych emitentów w tym zakresie, w ramach projektu GPW FutureBridge uruchomiła Międzyuczelniany Program Edukacyjny, skierowany do liderów spółek giełdowych oraz kobiet przygotowujących się do objęcia funkcji menedżerskich. Jego celem jest wzmocnienie kompetencji przywódczych i podkreślenie roli kobiet w budowaniu nowoczesnych, zrównoważonych organizacji.

Ten wskaźnik 30% to jest takie niezbędne minimum?

To próg, od którego zaczyna się realny wpływ kobiet na sposób funkcjonowania i podejmowania decyzji w spółkach. Wskaźnik 33% zapisany w dyrektywie nie jest przypadkowy. To poziom, przy którym różnorodność zaczyna przynosić wymierne efekty. Oczywiście sama regulacja nie wystarczy, ale to moment, w którym różnorodność przestaje być eksperymentem, a staje się naturalnym elementem zarządzania. Znika poczucie wyjątkowości, a pojawia się realna reprezentacja i współodpowiedzialność za

decyzje. Z mojej perspektywy widać wyraźnie, że tam, gdzie kobiety stanowią co najmniej jedną trzecią składu organów, rośnie jakość debaty, poziom zaufania i umiejętność pracy zespołowej. To nie kwestia parytetów, lecz skuteczności biznesowej i dojrzałego przywództwa.

Czy uważa pani, zatem, że różnorodność to nie powinien być trend, ale warunek efektywności rynku?

Różnorodność w zespołach to nie kwestia trendu, ale realny warunek efektywności i odporności organizacji. Jednorodne zespoły często myślą podobnie, co może sprzyjać szybkiemu podejmowaniu decyzji, ale ogranicza zdolność do dostrzegania ryzyk i tworzenia innowacyjnych rozwiązań. Christine Lagarde zwróciła kiedyś uwagę, że gdyby po upadku Lehman Brothers zamiast „Lehman Brothers” mieliśmy „Lehman Sisters”, świat finansów mógłby wyglądać inaczej. Jej słowa dobrze oddają istotę problemu – brak różnorodnych perspektyw prowadzi do zbyt wąskiego sposobu myślenia i błędnych decyzji systemowych. Warto jednak podkreślić, że różnorodność nie dotyczy wyłącznie płci. To również kwestia wieku, doświadczenia zawodowego, narodowości, światopoglądu czy pochodzenia. W branżach sfeminizowanych równie ważna jest obecność mężczyzn, którzy wnoszą inne spojrzenie i kompetencje. Zespoły zróżnicowane pod względem płci, wieku i doświadczeń są bardziej kreatywne, lepiej reagują na zmiany i potrafią podejmować decyzje uwzględniające szerszy kontekst. W dzisiejszym świecie złożonych wyzwań gospodarczych i geopolitycznych to właśnie różnorodność staje się jednym z kluczowych czynników przewagi konkurencyjnej i długoterminowej stabilności przedsiębiorstw.

Przez lata pracowała pani w bardzo konkurencyjnych i innowacyjnych branżach, które jednocześnie podlegały silnym regulacjom. Spółki jednak osiągały sukcesy. Co według pani stanowi o skutecznym przywództwie?

Skuteczne przywództwo to dla mnie połączenie sprawczości z odpowiedzialnością, odwagi w działaniu i prostoty w przekazie. To umiejętność podejmowania decyzji w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu przy jednoczesnym zachowaniu zasad i wartości.

Kluczową rolę odgrywa właściwe rozumienie zasad ładu korporacyjnego, które w spółkach publicznych są gwarancją transparentności, zaufania i bezpieczeństwa dla akcjonariuszy. Dobre zarządzanie corporate governance to nie tylko obowiązek, ale fundament zdrowego i trwałego rozwoju organizacji. Ważne jednak, by ład korporacyjny nie stał się barierą, lecz wsparciem dla innowacji i efektywności biznesowej.

Przywództwo to dla mnie również umiejętność łączenia wymogów formalnych z przedsiębiorczym myśleniem, a także poszukiwania rozwiązań zamiast tworzenia problemów. Skuteczny lider potrafi budować most między odpowiedzialnością a rozwojem tak, aby spółka mogła działać zgodnie z zasadami, a jednocześnie realizować ambitne cele.

Integracja Wytycznych EBA/GL/2024/14 z Procesami AML w instytucjach finansowych

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



Wdrażanie środków ograniczających (restrictive measures) stanowi obecnie jedno z kluczowych wyzwań regulacyjnych dla instytucji finansowych, w tym firm inwestycyjnych, instytucji płatniczych oraz banków. Przyjęte przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) wytyczne EBA/GL/2024/14 nakładają na podmioty rynku finansowego obowiązek ustanowienia spójnych, skutecznych i proporcjonalnych mechanizmów zapewniających zgodność z unijnymi i krajowymi sankcjami. Obszar ten silnie przenika się z funkcjonującymi systemami przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (AML/CFT), co wymaga od instytucji dostosowania istniejących procedur, struktur organizacyjnych i narzędzi monitoringu.

Wytyczne EBA/GL/2024/14 zostały przyjęte w dniu 14 listopada 2024 r. i będą miały zastosowanie od 30 grudnia 2025 r. – instytucje objęte zakresem muszą zapewnić, aby do tego czasu ich wewnętrzne polityki, procedury i mechanizmy kontroli były zgodne z tymi wytycznymi. Głównym celem wytycznych jest zapewnienie, by instytucje finansowe skutecznie wdrażały zarówno unijne, jak i krajowe środki ograniczające („sanctions/restrictive measures”) – w tym zakazy udostępniania środków, zamrażania aktywów,

czy przeciwdziałanie obchodzeniu takich środków. W kontekście instytucji finansowych działających w państwach członkowskich UE implementacja tych wytycznych staje się istotnym elementem zarządzania ryzykiem, zgodności (compliance) oraz nadzoru. Nie chodzi jedynie o aspekt stricte prawny, lecz także o integrację zarządzania ryzykiem reputacyjnym, operacyjnym i regulacyjnym.

W polskim kontekście, gdzie instytucje finansowe są także poddane krajowym regulacjom w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu (AML/CFT) oraz sankcji ekonomicznych, wdrożenie tych wytycznych wymaga zarówno dostosowania procesów, jak i wzmocnienia mechanizmów kontroli wewnętrznej.

Zakres stosowania i adresaci wytycznych

Wytyczne określają, że są one skierowane do instytucji finansowych, które są nadzorowane zgodnie z:

- Dyrektywą 2013/36/UE (CRD IV)
- Dyrektywą (UE) 2015/2366 (podmioty świadczące usługi płatnicze)
- Dyrektywą 2009/110/WE (instytucje pieniądza elektronicznego)

Ponadto, adresatami są właściwe organy nadzoru w państwach członkowskich, które dokonują oceny zgodności instytucji z politykami wdrażania środków ograniczających.

Kluczowe wymagania dla instytucji finansowych

Wytyczne podkreślają konieczność ustanowienia odpowiedniego ramienia zarządzania w instytucji finansowej, w ramach którego instytucje powinny określić obszary działalności szczególnie narażone na naruszenie środków ograniczających i ich obejście oraz wdrażać polityki, procedury i mechanizmy kontroli skuteczne oraz proporcjonalne do wielkości, charakteru i złożoności instytucji oraz poziomu jej narażenia na ryzyko.

Organ zarządzający powinien:

- zatwierdzić strategię instytucji w zakresie zgodności ze środkami ograniczającym,
- nadzorować wdrażanie polityk, procedur i mechanizmów kontroli,
- zapewnić, że wszyscy członkowie organu zarządzającego są świadomi ryzyka związanego z naruszeniem lub obejściem środków ograniczających.

W przypadku, gdy instytucja finansowa jest jednostką dominującą w grupie, organ zarządzający tej jednostki powinien zapewnić, że każda jednostka zależna przeprowadza własną ocenę narażenia – w skoordynowany sposób i zgodnie ze wspólną metodologią grupową.

ARTYKUŁ: Integracja Wytycznych EBA/GL/2024/14 z Procesami AML w instytucjach finansowych

Instytucje powinny wyznaczyć pracownika wyższego szczebla odpowiedzialnego za funkcje związane z wdrożeniem i utrzymaniem zgodności ze środkami ograniczającymi. Ta osoba powinna:

- posiadać wiedzę i zrozumienie środków ograniczających;
- koordynować działania z jednostkami kontroli wewnętrznej;
- mieć bezpośredni dostęp do organu zarządzającego.

Wielkość i struktura funkcji tej osoby powinny być proporcjonalne do skali działalności instytucji i jej narażenia na naruszenie środków ograniczających. W przypadku outsourcingu tej funkcji – instytucja powinna zapewnić, że dostawca usług spełnia wymogi wytycznych.

Ocena narażenia na naruszenie środków ograniczających

Instytucje finansowe powinny wdrożyć proces oceny narażenia („risk assessment”) na naruszenie środków ograniczających oraz ich obejście. Wytyczne wskazują, że ocena powinna uwzględniać co najmniej:

- które systemy środków ograniczających mają zastosowanie;
- prawdopodobieństwo, że instytucja nie wdroży danego środka lub że będzie on obejściem;
- skutki naruszenia środków;
- czynniki ryzyka takie jak:
 - ryzyko geograficzne (np. jurysdykcje, które są narażone lub wykorzystywane do obejścia),
 - ryzyko klienta (np. klienci lub beneficjenci realni powiązani z krajami objętymi środkami),
 - ryzyko produktów i usług (np. produkty lub kanały szczególnie podatne na obejście),
 - ryzyko kanałów dostaw (np. pośrednicy, bankowość korespondencyjna).

Ocena narażenia powinna być dokumentowana, przeglądana co najmniej raz w roku oraz aktualizowana w przypadku istotnych zmian (nowe środki, nowe produkty, zmiany modelu biznesowego).

Mechanizmy kontroli i szkolenia

Instytucje powinny zapewnić, by ich polityki, procedury i mechanizmy kontroli dotyczące środków ograniczających były skuteczne. Wytyczne ustalają, że procesy te powinny obejmować co najmniej:

- dostęp do wszystkich aktualnych informacji o obowiązujących środkach ograniczających;
- aktualizację wykazów środków niezwłocznie po zmianie;
- przegląd, zmianę i wdrożenie polityk i procedur w razie potrzeby;
- niezwłoczne wszczęcie badania potencjalnych dopasowań (alerts) po ich wystąpieniu;
- w przypadku potwierdzonych dopasowań – natychmiastowe działania (np. zamrożenie, odrzucenie transakcji) i raportowanie odpowiednim organom;
- udokumentowaną strukturę wewnętrzną, z jasnym określeniem obowiązków – także w przypadku outsourcingu.

Instytucje powinny:

- organizować regularnie szkolenia dostosowane do roli

pracownika – uwzględniając zagadnienia dotyczące środków ograniczających, wyników oceny narażenia oraz polityk i kontrolnych mechanizmów;

- dokumentować plan szkoleniowy i być w stanie wykazać odpowiedniość i skuteczność szkoleń przed właściwym organem nadzorczym.

Etapy implementacji wytycznych w instytucji finansowej

Pierwszym krokiem mającym na celu wdrożenie wytycznych powinno być ustanowienie przez zarząd instytucji odpowiedzialności za zgodność ze środkami ograniczającymi oraz wyznaczenie pracownika wyższego szczebla (compliance officer/sanctions officer) odpowiedzialnego za wdrożenie oraz monitorowanie systemu.

W kolejnym etapie niezbędny będzie przegląd istniejących polityk i procedur – określenie, czy obejmują już aspekty sankcji/środków ograniczających oraz czy ewentualnie wymagają uzupełnienia.

Następnie instytucje powinny przeprowadzić ocenę narażenia instytucji na naruszenie i obejście środków ograniczających a także audyt istniejącego stanu i jego zgodności z wymogami wytycznych wraz z analizą luk.

Na podstawie wyników oceny narażenia i analizy luki niezbędne będzie opracowanie (lub zaktualizowanie) polityki dotyczącej środków ograniczających, w której będą określone między innymi: zakres odpowiedzialności, procesy weryfikacji, działania w przypadku dopasowania, a także wdrożenie procedur operacyjnych: screening klientów i transakcji, monitoring zmian na listach sankcyjnych, blokowanie/odrzućanie zamrożonych aktywów, raportowanie do organu nadzoru.

Ostatnim formalnym krokiem będzie zapewnienie mechanizmów kontroli i przeglądu w zakresie raportowania wewnętrzne dla zarządu, kontroli i testów skuteczności systemu a także integrację ze zwykłymi procesami AML/CFT (np. w zakresie identyfikacji beneficjenta rzeczywistego, monitorowania transakcji).

Wdrożenie systemu wykrywania (screeningu) i monitoringu

Wybór lub aktualizacja systemu wykorzystywanego do screeningu pod kątem środków ograniczających powinny być dokonane z zachowaniem zasady proporcjonalności, tj. w zależności od wielkości i złożoności instytucji.

Instytucja powinna ponadto określić procedury zarządzania listami oraz określić zakres danych, które będą poddawane screeningowi (klienci, beneficjenci rzeczywisti, transakcje, kraje, pośrednicy).

Niezbędne będzie również ustanowienie procedur dla dopasowań („alerts”) — w tym analiza, eskalacja, działania następcze i raportowanie (przede wszystkim w zakresie liczby wygenerowanych alertów, liczby oczekujących analiz, średniego czasu od dopasowania do zgłoszenia czy wartości zamrożonych środków).

Znaczenie integracji sankcji z AML/CFT

W polskim środowisku regulacyjnym instytucje finansowe są zobowiązane do przestrzegania przepisów AML/CFT (np. ustawa o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu). Wdrażanie wytycznych EBA w obszarze środków ograniczających często będzie przebiegało równoległe z procesem AML. Kluczowe jest:

- zapewnienie, że screening klienta i transakcji uwzględnia zarówno wymogi AML/CFT, jak i sankcje;
- unikanie dublowania procesów – dobre praktyki wskazują na budowę wspólnej struktury zarządzania zgodnością (compliance) obejmującej sankcje jako element ryzyka.

Warto także zwrócić uwagę, że sankcje mogą być nakładane w drodze regulacji unijnych i krajowych (np. sankcje wynikające z rezolucji Rady UE, embargo, zakazy usług) – instytucje muszą zapewnić, że są na bieżąco z aktualizacjami.

Wytyczne EBA podkreślają, że instytucja powinna uwzględnić ryzyko związane z kanałami, pośrednikami, agentami, bankowością korespondencyjną – szczególnie w kontekście obejścia środków ograniczających.

W związku z tym instytucje polskie muszą zwrócić szczególną uwagę na:

- umowy outsourcingowe lub współpracę z podmiotami trzecimi – należy zapewnić, że dostawca usług spełnia wymagania w zakresie sankcji;
- bankowość korespondencyjną – relacje z bankami w jurysdykcjach, które mogą być wysokiego ryzyka;
- kanały dystrybucji zewnętrznej – online, platformy fintechowe – które mogą łatwiej być wykorzystane do obejścia sankcji.

Wytyczne wyraźnie wskazują, że polityki, procedury i mechanizmy kontroli powinny być proporcjonalne do wielkości, charakteru oraz złożoności instytucji i jej narażenia na ryzyko. Dla instytucji działających w Polsce (np. banków średniej wielkości czy firm inwestycyjnych) kluczowe jest dostosowanie struktury zgodności do realiów – nadmiar formalizmów może być nieadekwatny, ale niedostateczne podejście może prowadzić do ryzyka regulacyjnego i reputacyjnego.

Korzyści i ryzyka niewdrożenia

Niezaprzeczalną korzyścią z wdrożenia sankcji będzie z pewnością zmniejszenie ryzyka naruszenia środków ograniczających, które może skutkować sankcjami, karami administracyjnymi lub odpowiedzialnością karną. Jako plus wymieniane jest również zintegrowane podejście do ryzyka – sankcje staną się elementem szerszego systemu zgodności, co powoduje lepszą kontrolę i synergię z AML/CFT.

Lepszy nadzór wewnętrzny i raportowanie może przynieść korzyści reputacyjne i zostać docenione przez nadzór oraz klientów instytucji. Niewdrożenie wytycznych będzie niosło za sobą ryzyko naruszenia środków ograniczających, ryzyko reputacyjne, ryzyko operacyjne i ryzyko regulacyjne.

Podsumowanie

Wdrażanie wytycznych EBA/GL/2024/14 stanowi istotny krok w profesjonalizacji i wzmocnieniu systemu zgodności instytucji finansowych z unijnymi i krajowymi środkami ograniczającymi. Choć wymogi mogą wydawać się rozbudowane, ich przyjęcie pozwala instytucjom finansowym efektywnie zarządzać ryzykiem sankcji, reputacyjnym i operacyjnym.

Wdrożenie powinno być traktowane nie jako jednorazowa zmiana, ale jako stały element systemu zarządzania zgodnością – w tym monitorowania, audytu, szkoleń i raportowania.

Z perspektywy zarządu instytucji kluczowe jest zaangażowanie najwyższego szczebla – zatwierdzenie strategii sankcyjnej, monitorowanie wyników, alokacja adekwatnych zasobów ludzkich i technicznych. W organizacjach grupowych należy uwzględnić także specyfikę jednostek zależnych, kanałów dystrybucji i współpracy z podmiotami trzecimi.

Podsumowując – wdrożenie wytycznych EBA/GL/2024/14 to nie tylko wymóg regulacyjny, lecz także okazja do podniesienia standardu zarządzania ryzykiem w instytucji finansowej. Instytucje, które wcześniej i rzetelnie przeprowadzą proces implementacji, mogą osiągnąć przewagę operacyjną i reputacyjną w obszarze zgodności i bezpieczeństwa finansowego.

Compliance AML/CFT stopniowo rozszerza swój zakres, obejmując, obok przeciwdziałania praniu pieniędzy i jego przestępstwom źródłowym, także przeciwdziałanie omijaniu sankcji.



„Paszportowanie” usług maklerskich

mec. Paweł Frańczak, adwokat, PFLAW Advocates&Partners

Istota paszportu

Paszport usług maklerskich to jeden z tych pomysłów integracyjnych, który – przynajmniej w zamyśle – miał zrewolucjonizować sposób funkcjonowania rynku kapitałowego w Unii Europejskiej. Zamiast mozaiki dwudziestu kilku lokalnych rynków, z oddzielnymi licencjami, procedurami i systemami nadzorczymi, ustawodawca unijny zaproponował prostą konstrukcję: **jedno zezwolenie wydane w państwie macierzystym, a następnie możliwość świadczenia usług w całej Unii**. MiFID II wraz z towarzyszącymi rozporządzeniami, miały zamienić licencję krajową w „przepustkę” na jednolity rynek – paszport, który pozwala temu samemu domowi maklerskiemu działać w Berlinie, Madrycie, Warszawie i Lizbonie bez konieczności przechodzenia za każdym razem pełnej procedury licencyjnej.

Istota tego paszportu jest dość prosta. Firma inwestycyjna uzyskuje zezwolenie w swoim państwie macierzystym – w Polsce będzie to zezwolenie KNF na prowadzenie działalności maklerskiej. To państwo dokonuje pełnej oceny: kapitałów, struktury organizacyjnej, systemu zarządzania ryzykiem, zgodności z MiFID II, procedur nadzorczych, kompetencji zarządu. Następnie, po pozytywnej decyzji, ta sama firma może – po przeprowadzeniu relatywnie prostych procedur notyfikacyjnych – rozszerzyć swoją działalność na inne państwa członkowskie. Organ nadzoru w państwie przyjmującym nie „licencjonuje” tej działalności od zera, ale przyjmuje do wiadomości, że firma jest nadzorowana przez organ macierzysty i że działa w ramach międzynarodowego, zharmonizowanego reżimu MiFID. Na tym polega właśnie paszport: na **uprzywilejowanym zaufaniu** między nadzorcami i na założeniu, że standard regulacyjny w całej Unii jest – co do zasady – jednakowy.

Praktyka paszportowania

Jeżeli spojrzeć na praktykę w skali Unii, widać, że ta konstrukcja jest realnie używana. Setki firm inwestycyjnych działają transgranicznie wyłącznie dzięki paszportowi. Część państw – Cypr, Malta, Irlandia, Luksemburg – wręcz zbudowała całe modele gospodarcze na licencjonowaniu firm świadczących usługi w innych krajach. Broker z siedzibą w Limassol albo Dublinie otwiera platformę internetową i w oparciu o jedno zezwolenie dociera do klientów w kilkunastu jurysdykcjach. Duże banki inwestycyjne wykorzystują paszport do sieci oddziałów w głównych centrach finansowych. Firmy wealth management i robo-doradcy budują scentralizowane struktury operacyjne i zarządzają portfelami klientów w kilku krajach jednocześnie, bez budowy „armii” lokalnych spółek zależnych.

Na tym tle sytuacja polskiego rynku jest co najmniej paradoksalna. Jeśli spojrzeć na listy publikowane przez KNF, do Polski „wpływa” ponad dwa tysiące notyfikowanych zagranicznych firm inwestycyjnych – czy to w modelu cross-border, czy w postaci oddziałów. Mówiąc kolokwialnie: europejscy brokerzy doskonale nauczyli się



wykorzystywać polski rynek jako rynek docelowy, korzystając z paszportu wywodzącego się z ich jurysdykcji macierzystej. Natomiast lista polskich podmiotów paszportujących działalność na zewnątrz jest bardzo krótka. Mamy pojedyncze przykłady – z XTB na czele – które rzeczywiście zbudowały działalność międzynarodową w oparciu o licencję polską i paszport MiFID. Ale to są wyjątki, które raczej potwierdzają regułę niż ją przełamują.

Przyczyn takiej asymetrii jest kilka. Po pierwsze, polski sektor domów maklerskich jest stosunkowo niewielki i w znacznej części „przyklejony” do sektora bankowego. Dla bankowego biura maklerskiego naturalnym rynkiem jest klient krajowy – detaliczny lub korporacyjny – który i tak jest klientem banku. Ekspansja zagraniczna wymagałaby zupełnie innej logiki biznesowej: nie tylko dobrej platformy i oferty produktowej, ale też silnego marketingu, wielojęzycznego serwisu, rozbudowanego compliance paneuropejskiego. To nie jest drobna korekta strategii, tylko de facto przebudowa modelu. Po drugie, wejście na detaliczne rynki innych państw oznacza zderzenie z bardzo silną konkurencją podmiotów, które od lat żyją z cross-borderu i mają dopracowane skalowalne modele: lekkie struktury kosztowe, zoptymalizowany marketing, zaawansowaną technologię, automatyzację procesów AML/KYC i obsługi klienta. Po trzecie, polski nadzór – z wielu względów słusznie – jest raczej konserwatywny i ostrożny. To utrudnia budowę „ekspansywnych” modeli, które np. na Cyprze stały się podstawą całego segmentu rynku. Trudno się dziwić, że przeciętny polski dom maklerski woli skoncentrować się na polskim rynku, emisjach, usługach dla emitentów, lokalnym private bankingiem czy klasycznym pośrednictwem giełdowym niż inwestować w niepewną ekspansję zagraniczną.

Warto jednak zauważyć, że prawo w zasadzie nie ogranicza możliwości skorzystania z paszportu. MiFID II oraz polska ustawa o obrocie instrumentami finansowymi dają trzy podstawowe ścieżki: paszport usługowy (cross-border), paszport oddziałowy

ARTYKUŁ: „Paszportowanie” usług maklerskich

i paszport przez agenta firmy inwestycyjnej (tied agent). Różnią się one głębokością obecności na rynku docelowym i poziomem zaangażowania nadzoru państwa przyjmującego.

Rodzaje paszportu)¹

Paszport cross-border to wersja najprostsza i najlżejsza. Polski dom maklerski nie tworzy żadnej lokalnej struktury, nie zatrudnia pracowników na miejscu, nie wynajmuje biura. Świadczy usługi z terytorium Polski – przez internet, aplikację, telefon – do klientów z innych państw. Od strony proceduralnej wygląda to tak, że dom maklerski składa do KNF zawiadomienie o zamiarze świadczenia usług w trybie transgranicznym, wskazując państwa docelowe, zakres usług (np. przyjmowanie i przekazywanie zleceń, wykonywanie zleceń, doradztwo, prowadzenie rachunków) oraz podstawowe informacje o modelu dystrybucji. KNF sprawdza kompletność zawiadomienia i – co do zasady w terminie około miesiąca – przekazuje je do organu nadzoru w państwie przyjmującym. Po przekazaniu notyfikacji firma może rozpocząć działalność. Organ państwa przyjmującego nie wydaje zezwolenia, nie przeprowadza dodatkowego „egzaminu” licencyjnego – jedynie przyjmuje do wiadomości, że polski dom maklerski będzie obsługiwał jego klientów i zamieszcza go na liście podmiotów notyfikowanych. Nadzór ostrożnościowy, kapitałowy, ocena systemów ryzyka pozostają w rękach KNF jako organu macierzystego.

Paszport oddziałowy to już „wyższy stopień wtajemniczenia”. Tutaj polska firma inwestycyjna zakłada w państwie przyjmującym oddział – jednostkę organizacyjną bez odrębnej osobowości prawnej, ale z lokalnym adresem, personelem, często lokalnym kierownictwem. Od strony formalnej w Polsce dom maklerski przygotowuje tzw. program działalności oddziału: opis struktury, zakres usług, profil klientów, rozwiązania organizacyjne i compliance, często także projekcje finansowe². Ten pakiet trafia do KNF, która ma 3 miesiące na ocenę, czy planowany oddział nie zagraża stabilności firmy, czy jest sensownie zaprojektowany, czy ma odpowiednie zasoby i systemy. Jeśli odpowiedź jest pozytywna, KNF przekazuje informacje do nadzorca państwa przyjmującego. Tamten organ z kolei ma swoje dwa miesiące na „ulożenie” relacji nadzorczych: ustalenie, kto po stronie oddziału odpowiada za kontakty z regulatorem, w jaki sposób będzie prowadzony nadzór on-site, jakie raporty będą wymagane. Po tym okresie oddział może ruszyć. Różnica w stosunku do modelu cross-border jest taka, że nadzorca państwa przyjmującego zyskuje znacznie szersze instrumenty: może prowadzić inspekcje w oddziale, bezpośrednio egzekwować zasady postępowania z klientami, nakładać sankcje administracyjne w odniesieniu do lokalnej działalności oddziału. W pewnym uproszczeniu: **kapitał i „twardy nadzór prudencyjny” zostają w Polsce, a „miękki nadzór nad rynkiem” przechodzi w dużej mierze na organ lokalny.**

Trzecia konstrukcja – paszportowany **tied agent**, agent firmy inwestycyjnej. Agent firmy inwestycyjnej to podmiot (osoba fizyczna albo prawna), który działa wyłącznie na rzecz jednego domu maklerskiego, na jego rachunek i pod jego pełną odpowiedzialnością. Nie ma własnej licencji maklerskiej, ale może pozyskiwać klientów, przyjmować zlecenia, przekazywać informacje – wszystko w ramach mandatu udzielonego przez firmę inwestycyjną. Agent może być zlokalizowany w Polsce i „obsługiwać” klientów zagranicznych w modelu cross-border, albo może być ustanowiony w państwie przyjmującym i pełnić funkcję de facto lokalnego oddziału. W tym pierwszym przypadku procedura przypomina paszport usługowy: dom maklerski zgłasza agenta KNF, KNF przekazuje informację nadzorcom państw przyjmujących, którzy wpisują agentów na swoje listy. W drugim – formalnie zbliża się do modelu oddziałowego, bo agent w państwie przyjmującym jest rejestrowany i objęty mocniejszym nadzorem lokalnym, a czas całego procesu jest bardziej zbliżony do paszportu oddziału niż do prostego cross border. Dodatkowo dochodzi wymóg zarejestrowania agenta w lokalnym rejestrze agentów firmy inwestycyjnej prowadzonych przez lokalny nadzór.

Czasowo wygląda to więc relatywnie jasno. Paszport czysto cross-borderowy można – przy dobrze przygotowanej dokumentacji – zrealizować w horyzoncie około miesiąca (z punktu widzenia polskiej firmy tyle trwa proces po stronie KNF, po czym – po formalnym powiadomieniu – można wchodzić na dany rynek). Oddział wymaga więcej czasu: 3 miesiące po stronie państwa macierzystego i mniej więcej dwa miesiące po stronie państwa przyjmującego. Agent firmy inwestycyjnej „krajowy” dla działalności cross-border to znowu horyzont podobny do paszportu cross border, natomiast agent zagraniczny – funkcjonalnie pełniący rolę lokalnej anteny – wymaga procedury zbliżonej do oddziału i dodatkowo wpisu do lokalnego rejestru agentów firmy inwestycyjnej co może znaczenie przedłużyć ten proces w porównaniu do paszportu oddziałowego.

Jak dostosować się do lokalnych wymogów?

To wszystko rodzi naturalne pytania praktyczne: **jakie prawo wybrać, jaki sąd wskazać jako właściwy w relacjach z klientami, czy i w jakim stopniu trzeba dostosować działalność do regulacji państwa przyjmującego?** Odpowiedź jest mniej dramatyczna, niż często się wydaje, i tutaj ujawnia się prawdziwa rola harmonizacji MiFID II i rozporządzeń wykonawczych.

Po pierwsze, w relacjach z klientami w obrocie transgranicznym strony mają co do zasady swobodę wyboru prawa właściwego (w granicach przepisów bezwzględnie obowiązujących). Nic nie stoi na przeszkodzie, by polski dom maklerski w regulaminie i umowie z klientem z innego państwa UE wskazał prawo polskie jako prawo właściwe. To jest logiczne – skoro firma działa w reżimie licencji polskiej, system jej procedur, polityk i dokumentacji jest

¹ Art. 104 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.).

² Zawiadomienia paszportowe zawierają następujące informacje określone w: 1. art. 6 rozporządzenia 2017/1018 przypadku gdy działalność ma być prowadzona w formie oddziału lub bez otwierania oddziału, ale za pośrednictwem agenta, który ma przebywać w innym państwie członkowskim, w którym ma być wykonywana działalność; 2) art. 3 rozporządzenia 2017/1018 - w przypadku gdy działalność ma być prowadzona bez otwierania oddziału, w tym za pośrednictwem agenta, który ma przebywać na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej.

ARTYKUŁ: „Paszportowanie” usług maklerskich

zbudowany w oparciu o przepisy polskie, implementujące MiFID II, to wybór prawa polskiego zapewnia spójność wewnętrzną. Trzeba jednak pamiętać, że w relacjach z klientem detalicznym wchodzi w grę ochrona konsumenta. Uproszczając: nawet jeżeli wskażemy jako prawo właściwe prawo polskie, sąd w państwie klienta może zastosować lokalne przepisy ochronne, których nie można wyłączyć umową³. Harmonizacja MiFID czyni te różnice coraz mniejszymi, ale w obszarze prawa cywilnego, konsumeneckiego czy podatkowego nadal istnieją.

Po drugie, analogicznie wygląda kwestia jurysdykcji. W umowie można wskazać sąd polski jako właściwy do rozstrzygania sporów – i wielu brokerów tak robi. Z punktu widzenia domu maklerskiego jest to racjonalne: znane otoczenie, język, praktyka orzecznicza, mniejsze koszty prowadzenia sporów. Nie oznacza to jednak, że klient detaliczny z innego państwa UE jest całkowicie pozbawiony możliwości dochodzenia swoich roszczeń przed sądem własnego państwa. Reżim ochrony konsumenta dopuszcza odstępstwa od umownego wyboru jurysdykcji⁴. Jeżeli więc polska firma inwestycyjna wchodzi na rynek zagraniczny, powinna zakładać scenariusz, w którym część sporów będzie jednak rozstrzygana przez sądy zagraniczne, niezależnie od zapisów umownych. Po trzecie wreszcie, kwestia dostosowania działalności do regulacji państwa przyjmującego. MiFID II wraz z rozporządzeniami delegowanymi, jako akty o wysokim poziomie harmonizacji, rzeczywiście bardzo mocno wyrównują standardy: zasady doradztwa, oceny odpowiedniości i adekwatności, best execution, raportowania transakcji, przejrzystości rynku, ochrony aktywów klientów,

reguł wynagradzania sprzedawców – to wszystko jest zasadniczo wspólne. Państwa członkowskie mają niewielkie pole manewru, a wiele obszarów jest regulowanych bezpośrednio przez rozporządzenia. Dzięki temu polski dom maklerski, który jest dobrze przygotowany pod względem compliance w Polsce, ma – mówiąc wprost – **większość pracy zrobioną**, jeśli chodzi o wymogi merytoryczne. Dostosowanie dotyczy głównie tego, co nie jest w pełni zharmonizowane: lokalnych przepisów reklamowych, ochrony konsumenta, reguł językowych (obowiązek informowania w języku klienta), kwestii podatkowych, wymogów z zakresu ochrony danych osobowych w kontekście lokalnym, ewentualnie specyficznych ograniczeń dla określonych produktów.

Uwagi końcowe

Z tej perspektywy paszport MiFID jest – szczególnie dzisiaj, przy poziomie harmonizacji po MiFID II – instrumentem znacznie mniej „bolesnym” niż kiedyś. Trzon regulacyjny jest wspólny. To, czego brakuje polskim domom maklerskim, to raczej gotowość biznesowa, apetyt na ryzyko i przekonanie, że warto konkurować na europejskim rynku, niż sama możliwość prawna. Dopóki będziemy patrzyli na paszport wyłącznie jako na narzędzie, dzięki któremu inni przychodzą do nas, a nie jako na szansę, by wychodzić z własną ofertą na zewnątrz, dopóty będziemy beneficjentem integracji tylko po stronie popytu, a nie podaży. Z punktu widzenia długofalowego rozwoju polskiego rynku kapitałowego i usług inwestycyjnych to jest – moim zdaniem – niewykorzystany potencjał.

³ Por. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 593/2008 z dnia 17 czerwca 2008 r. w sprawie prawa właściwego dla zobowiązań umownych (Rzym I) (Dz. U. UE. L. z 2008 r. Nr 177, str. 6 z późn. zm.). (Rzym I)

⁴ Por. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1215/2012 z dnia 12 grudnia 2012 r. w sprawie jurysdykcji i uznawania orzeczeń sądowych oraz ich wykonywania w sprawach cywilnych i handlowych (Dz. U. UE. L. z 2012 r. Nr 351, str. 1 z późn. zm.). (Bruksela Recast)



Firma inwestycyjna jako one stop shop – czyli platformizacja usług finansowych we współpracy z FinTechami

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



One stop shop, czyli platformizacja usług finansowych

W najbliższych latach klienci będą coraz częściej oczekiwać rozwiązań typu „one stop shop”, czyli możliwości korzystania z wielu usług finansowych w ramach jednej platformy lub aplikacji. Oprócz klasycznych usług maklerskich i produktów inwestycyjnych, użytkownicy chcą mieć dostęp do produktów oszczędnościowych, kryptoaktywów, instrumentów płatniczych, a nawet pożyczek. Taki model jest częścią szerszego trendu określanego jako *embedded finance*.

Realizacja takiej wizji wymaga od firm inwestycyjnych odwagi biznesowej i otwartości na współpracę, zarówno poprzez uzyskiwanie dodatkowych licencji lub uprawnień regulacyjnych (np. na usługi płatnicze czy pośrednictwo w kryptoaktywach), jak i budowanie partnerstw z zewnętrznymi FinTechami. Model multilicencyjności lub współpracy z zewnętrznymi dostawcami pozwala szybko i efektywnie rozszerzać ofertę, zwiększając konkurencyjność i zyskując lojalność klientów.

Regulacje jako sprzymierzeniec cyfrowej transformacji

Rozwój platformizacji jest w sporej mierze napędzany zmianami regulacyjnymi. Dyrektywa PSD2 umożliwiła integrację danych bankowych. Rozporządzenie MiCA otwiera licencjonowany rynek kryptoaktywów, tworząc jednolite ramy prawne dla tej kategorii aktywów. DORA porządkuje zasady współpracy z dostawcami technologii i wzmacnia nadzór nad outsourcingiem.

Obecnie natomiast trwają prace nad Rozporządzeniem FiDA, które wprowadzi podobną do PSD2 rewolucję w dostępie do danych dla sektora inwestycyjnego oraz prace nad reformą MiFID II (w ramach RIS), która realizuje też postulaty digitalizacji usług inwestycyjnych. Warto spojrzeć na te regulacje nie tylko w charakterze obciążeń, ale również szans na rozwój biznesu firm inwestycyjnych.

Modele współpracy pomiędzy firmami inwestycyjnymi i FinTechami

Możliwości rozwoju platformy lub aplikacji inwestycyjnej typu one stop shop jest wiele. Współpraca firmy inwestycyjnej z FinTechami pozwala szybko rozszerzyć ofertę bez konieczności samodzielnego uzyskiwania dodatkowych licencji i budowania nowych kompetencji.

Poniżej przedstawiam kilka przykładowych możliwości współpracy, przy czym niektóre z nich są już realizowane przez podmioty działające na rynku.

Dynamiczna digitalizacja usług finansowych oraz wejście na rynek pokolenia wychowanego z komputerem i smartfonem wymuszają na firmach inwestycyjnych zmianę podejścia do klienta. Pandemia tylko przyspieszyła ten proces, przenosząc aktywność klientów do kanałów online i zwiększając oczekiwania wobec dostępności usług związanych z inwestowaniem oraz zarządzaniem oszczędnościami.

Wraz ze wzrostem zamożności polskiego społeczeństwa rośnie pula środków, które inwestorzy chcą lokować w instrumenty finansowe i inne produkty. Coraz większą popularność zyskują programy oszczędnościowe i produkty emerytalne, takie jak IKE czy IKZE, promowane nie tylko przez instytucje finansowe, ale także przez niezależnych edukatorów finansowych działających w mediach społecznościowych. To właśnie tzw. finfluencerzy skutecznie docierają do młodych, budując świadomość inwestycyjną i zachęcając do pierwszych kroków na rynku kapitałowym.

Na polskim rynku coraz mocniej zaznaczają swoją obecność niskokosztowe produkty inwestycyjne, takie jak fundusze ETF, które pozwalają inwestować w szerokie spektrum aktywów przy niskim progu wejścia. Równolegle obserwujemy ekspansję tzw. neobrokerów, czyli firm inwestycyjnych działających niemal wyłącznie online, oferujących intuicyjne aplikacje mobilne i platformy internetowe. Neobrokerzy, często współpracujący z finfluencerami, skutecznie przyciągają klientów detalicznych, wygrywając z tradycyjnymi brokerami szybkością, prostotą i niskimi kosztami obsługi.

W efekcie klasyczny model działalności maklerskiej, oparty na bezpośredniej obsłudze klienta i wyższych kosztach, staje się coraz mniej konkurencyjny. Nowe pokolenie inwestorów oczekuje rozwiązań prostych, przejrzystych i dostępnych „tu i teraz”, najlepiej w jednej aplikacji, która umożliwi nie tylko zakup instrumentów finansowych, ale także korzystanie z szerokiego wachlarza innych usług finansowych.

(1) Współpraca z instytucją płatniczą

Dzięki takiej współpracy użytkownik może nie tylko inwestować, ale również korzystać z usług płatniczych, takich jak prowadzenie rachunków pieniężnych czy wydanie kart wielowalutowych, które dostarcza partner będący KIP. To rozwiązanie sprawia, że środki zgromadzone na rachunku stają się dla klienta realnie użyteczne w codziennym życiu, gdyż można nimi płacić w sklepach, wypłacać z bankomatów czy wymieniać waluty.

Z perspektywy klienta, taka integracja zbliża ofertę firmy inwestycyjnej do funkcjonalności nowoczesnego banku, a jednocześnie pozwala zachować elastyczność i wygodę korzystania z jednej aplikacji.

(2) Współpraca z dostawcą usług w zakresie kryptoaktywów (CASP)

Pojawienie się regulacji MiCA i nowej kategorii podmiotów regulowanych, czyli dostawców usług w zakresie kryptoaktywów (CASP), otwiera przed firmami inwestycyjnymi możliwość szybkiego wejścia w świat cyfrowych aktywów. Współpraca z licencjonowanym CASP pozwala zaoferować klientom dostęp do usług związanych z nabywaniem i sprzedażą kryptoaktywów bez konieczności samodzielnego uzyskiwania takich uprawnień i wdrażania skomplikowanych rozwiązań.

Choć w Polsce proces licencjonowania CASP jeszcze się nie rozpoczął i wszystko wskazuje na to, że w najbliższych miesiącach tak pozostanie (Prezydent zawetował ustawę umożliwiającą wydawanie licencji MiCA), to możliwe jest nawiązanie współpracy z podmiotami posiadającymi odpowiednie uprawnienia w innych krajach UE.

(3) Współpraca z dostawcą usług dostępu do informacji o rachunku (AISP)

Integracja z dostawcą usług AISP umożliwia firmie inwestycyjnej uproszczenie procesu onboardingu klienta, zwłaszcza przy usługach doradztwa inwestycyjnego i zarządzania portfelem. Dzięki temu klient może za jednym kliknięciem wyrazić zgodę na dostęp do informacji o swoim majątku zgromadzonym na rachunkach bankowych, co znacząco przyspiesza i ułatwia analizę jego sytuacji finansowej, która jest wymagana przy tego rodzaju usługach maklerskich.

Takie rozwiązanie nie tylko zwiększa wygodę klienta, ale także pozwala firmie inwestycyjnej lepiej dopasować ofertę do indywidualnych potrzeb i ograniczyć ryzyko niedopasowania produktu.

(4) Współpraca z platformą crowdfundingową

Dostęp do produktów crowdfundingowych – zarówno emisji papierów wartościowych (akcji, obligacji), jak i pożyczek – to atrakcyjne uzupełnienie oferty firmy inwestycyjnej. Inwestorzy korzystający z crowdfundingu to często osoby młode, inwestujące niewielkie środki i kierujące się sentymentem, a nie tylko analizą biznesową.

Nawiązanie relacji z takimi klientami może być dla firmy inwestycyjnej szansą na długofalową współpracę, bo wraz z doświadczeniem rosną ich oczekiwania i możliwości inwestycyjne.

Szczególnie interesujące jest połączenie oferty maklerskiej z crowdfundingiem pożyczkowym, który stanowi elastyczną alternatywę dla klasycznych form inwestowania. To rozwiązanie może pozwolić firmie inwestycyjnej wyróżnić się na rynku i przyciągnąć nowych klientów.

(5) Współpraca z instytucją pożyczkową

Partnerstwo firmy inwestycyjnej z FinTechową instytucją pożyczkową może wydawać się nietypowe, ale w praktyce stanowi ciekawą urozmaicenie oferty platformy lub aplikacji inwestycyjnej. Rynek pożyczek pozabankowych w Polsce dynamicznie się rozwija, a coraz więcej instytucji pożyczkowych działa w pełni online i oferuje szybkie, wygodne rozwiązania.

Dzięki integracji usług pożyczkowych z platformą inwestycyjną klient może zaciągnąć pożyczkę konsumencką bezpośrednio w tej samej aplikacji, w której zarządza swoimi inwestycjami. To zwiększa jego zaangażowanie i otwiera nowe możliwości dla firmy inwestycyjnej, która może w ten sposób pozyskać nowych klientów i zbudować z nimi dłuższą relację.

Platformizacja jako strategiczna konieczność

Przedstawione przykłady to tylko wycinek możliwości, jakie daje firmie inwestycyjnej platformizacja usług finansowych. Jest to już obecny trend, który z pewnością w kolejnych latach będzie się rozwijał. Firmy inwestycyjne, które nie zdecydują się na ten kierunek, będą coraz mniej konkurencyjne.

Kluczowe jest jednak nie tylko wdrożenie nowych rozwiązań, ale także umiejętność właściwego zarządzania ryzykiem regulacyjnym poprzez współpracę z doświadczonymi doradcami prawnymi, którzy rozumieją zarówno tradycyjny rynek finansowy, jak i specyfikę sektora FinTech.

Wbrew powszechnej opinii wymogi MiFID II i innych aktów branżowych nie są istotną barierą dla rozwoju nowych usług i produktów. Wymagają jednak odpowiedniego spojrzenia regulacyjnego i odwagi w realizacji pomysłu.



Rozszerzenie zwolnienia podatkowego dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych

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

Barbara Błaszczak, Senior Associate w kancelarii Jabłoński Koźmiński i Wspólnicy, doktorantka w Szkole Doktorskiej Nauk Społecznych Uniwersytetu Warszawskiego w dyscyplinie nauki prawne

Przepisy dotyczące zwolnień podatkowych dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych przez długi czas budziły kontrowersje i spory z organami podatkowymi. W tym roku zostały one rozstrzygnięte przez TSUE, a już wkrótce nastąpi zmiana przepisów. Dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych, ale również płatników podatku u źródła pobieranego od wypłacanych na ich rzecz należności, w tym firm inwestycyjnych, otworzy się nowa perspektywa.

Dotychczasowy stan prawny

Warto przypomnieć, że dotychczas w art. 6 ust. 1 pkt 10a ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (t.j. Dz. U. z 2025 r., poz. 278 ze zm.; dalej: „ustawa o CIT”) przewidziane było zwolnienie podmiotowe dla instytucji wspólnego inwestowania posiadających siedzibę w innym niż Polska państwie członkowskim Unii Europejskiej lub w innym państwie należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG), które łącznie spełniają określone warunki. W szczególności instytucja taka powinna być zarządzana przez podmiot prowadzący działalność na podstawie zezwolenia właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym państwa jego siedziby. Warunek dotyczący miejsca siedziby na terenie UE/EOG dotyczył również analogicznego zwolnienia podatkowego dla podmiotów prowadzących program emerytalny, w zakresie dochodów związanych z gromadzeniem oszczędności na cele emerytalne (art. 6 ust. 1 pkt 11a ustawy o CIT).

Warunki te od dawna budziły kontrowersje. Podatnicy wskazywali, że stoją one w sprzeczności z unijną zasadą swobody przepływu kapitału i prowadzą do dyskryminacji dwóch kategorii podmiotów: funduszy inwestycyjnych spoza UE i EOG oraz funduszy zarządzanych wewnątrz, co przecież w niektórych jurysdykcjach (także unijnych) jest dopuszczalne. Szczególnie warunek dotyczący formy zarządzania funduszu miał charakter dyskryminacyjny i trudno było znaleźć dla niego uzasadnienie.

Przełomowe wyroki TSUE

Już 11 lat temu, w wyroku z 10 kwietnia 2014 r. w sprawie C-190/12, Emerging Markets przeciwko Dyrektorowi Izby Skarbowej w Bydgoszczy, TSUE odniósł się do kryterium siedziby instytucji wspólnego inwestowania. W wyroku tym Trybunał wskazał na niezgodność art. 6 ust. 1 pkt 10a ustawy o CIT z prawem Unii Europejskiej w zakresie, w jakim regulacje te wykluczają ze zwolnienia z podatku dochodowego fundusze inwestycyjne z siedzibą w innych krajach niż państwa członkowskie UE lub należące do EOG.



Wydanie tego orzeczenia nie przyniosło wówczas rezultatów w sferze regulacyjnej – polski ustawodawca nie zdecydował się na dostosowanie przepisów do wskazań TSUE.

Pomimo braku wprowadzenia zmian do polskiego porządku prawnego, orzeczenie Trybunału z 2014 roku wywarło istotny wpływ na sytuację podatników w zakresie zwrotu zapłaconego podatku dochodowego, w tym nienależnie pobranego podatku u źródła. Wskazany wyrok stanowił podstawę licznych wniosków o stwierdzenie nadpłaty podatku w latach 2014-2025. W ramach ponad 2,5 tys. postępowań nadpłatowych zagraniczne fundusze inwestycyjne i emerytalne skutecznie uzyskały łączny zwrot ok. 1,2 mld zł podatku wraz z odsetkami w kwocie ok. 440 mln zł (dane zawarte w uzasadnieniu do projektu ustawy nowelizującej). Zatem choć w praktyce podatnicy odprowadzali lub płatnicy pobierali podatek, to ten był zwykle zwracany po rozstrzygnięciu postępowania. Niemniej odzyskanie środków wymagało zaangażowania czasu i środków.

Podejście ustawodawcy zmieniło się natomiast po wydanym niedawno wyroku TSUE z 27 lutego 2025 r. w sprawie C-18/23, F S.A. przeciwko Dyrektorowi Krajowej Informacji Skarbowej. W tym orzeczeniu Trybunał odniósł się krytycznie do przewidzianego w polskiej ustawie o CIT warunku zwolnienia w postaci formy zarządzania funduszem inwestycyjnym. W tym kontekście Trybunał wskazał, że niezgodne z prawem Unii Europejskiej jest wprowadzenie ograniczenia przewidzianego w art. 6 ust. 1 pkt 10a lit f. ustawy

ARTYKUŁ: Rozszerzenie zwolnienia podatkowego dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych

CIT, warunkującego możliwość skorzystania ze zwolnienia od zarządzania funduszem inwestycyjnym przez podmioty zewnętrzne. W myśl wyroku, zagraniczne fundusze inwestycyjne, które zgodnie z prawem danego państwa są zarządzane wewnętrznie, powinny mieć prawo do zwolnienia na takich samych zasadach jak fundusze zarządzane przez podmioty zewnętrzne. TSUE podkreślił ponadto, że nie można uznać, iż środek podatkowy mający na celu uczynienie mniej atrakcyjnymi inwestycji dokonywanych przez przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania mające siedzibę w innym państwie członkowskim i podlegające w tym państwie kontroli organów nadzoru nad rynkiem finansowym, lecz zarządzane wewnętrznie (na przykład przez zarząd), jest odpowiedni do osiągnięcia zamierzonego celu ochrony inwestorów, w związku z czym takie ograniczenia nie mogą być zgodne z prawem unijnym.

Wyrok TSUE otworzył drogę dla kolejnych postępowań nadpłatowych, również tych, które zostały już zakończone – czy to przed organami podatkowymi, czy już przed sądem administracyjnym. Termin na ich wznowienie zasadniczo już minął, niemniej wielu podatników w ogóle nie występowało do tej pory z wnioskami, nie będącym świadomymi takiej możliwości. Tym, którzy tego nie zrobili, warto zwrócić na to uwagę, ponieważ w grę mogą wchodzić znaczne kwoty.

Zmiany w przepisach – szansa dla podatników i płatników

Po tegorocznym wyroku TSUE, resort finansów zdecydował się na nowelizację przepisów, polegającą na rozszerzeniu zakresu zwolnienia oraz doprecyzowaniu jego warunków dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz funduszy zarządzanych wewnętrznie. Nowelizacja została ujęta w ustawie z dnia 6 listopada 2025 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

W ramach zmian uwzględniono podstawowe tezy przywołanych wyroków TSUE. Ustawa zakłada:

- usunięcie warunku zwolnienia z CIT w postaci posiadania przez instytucje wspólnego inwestowania i podatników prowadzących programy emerytalne siedziby w państwie członkowskim UE/EOG (analogicznie w odniesieniu do zwolnienia przedmiotowego z art. 17 ust. 1 pkt 58 ustawy o CIT);
- umożliwienie zwolnienia z CIT również dla instytucji wspólnego inwestowania zarządzanych wewnętrznie, jeżeli instytucje te prowadzą swoją działalność na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru.

Ustawodawca przewidział jednak pewne dodatkowe warunki dla skorzystania ze zwolnienia. Po pierwsze, aby zagraniczna instytucja zbiorowego inwestowania mogła być nim objęta, musi istnieć podstawa prawna do uzyskania przez właściwy polski organ, w drodze automatycznej wymiany, informacji dotyczących rachunków prowadzonych przez taką instytucję, a zakres przekazywanych informacji musi obejmować określone dane wymienione w ustawie o wymianie informacji podatkowych z innymi państwami (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 1379 ze zm.). W praktyce więc preferencja podatkowa będzie miała zastosowanie do zagranicznych funduszy inwestycyjnych pochodzących z krajów, z którymi Polska zawarła umowy

dotyczące automatycznej wymiany informacji o rachunkach raportowanych. Zatem konieczna będzie weryfikacja, czy w odniesieniu do jurysdykcji, w której ma siedzibę dany podmiot, zawarta została umowa dotycząca automatycznej wymiany informacji podatkowych w ramach standardu CRS lub FATCA, umożliwiająca uzyskiwanie przez szefa Krajowej Administracji Skarbowej informacji o rachunkach prowadzonych przez instytucje wspólnego inwestowania na rzecz polskich rezydentów.

Ponadto ustawa przewiduje również możliwość zakwestionowania przez organy podatkowe prawa do zwolnienia w przypadku wykorzystania struktur o sztucznym charakterze, na podstawie mechanizmu antyabuzynnego przewidzianego w art. 22c ustawy o CIT (który obecnie obejmuje m.in. wypłaty należności opodatkowanych podatkiem u źródła).

Warto zwrócić uwagę, że niezmieniony pozostaje art. 26 ust. 1g ustawy o CIT, zgodnie z którym płatnicy dokonujący wypłat należności do podmiotów wymienionych w art. 6 ust. 1 pkt 10a i 11a oraz art. 17 ust. 1 pkt 58 ustawy o CIT (czyli objętych omawianymi zwolnieniami) stosują (z zastrzeżeniem mechanizmu pay & refund) zwolnienia wynikające z tych przepisów wyłącznie pod warunkiem uzyskania certyfikatu rezydencji oraz uzyskania od podatnika pisemnego oświadczenia, że jest rzeczywistym właścicielem wypłaconych należności oraz spełnia on warunki zwolnienia. Ocena tych warunków jest dokonywana niezależnie od warunku istnienia podstawy prawnej do uzyskania informacji podatkowych.

Ustawa została już uchwalona przez Sejm i podpisana przez Prezydenta. Zmiany mają wejść w życie 1 stycznia 2026 r. Należy jednak mieć również na uwadze, że nowe przepisy będą miały zastosowanie tylko do dochodów uzyskanych od 2026 r. Zatem w odniesieniu do dochodów z lat poprzednich nadal konieczne będzie inicjowanie postępowań o stwierdzenie nadpłaty.

Podsumowanie

Zmiany w zasadach stosowania zwolnień dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych stanowią szansę na uniknięcie konieczności odzyskiwania nadpłaconego podatku w drodze postępowania podatkowego. Nie będzie już konieczne wszczynanie czasochłonnego postępowania o stwierdzenie nadpłaty podatku przez zwolnione podmioty. Obecnie tego rodzaju postępowania trwają od kilku miesięcy do nawet kilku lat w sytuacji wniesienia skargi do wojewódzkiego sądu administracyjnego.

Niemniej, pomimo niezaprzeczalnej słuszności wprowadzenia opisanych zmian do ustawy o CIT, ustalenie prawa do skorzystania ze zwolnienia w oparciu o nową podstawę prawną będzie wymagało pogłębionej analizy sytuacji danego funduszu w świetle spełnienia ustawowych wymogów. Będzie to wyzwanie dla funduszy, które będą musiały zweryfikować podstawę do stosowania zwolnienia podatkowego w celu złożenia oświadczenia dla płatnika lub – jeżeli podatek jest rozliczany bezpośrednio przez podatnika – w celu ustalenia obowiązku zapłaty podatku. Natomiast płatnicy, w tym firmy inwestycyjne, powinni dostosować stosowane obecnie procedury, w tym zwłaszcza wzory oświadczeń, do nowych przepisów.

Retail Investment Strategy a polskie firmy inwestycyjne. Gdzie jesteśmy przed 5. trilogiem – omówienie stanowiska IDM.

mec. Jarosław Kubiak, Dyrektor Zarządzający, Izba Domów Maklerskich



RIS wchodzi w decydującą fazę negocjacji organów UE (Parlamentu, Komisji i Rady). Dla polskich firm inwestycyjnych kluczowe są cztery obszary:

1. Zachęty (inducements),
2. Mechanizm Value for Money,
3. „Ścieżka klienta” (testy i ostrzeżenia),
4. Klasyfikacja klientów profesjonalnych.

Poniżej prezentuję podsumowanie stanowiska IDM. Całość stanowiska łączy dwa cele – wysoką ochronę realnego interesu klienta oraz zachowanie opłacalności i różnorodności usług inwestycyjnych na rynku takim jak polski. Zachęty, Value for Money, uproszczona ścieżka klienta i racjonalna klasyfikacja profesjonalnych inwestorów są czterema kluczowymi filarami tej regulacyjnej architektury.

1. Zachęty: test jakości usługi, a nie ukryty test ceny

1.1. Elementy popierane przez IDM

IDM postuluje, aby test zachęt pozostał prosty i oparty wyłącznie na pytaniu: czy dana zachęta realnie podnosi jakość usługi świadczonej klientowi?

Z tego wynika kilka kluczowych postulatów:

- Wyłączenie oceny ceny produktu z zakresu testu zachęt. Czy produkt jest „wart swojej ceny” powinno być badane wyłącznie w ramach Value for Money i ładu produktowego, a nie w teście zachęt. Test zachęt ma sprawdzać tylko, czy za prowizję od podmiotu trzeciego stoi konkretna wartość dla klienta (np. narzędzia, raporty, obsługa), a nie czy całkowity poziom opłat jest „właściwy”.

- Wyraźne przykłady „tangible benefit” powinny być zawarte w samym MiFID.
IDM popiera wprowadzenie do dyrektywy MIFID przykładowego katalogu usług, przy których warunek „wymiernej korzyści” uznaje się za spełniony (tzw. *safe harbour*):
– dostęp do szerokiej oferty w konkurencyjnej cenie, wsparty narzędziami i raportami dla klienta,
– doradztwo zależne oparte na szerokiej, zróżnicowanej ofercie instrumentów, w tym instrumentów podmiotów trzecich bez powiązań z firmą,
– doradztwo zależne połączone z regularnym przeglądem odpowiedniości lub inną usługą ciągłą istotną dla klienta.
- Klauzula otwarta dla nowych usług cyfrowych.
IDM postuluje dopisanie, że także inne usługi o realnej wartości – w szczególności niezależne narzędzia *best execution*, monitor ryzyka portfela, zintegrowane raporty z wielu rachunków – mogą być „tangible benefit”.

Zachęty – proporcjonalność i przejrzystość

- Proporcjonalność ustala się względem korzyści klienta, a nie do samej wartości aktywów.
Wysokość zachęty należy oceniać w odniesieniu do dostarczanej klientowi wartości (jakości narzędzi, obsługi, raportowania), a nie automatycznie podnosić tylko dlatego, że rośnie wartość portfela. IDM proponuje oceniać tę proporcjonalność na poziomie całego modelu prowizyjnego, a nie pojedynczej transakcji – to tam planuje się zakres obsługi i finansuje infrastrukturę dla klientów.
- Przejrzystość zamiast kolejnych zakazów.
Akceptowany przez IDM model obejmuje jasną metodę kalkulacji zachęty, oddzielenie zachęt od kosztów operacyjnych oraz prowadzenie wewnętrznej listy zachęt i dokumentacji testu. To zapewnia nadzorcy narzędzie kontroli bez tworzenia kolejnego warstwy formalnych zakazów.

1.2. Elementy, którym IDM się sprzeciwia

- Rozszerzenie testu zachęt o elementy Value for Money.
Wciągnięcie do testu zachęt porównań kosztów i wyników produktów powodowałoby dublowanie mechanizmu VfM, groziłoby pośrednią regulacją cen i nadmiernie skomplikowałoby codzienną praktykę.
- Nowy „best interest test” tylko dla zachęt.
IDM jest przeciwko dokładaniu dodatkowego testu najlepszego interesu klienta w module zachęt. Wystarczy istniejący ogólny obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie klienta w MiFID; dodatkowy test o zbliżonej treści wprowadzałby tylko niejasność co do tego, którą normę stosować w pierwszej kolejności.
- Automatyczny mechanizm zwrotu zachęty w wartości nominalnej.

STANOWISKA IDM

IDM ocenia, że taki mechanizm byłby niejasny, nakładałby nieprzewidywalną odpowiedzialność i dublowałby standardowe roszczenia cywilne oraz uprawnienia nadzoru.

- Sztuczny zakaz akceleratorów i progów sprzedażowych. IDM postuluje, aby tego typu konstrukcje oceniać w reżimie konfliktów interesów i polityk wynagradzania, a nie z góry zakazywać w całej Unii.

2. Value for Money: ocena ceny produktu bez quasi limitów z nadzoru

2.1. Główna idea

Value for Money (VfM) to mechanizm odpowiedzi na pytanie, czy produkt i towarzysząca mu usługa są warte łącznych kosztów, jakie ponosi klient. To miejsce, w którym powinna się odbywać ocena „wart swojej ceny” – nie w teście zachęt.

2.2. Założenia mechanizmu VfM wspierane przez IDM

- VfM jako część ładu produktowego. Ocena VfM powinna być osadzona w procesach producenta i dystrybutora: policzenie wszystkich kosztów (w tym dystrybucji i zachęt), porównanie do *peer group* i udokumentowanie w product governance.
- Peer groups z jasnymi kryteriami, ale o charakterze pomocniczym. IDM akceptuje grupy porównawcze złożone z rzeczywiście podobnych produktów (podobny horyzont inwestycyjny, profil ryzyka, strategia, rynek docelowy, sposób generowania dochodu, ewentualne cechy zrównoważonego rozwoju). Kryteria doboru tych grup powinny być zapisane w głównym akcie prawnym, a nie w często zmienianych wytycznych. Jednocześnie grupa rówieśnicza ma być narzędziem wyłącznie pomocniczym: jeśli cechy produktu obiektywnie uzasadniają wyższy koszt niż średnia w grupie (np. szerszy zakres ochrony, unikalna strategia, inny profil płynności), to wystarczy to rzetelnie opisać, aby produkt mógł być oferowany.
- Opisowa ocena VfM tam, gdzie nie ma porównywalnej *peer group*. Dla produktów niszowych lub złożonych, dla których brak realnie porównywalnych odpowiedników, IDM popiera możliwość oparcia oceny na opisowym uzasadnieniu kosztów i korzyści zamiast konstruowania sztucznej grupy porównawczej.
- Rózsądnie ograniczona sprawozdawczość. IDM akceptuje raportowanie danych o kosztach dystrybucji tylko wtedy, gdy ESMA potrzebuje ich do swojego raportu o kosztach w UE i w jednolitym, technicznym formacie, bez rozszerzania zakresu danych ponad to, co wynika z MIFID.
- Obowiązek „appropriate action”, a nie automatyczne rekomendacje. Gdy produkt nie spełnia wymogów VfM lub jest wycofywany, IDM popiera obowiązek podjęcia adekwatnych działań: zatrzymanie nowych sprzedaży, udokumentowanie przyczyn, poinformowanie klientów i zapewnienie obsługi istnieją-

cych pozycji. Bez automatycznego obowiązku kompensacji czy obowiązkowego proponowania zamiany produktu.

2.3. Sprzeciw wobec benchmarków nadzorczych

IDM sprzeciwia się tworzeniu benchmarków nadzorczych – liczbowych wskaźników budowanych przez nadzór na podstawie danych o kosztach i wynikach, które w praktyce stają się quasi limitami cenowymi. Ryzyka są następujące:

- presja na dostosowywanie się do średniej kosztowej zamiast projektowania produktów w oparciu o rzeczywiste potrzeby klientów,
- niekorzystne skutki dla małych rynków i niszowych strategii, ponieważ stałe benchmarki oparte głównie na danych z dużych rynków nie odzwierciedlają lokalnych kosztów, skali działalności i ograniczeń strukturalnych takich segmentów,
- ryzyko tłumienia innowacji i zubożenia oferty, gdyż produkty odbiegające konstrukcją lub profilem kosztowym od średniej benchmarku są w praktyce zniechęcane lub eliminowane, nawet jeśli obiektywnie przynoszą klientom dodatkową wartość,
- możliwość faktycznego sterowania cenami przez organ nadzoru, choć nie taki jest formalny cel.

Jeżeli mimo sprzeciwu benchmarki się pojawiają, IDM postuluje, aby:

- opierały się wyłącznie na danych już publicznych,
- służyły tylko do wychwytywania odchyleń,
- nie były używane w komunikacji do klientów,
- nie powodowały automatycznych sankcji,
- a dla produktów niszowych można było całkowicie oprzeć się na analizie opisowej.

3. Ścieżka klienta: mniej biurokracji, więcej realnej ochrony

3.1. Brak nowego „best interest test”

IDM popiera usunięcie odrębnego „best interest test” w ścieżce klienta. Wystarczy istniejący ogólny obowiązek działania w najlepiej pojętym interesie klienta oraz reguły ładu produktowego i konfliktów interesów. Dodatkowy test tworzyłby tylko nowy formularz, bez dodatkowej ochrony.

3.2. „Light suitability” dla prostych, tanich i zdywersyfikowanych produktów

IDM popiera lżejszy test odpowiedniości (light suitability) dostępny dla wszystkich doradców, gdy dotyczy on prostych, zdywersyfikowanych i niskokosztowych produktów. Celem jest skrócenie i uproszczenie ankiet dla klientów, przy zachowaniu kluczowych pytań o cele, horyzont i akceptację ryzyka.

3.3. Adekwatność w sprzedaży bez doradztwa

W kanale „execution only” IDM:

- sprzeciwia się dokładaniu do testu adekwatności nowych pytań o zdolność do ponoszenia strat i tolerancję ryzyka – to element doradztwa, a nie sprzedaży bez porady,

STANOWISKA IDM

- popiera wariant, w którym dla najprostszych, płynnych produktów bez dźwigni test adekwatności można zastąpić krótkim, zrozumiałym ostrzeżeniem o ryzyku, pokazanym klientowi przed transakcją.

3.4. Ostrzeżenia i raporty bez sztywnych szablonów

IDM akceptuje to, że:

- klient musi rozumieć, po co jest ankieta,
- firma powinna ostrzegać, gdy brak danych uniemożliwia ocenę,
- informacje zebrane o kliencie można mu na żądanie udostępnić.

Jednocześnie IDM jest przeciwko sztywnym, jednolitym w całej UE szablonom ostrzeżeń i raportów – zbyt wiele standaryzowanych komunikatów prowadzi do „zmęczenia ostrzeżeniami” i spadku ich skuteczności.

3.5. Zachęcanie do rynku regulowanego, a nie do krypto

W odpowiedziach do ESMA, IDM zwraca uwagę, że nadmierna złożoność procedur, długie ankiety i ograniczenia komunikacji z klientami wypychają inwestorów do obszarów nienadzorowanych, takich jak kryptoaktywa czy platformy spekulacyjne. Młodzi inwestorzy wybierają produkty o większej zmienności, promowane przez finfluencerów, bo tam bariery wejścia i formalności są niższe.

IDM podkreśla, że prawdziwa ochrona inwestora to także utrzymanie atrakcyjności rynku regulowanego, tak aby klienci detaliczni

nie byli wypychani do mniej nadzorowanych kanałów. Stąd nacisk na uproszczenie ścieżki klienta oraz większą uwagę nadzoru wobec modeli biznesowych opartych na agresywnej aktywizacji klientów i konfliktach interesów – w szczególności modeli neo-brokerów, które łączą bardzo niski próg wejścia z intensywnym marketingiem i mechanizmami skłaniającymi do częstego handlu.

4. Klienci profesjonalni – łatwiejsza ścieżka dla rzeczywiście zaawansowanych

Klasyfikacja klienta decyduje o poziomie ochrony regulacyjnej. IDM wspiera ułatwienie dostępu do statusu klienta profesjonalnego dla osób faktycznie doświadczonych i o odpowiedniej skali inwestycji, przy zachowaniu rozsądnych progów.

Najważniejsze postulaty IDM:

- Niższy próg transakcyjny i możliwość opierania się na pojedynczej dużej transakcji.
IDM popiera obniżenie wymogu z 40 do 30 transakcji rocznie oraz wprowadzenie ścieżki opartej na jednej transakcji o wartości co najmniej 250 tys. EUR.
- Możliwość łączenia wysokiej wartości z niższą częstotliwością.
Chodzi o inwestorów dokonujących mniejszej liczby, ale znaczących transakcji (np. aniołowie biznesu).
- Utrzymanie kryterium „istotnej wielkości transakcji”.
Ma to chronić przed sytuacją, w której wiele drobnych transakcji bez realnego doświadczenia dawałoby status profesjonalny.
- Obniżenie progu wartości portfela z 500 tys. do 250 tys. EUR.
Progi powinny odzwierciedlać skalę typowych portfeli na mniejszych rynkach, takich jak polski, a więc być niższe niż na największych rynkach UE. Jednocześnie wartość portfela należy ustalać na dzień złożenia wniosku, a nie jako średnią z kilku lat, ponieważ portfele naturalnie się zmieniają w czasie – średnia historyczna sztucznie zawyża wymagania wobec inwestorów, którzy dopiero budują portfel albo ponieśli straty mimo realnego doświadczenia.
- Szersze ujęcie doświadczenia zawodowego i edukacji.
IDM popiera wliczanie doświadczenia inwestycyjnego zdobytego także poza ścisłą branżą finansową oraz traktowanie edukacji i certyfikowanych szkoleń jako samodzielnej podstawy lub kryterium wspierającego – pod warunkiem, że ich poziom i zakres realnie potwierdzają zrozumienie ryzyka i złożoności produktów.
- Nowa kategoria klientów profesjonalnych „z mocy prawa”.
IDM popiera uznanie członków zarządów, rad nadzorczych i najwyższej kadry w podmiotach finansowych za klientów profesjonalnych w odniesieniu do inwestycji, którymi zarządzają lub nadzorują. Każdy z nich zachowuje prawo zażądania statusu detalicznego.

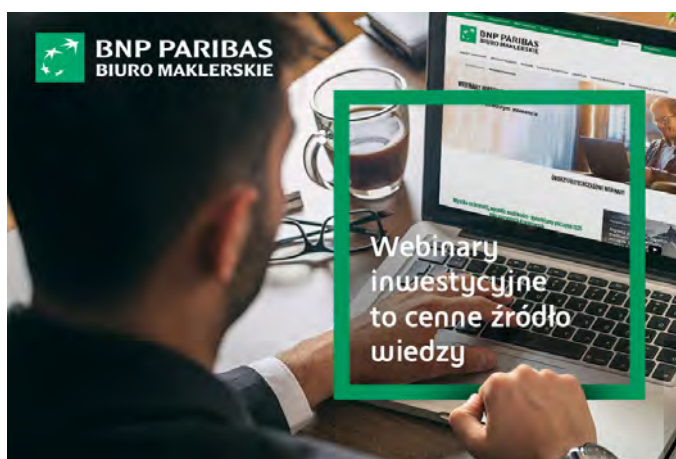


Edukacja finansowa – działanie edukacyjne członków IDM

Według badania *Poziom wiedzy finansowej Polaków* (Fundacja GPW i Warszawski Instytut Bankowości) Polacy 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, m.in. Olimpiadę wiedzy o finansach „Finansomania”, organizowaną przez Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu czy znaną akcję edukacyjną dla młodzieży – Trampki na giełdzie.

Równie aktywni w edukacji inwestorów są członkowie Izby Domów Maklerskich. Chcesz wiedzieć więcej co robią biura i domy maklerskie, aby edukować inwestorów? Przeczytaj!

WEBINARIY INWESTYCYJNE TO CENNE ŹRÓDŁO WIEDZY



Dla BM BNP Paribas edukacja finansowa i inwestycyjna to istotny element działalności. Wierzymy, że im większa wiedza inwestorów, tym bardziej dojrzały i odporny staje się rynek kapitałowy. Dlatego od lat angażujemy się w inicjatywy, które mają na celu zwiększanie świadomości finansowej Polaków.

Jedną z naszych kluczowych form działań są webinariusze edukacyjne, które organizujemy kilka razy w roku. Stałym punktem w kalendarzu jest spotkanie na początku każdego roku, podczas którego nasi eksperci przedstawiają prognozy rynkowe oraz omawiają aktywa o potencjale wzrostu w nadchodzących miesiącach. Ten inauguracyjny webinar cieszy się dużym zainteresowaniem osób zainteresowanych inwestycjami, którzy chcą lepiej zrozumieć perspektywę gospodarczą i przygotować swoje portfele na nowy rok.

W ciągu roku organizujemy kolejne webinariusze, które poświęcone są bieżącym wydarzeniom rynkowym. Reagujemy na to, co dzieje się w gospodarce i na rynkach finansowych i dostosowujemy pod to tematykę webinarów. Naszym celem jest nie tylko komentowanie bieżących wydarzeń, ale przede wszystkim

dostarczanie wiedzy, która pozwala samodzielnie podejmować świadome decyzje na rynku kapitałowym. Przykładowe tematy zrealizowanych w tym roku webinarów to: „Wysoka zmienność, wysokie możliwości - dynamiczny początek 2025 roku na rynkach finansowych”, „Aktualna sytuacja rynkowa: czego spodziewać się na rynkach finansowych w II półroczu 2025?” oraz „Inwestycje w czasie spadających stóp. Jak zadbać o swoje pieniądze?”

Edukacja to jednak nie tylko same webinariusze. Eksperci BM BNP Paribas regularnie występują w mediach branżowych, gdzie w formie wywiadów, komentarzy czy autorskich artykułów dzielą się swoją wiedzą i doświadczeniem. Poruszają przy tym bardzo szerokie spektrum tematów, z zakresu m.in. analizy technicznej, fundamentalnej, wpływu procesów gospodarczych i polityki monetarnej, a także fiskalnej na rynek kapitałowy.

Staramy się także wspierać młode pokolenie przyszłych inwestorów i jeśli jest taka możliwość spotykamy się ze studentami. W tym roku edukowaliśmy studentów Uniwersytetu Warszawskiego na temat zarządzania portfelem inwestycyjnym. Uważamy, że kontakt z rynkiem i praktykami zawodu już na etapie studiów to doskonały sposób, by rozbudzić pasję i pogłębić wiedzę finansową, która będzie procentowała w przyszłości.

EDUKACJA JAKO PIERWSZA TARCZA W OBSZARZE CYBERBEZPIECZEŃSTWA



Adam Dubiel, Chief Product & Technology Officer w XTB

Działania edukacyjne w obszarze cyberbezpieczeństwa, szczególnie w sektorze finansowym, nigdy nie przestają być aktualne, a w ostatnich miesiącach ich znaczenie szczególnie wzrosło. Branża finansowa coraz częściej staje się celem ataków, a przestępcy sięgają po coraz bardziej zaawansowane metody. Według danych

EDUKACJA FINANSOWA

CERT NASK, w 2024 roku w Polsce odnotowano ponad 103 tys. unikalnych incydentów bezpieczeństwa – aż o 29% więcej niż rok wcześniej¹.

Z jednej strony cyberprzestępcy wykorzystują głównie phishing i socjotechnikę, podszywając się pod zaufane instytucje i nakłaniając użytkowników do logowania na fałszywych stronach przypominających portale społecznościowe, banki czy skrzynki mailowe. Z drugiej strony dane do logowania często pochodzą również z wycieków lub z komputerów zainfekowanych złośliwym oprogramowaniem. Później przestępcy testują te same hasła w wielu serwisach.

Wiele ofiar cyberataków popełnia ten sam błąd: brak uruchomionego dwuskładnikowego uwierzytelniania (2FA). Ta metoda wymaga potwierdzenia logowania dodatkowym kodem lub aplikacją, co uniemożliwia dostęp osobom niepowołanym, nawet jeśli znają hasło.

W tym roku wdrożyliśmy nowe bardziej zaawansowane zabezpieczenia, jak TOTP (Time-based One-Time Password) – o tej metodzie informowaliśmy szeroko w mediach ogólnopolskich. Konsekwentnie rozwijamy działania edukacyjne skierowane do klientów. Tłumaczymy, dlaczego warto i jak uruchomić uwierzytelnianie dwuskładnikowe, jak rozpoznać oszustwo w sieci i jakie formy mogą one przybierać.

Przybliżyliśmy praktyczne sposoby ochrony kont i danych, dzieliliśmy się poradami zwiększającymi bezpieczeństwo w internecie oraz podkreślaliśmy znaczenie reagowania na komunikaty ostrzegawcze od instytucji finansowych. Centralnym miejscem publikacji wytycznych dotyczących bezpieczeństwa jest strona <https://edukacja.xtb.com/bezpieczenstwo-w-sieci>.

Wiedzę i materiały edukacyjne przekazujemy wieloma kanałami komunikacji – poprzez wiadomości w aplikacji mobilnej, powiadomienia push i mailingi, a także za pośrednictwem naszych profili w mediach społecznościowych oraz publikacji w serwisach branżowych.

Aby jeszcze szerzej wzmacniać świadomość w zakresie cyberbezpieczeństwa, współtworzymy razem z Pulsem Biznesu i Bankier.pl II edycję kampanii Scamming Out i edukujemy o tym jak rozpoznać oszustwo finansowe, jak chronić swoje dane i nie dać się oszukać.

W efekcie 98,4% obecnych klientów XTB korzysta z 2FA. Ta metoda autoryzacji już jest obowiązkowa dla wszystkich nowych klientów, a możliwość jej wyłączenia nie będzie dostępna.

W ostatnich miesiącach zauważyliśmy również wzrost liczby prób podszywania się pod markę XTB i naszych analityków. Fałszywe grupy inwestycyjne w mediach społecznościowych

na WhatsAppie, Facebooku czy Telegramie wykorzystują nasze logo i nazwiska ekspertów, obiecując „pewne zyski”. W rzeczywistości to próby wyłudzenia danych lub środków finansowych. W 2024 r. CERT NASK wpisał na Listę Ostrzeżeń 52 tys. domen związanych z fałszywymi inwestycjami. Rok wcześniej było ich 32 tys. Od początku 2025 roku nasz zespół zgłosił już 90 fałszywych stron i reklam. Wykorzystujemy w tym celu m.in. narzędzie Meta Brand Protection. Proces rozpatrywania zgłoszeń jest zazwyczaj długi, co niestety daje oszustom czas na tworzenie kolejnych fałszywych stron i naraża użytkowników na dalsze oszustwa. Równolegle rozwijamy własne narzędzia do wykrywania i raportowania incydentów. Zachęcamy i edukujemy naszych pracowników i klientów, by nie wchodzili w interakcje z podejrzanymi kontami. Prosimy ich również o bieżące zgłaszanie takich grup i kont bezpośrednio w aplikacji.

Na rynkach finansowych nie ma prostych recept na sukces. Dlatego wciąż najskuteczniejszą ochroną przed cyberzagrożeniami pozostaje świadomość i ostrożność.

OCZAMI ŻUBRA



OCZAMI ŻUBRA

Spotkanie z Analitykami Biura Maklerskiego Pekao



Biuro Maklerskie Pekao aktywnie angażuje się w **inicjatywy edukacyjne**, mające na celu podnoszenie świadomości finansowej społeczeństwa. Nasze akcje edukacyjne obejmują zarówno inicjatywy dla młodzieży, jak i naszych obecnych i potencjalnych klientów.

„Trampki na Gieldzie”

Od 2023 roku, BM Pekao jest Partnerem Strategicznym w ogólnopolskim programie edukacyjnym „Trampki na giełdzie”, który obejmuje szeroki wachlarz działań skierowanych do dzieci, młodzieży, rodziców i nauczycieli. Jest to wyjątkowe wydarzenia organizowane w całej Polsce. Spotkania w Warszawie odbywają się w Sali Notowań GPW, gdzie ok. 250 uczestników w wieku 7-14 lat bierze udział w warsztatach, konkursach i spotkaniach z mentorami finansowymi. Program oferuje młodym uczestnikom inspirującą i praktyczną wiedzę o finansach, inwestowaniu i bezpieczeństwie cyfrowym.

¹ <https://cert.pl/posts/2025/04/raport-roczny-2024/>

EDUKACJA FINANSOWA

„Środy z Żubrem na Giełdzie”

Kolejną inicjatywą jest cykl warsztatów „Środy z Żubrem na GPW”. Od lutego do grudnia 2025 roku BM Pekao wspiera bezpłatne warsztaty dla klas szkół podstawowych i ponadpodstawowych. Zajęcia odbywają się w budynku GPW i obejmują tematy takie jak: historia pieniądza, zarządzanie finansami osobistymi, podstawy inwestowania, technologie w finansach, cyberbezpieczeństwo. Warsztaty są dostosowane do wieku uczestników – od klas 1-3 po uczniów szkół ponadpodstawowych – i prowadzone są według autorskiej metody edukacyjnej, która łączy zabawę, pracę w grupach i interaktywne formy nauki.

Dzięki zaangażowaniu Biura Maklerskiego Pekao edukacja finansowa staje się dostępna, atrakcyjna i skuteczna -budując fundamenty świadomego uczestnictwa w rynku kapitałowym już od najmłodszych lat.

„Oczami Żubra”

BM Pekao prowadzi również cykl spotkań edukacyjnych dla pracowników pod nazwą „Oczami Żubra”, podczas których analitycy z Biura Analiz Inwestycyjnych omawiają aktualne tematy rynkowe, trendy inwestycyjne oraz wydarzenia makroekonomiczne. Spotkania te mają na celu nie tylko podnoszenie kompetencji pracowników Banku Pekao, ale także budowanie kultury świadomego uczestnictwa w rynku kapitałowym wśród osób zatrudnionych w instytucjach finansowych. W ramach cyklu poruszane są zagadnienia, które rezonują z bieżącymi wydarzeniami gospodarczymi i społecznymi. Spotkania „Oczami Żubra” cieszą się dużym zainteresowaniem i stanowią ważny element wewnętrznej strategii edukacyjnej BM Pekao.

Dodatkowo, BM Pekao jest partnerem wydarzeń edukacyjnych dla młodzieży i studentów jak np.: Model United Nation czy Klub Inwestora SGH, a dla naszych klientów organizujemy w całej Polsce cykl spotkań: „Inwestuj z Żubrem” oraz „Z Żubrem na Giełdę”. Wierzymy, że edukacja inwestycyjna jest nie tylko wartością dodaną dla klientów, ale również fundamentem zdrowego i dynamicznego rynku kapitałowego.

BIURO MAKLESKIE MBANKU – współorganizatorem największej w Polsce konferencji poświęconej inwestowaniu pasywnemu i instrumentom ETF

<https://wpic-gpw.pl/>.

Rosnące zainteresowanie inwestowaniem pasywnym oraz funduszami ETF wśród inwestorów indywidualnych zaobserwowaliśmy kilka lat temu. Dlatego już w 2020 r. zdecydowaliśmy się na inicjatywę edukacyjną w tym obszarze razem z GPW i BETA ETF, efektem było powstanie pierwszej w Polsce konferencji w pełni poświęconej inwestowaniu pasywnemu – Warsaw Passive Investment Conference (WPIC).

Właściwy kierunek potwierdzają także statystyki naszych klientów w Biurze maklerskim mBanku. Zainteresowanie pasywnym



inwestowaniem długoterminowym stale rośnie, a fundusze ETF stają się jednym z najchętniej wybieranych instrumentów – blisko 80% nowych klientów IKE/IKZE inwestuje w ETF-y, a ponad 50% wybiera wyłącznie te instrumenty.

W tym roku w dniach 23 i 24 kwietnia tworzyliśmy już 6. edycję konferencji. Uczestnicy czerpali wiedzę podczas wykładów, paneli i debat zarówno w formie online pierwszego dnia wydarzenia lub stacjonarnie drugiego dnia w siedzibie GPW.

Pierwszy dzień WPIC rozpoczęliśmy od rozmowy z Adamem Kszczotem, polskim lekkoatletą, wielokrotnym mistrzem Europy i wicemistrzem świata w bieganiu średniodystansowym na temat inwestowania na giełdzie przez sportowców. Następnie uczestnicy mogli posłuchać m.in. Jacka Lemparta, Pankracego, Anny Smolińskiej – fininfluencerów, którzy podzielili się praktyczną wiedzą inwestycyjną, a także przedstawili, jak inwestują kobiety i młodzież.

Drugi dzień był poświęcony wykorzystaniu ETF-ów przez zarządzających aktywnymi lub pasywnymi funduszami inwestycyjnymi oraz zarządzających portfelami inwestycyjnymi klientów. Uczestnicy dowiedzieli się, jakie są globalne trendy i perspektywy na rynku ETF.

Rosnąca liczba uczestników z roku na rok potwierdza słusność idei i zapotrzebowanie na edukację w tej tematyce. Kontynuujemy projekt z jeszcze większą energią widząc w jak zawrotnym tempie inwestowanie pasywne zyskuje w oczach inwestorów. WPIC to unikalna konferencja, podczas której inwestorzy detaliczni otrzymują dawkę świetnej wiedzy, a eksperci, zarządzający aktywami i emitenci ETF spotykają się w jednym miejscu. Zapraszamy już dzisiaj na 7. edycję, która odbędzie się 21-22 kwietnia 2026 r.

**WIĘCEJ O AKCJACH I KAMPANIACH EDUKACYJNYCH
NA STRONACH CZŁONKÓW IDM!**

ZAPRASZAMY DO LEKTURY!

Forum Firm Inwestycyjnych

mec. Katarzyna Kacprzak, radca prawny, Izba Domów Maklerskich

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 Euronextu? O tym i o innych tematach związanych z inwestowaniem dyskutowała branża maklerska podczas Forum Firm Inwestycyjnych, które odbyło się w dniu 20 listopada w Sali Notowań Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. To pierwsze takie wydarzenie zorganizowane przez Izbę Domów Maklerskich.

Patronat honorowy nad wydarzeniem miało Ministerstwo Cyfryzacji.

W Forum wzięli udział przedstawiciele Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Bond Spot oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

Wystąpienie otwierające wygłosił prof. Dariusz Adamski, Zastępca Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego. Ponadto, podczas Forum wysłuchaliśmy szeregu innych wystąpień oraz 6 paneli dyskusyjnych.

Głównym tematem były nowe technologie i ich wykorzystanie na rynku kapitałowym. Rozmawialiśmy o nowych perspektywach CSDonDLT i rozpoczęciu cyfrowej transformacji rynku kapitałowego, o wpływie DLT i technologii rozproszonych, o tokenizacji instrumentów finansowych, szansach i wyzwaniach ery blockchain. Mowa była o postrzeganiu AI przez klientów i doradców w zakresie wsparcia inwestowania, o sztucznej inteligencji w inwestowaniu: czy jest to rewolucja w modelach biznesowych i obsłudze klientów. Nie zabrakło także tematu cyberbezpieczeństwa i roli AI w wykrywaniu nadużyć i ochronie rynku. Na koniec wysłuchaliśmy panelu o compliance – jak zbudować silne struktury nadzoru w zgodzie z innowacjami.



FOTORELACJA: FORUM FIRM INWESTYCYJNYCH



Patronat honorowy



**Ministerstwo
Cyfryzacji**

Partner strategiczny



KDPW

Partner instytucjonalny

NASK

accenture



Bank Pekao
Biuro Maklerskie

Partnerzy konferencji

e-point

**Osborne
Clarke**

**RYMARZ
ZDORT
MARUTA**

Patronat medialny

analizy^{pl}

Comparic

fintek
Think Tech



STOCKBROKER

**Strefa
Inwestorów**

**b
BIZNESOWA**

CSDonDLT – technologiczna rEwolucja rynku kapitałowego

Maciej Trybuchowski, Prezes Zarządu KDPW i KDPW_CCP



Od wielu lat spółki Grupy KDPW intensywnie inwestują w rozwój usług opartych na rozwiązaniach technologicznych, wspierając proces cyfryzacji rynku finansowego i polskiej gospodarki. Projekt CSDonDLT oraz towarzysząca mu Biała Księga prezentują doświadczenia i obserwacje KDPW w odniesieniu do potencjału oraz korzyści wynikających z zastosowania technologii blockchain, jako uzupełnienia i funkcjonalnego rozszerzenia tradycyjnej infrastruktury rynku kapitałowego.

Technologia blockchain pozwala na redefinicję i tworzenie nowych modeli przechowywania i przenoszenia własności aktywów, a także budowania zaufania pomiędzy uczestnikami rynku w ramach współdzielonego i rozproszonego rozwiązania informatycznego.

Tradycyjna infrastruktura rynków kapitałowych, o ile jest efektywna, wydajna oraz bezpieczna, charakteryzuje się znaczną złożonością i zcentralizowaniem procesów. Każda transakcja wymaga współpracy wielu podmiotów oraz uzgadniania danych przechowywanych w odseparowanych systemach informatycznych prowadzonych przez uczestników rynku. Taka architektura rynku wymaga uzgadniania i ciągłego doskonalenia standardów współpracy, komunikacji i wymiany danych pomiędzy podmiotami ją tworzącymi. Dodatkowo, wciąż rosnąca liczba przeprowadzanych operacji, ich wolumen i wartość, a także liczba nowych instrumentów, emisji oraz inwestorów mogą zwiększać ryzyko operacyjne i systemowe

dla instytucji finansowych, które muszą nieustannie angażować się w replikację oraz uzgadnianie danych i procesów ze względu na fragmentaryczność utrzymywanych rozwiązań IT.

W tym kontekście technologia rozproszonego rejestru (DLT) stanowi obiecujące rozwiązanie, które może znacząco usprawnić funkcjonowanie rynków kapitałowych, wpływając na zwiększenie efektywności, redukcję ryzyk oraz kosztów transakcji. Fundamentalną wartością jaką niesie DLT jest współdzielenie jednej, niezmiennej i transparentnej księgi głównej przez wszystkich uczestników rynku przy jednoczesnym zachowaniu poufności i zasad tajemnicy zawodowej. W praktyce oznacza to, że wszelkie zmiany wprowadzone do księgi są automatycznie widoczne dla uprawnionych stron, eliminując konieczność rekonyliacji między systemami. W systemach opartych na DLT transfer papierów wartościowych może być zrealizowany niemal natychmiastowo, z jednoczesnym zapisaniem transakcji w rozproszonej księdze głównej.

Biorąc pod uwagę możliwość współdzielenia jednego, rozproszonego systemu przez wszystkich uczestników rynku, teoretycznie systemy oparte na DLT pozwalałyby na wyeliminowanie pośredników w realizacji procesów rynkowych. Przy bliższej ocenie okazuje się, że wykluczenie profesjonalnych pośredników z łańcucha wartości niesie ze sobą szereg nowych ryzyk. Obecność instytucji takich jak centralne depozyty, banki czy firmy inwestycyjne jest niezbędna dla zapewnienia stabilności rynków kapitałowych. Podmioty te odgrywają kluczową rolę w zarządzaniu ryzykiem systemowym, ochronie inwestorów oraz realizacji wymogów regulacyjnych, wynikających choćby z przepisów dotyczących obszarów KYC oraz AML.

W toku prowadzonych w KDPW analiz uznano, że z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego, największy potencjał zastosowania nowego modelu infrastruktury post-transakcyjnej odnosi się do segmentu transakcji pozagiełdowych (OTC). Projekt CSDonDLT realizowany jest jako implementacja dodatkowej, komplementarnej warstwy systemu depozytowo-rozrachunkowego opartej na technologii blockchain. Tworzone rozwiązanie na obecnym etapie koncentruje się na rozrachunku transakcji OTC, obejmując swoim zakresem zarówno przechowywanie, swobodny transfer papierów wartościowych, jak i atomowy rozrachunek transakcji w ramach warstwy DLT. Całość ukierunkowana jest na poprawę efektywności operacyjnej i kosztowej, zwiększenie transparentności oraz minimalizację ryzyk operacyjnych i systemowych, przy jednoczesnym zachowaniu zgodności z obowiązującymi przepisami prawa i standardami rynku kapitałowego. Implementacja pozwoli na utrzymanie, a wręcz rozszerzenie roli uczestników rynku, w tym podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych, którzy dzięki rozszerzeniu portfela usług będą mogli oferować swoim klientom nowe, innowacyjne narzędzia i funkcjonalności umożliwiające m.in. przeprowadzanie rozrachunków transakcji w papierach wartościowych w trybie ciągłym bez względu na dostępność systemów tradycyjnych.

FORUM FIRM INWESTYCYJNYCH

Komplementarność, a tym samym pełna interoperacyjność obu warstw systemu depozytowo-rozrachunkowego pozwoli na dokonywanie płynnych transferów papierów wartościowych z warstwy tradycyjnej do DLT i na odwrót, bez konieczności tworzenia dedykowanych strategii przejścia, jak w przypadku odseparowanych i zamkniętych systemów silosowych. Funkcjonalne i technologiczne rozszerzenie obecnej infrastruktury umożliwi budowanie różnorodnych modeli biznesowych opartych na rozproszonej warstwie systemu rozrachunku, która może stanowić jeden z fundamentów przepływu wartości w rozproszonym i współdzielonym ekosystemie.

Co istotne, zaprojektowana w ramach projektu CSDonDLT warstwa DLT charakteryzuje się technologiczną neutralnością w odniesieniu do wymagań rozporządzenia CSDR oraz przepisów prawa polskiego. W praktyce oznacza to, że rozwiązanie będzie w pełni zgodne z obowiązującymi regulacjami dotyczącymi systemu depozytowo-rozrachunkowego, bez potrzeby ich modyfikacji ani korzystania z tymczasowych ram prawnych, takich jak DLT Pilot Regime. Takie podejście umożliwia budowę rozwiązań trwałych i elastycznych, gotowych do dalszego rozwoju i dostosowania do przyszłych zmian technologicznych oraz regulacyjnych. W tym kontekście wykorzystanie technologii DLT nie jest rewolucją, lecz naturalnym etapem ewolucji infrastruktury rynkowej, odpowiadającym na potrzebę większej efektywności, bezpieczeństwa i elastyczności.

Prezentowane przedsięwzięcie stanowi istotny krok w kierunku modernizacji i rozwoju infrastruktury krajowego rynku kapitałowego,

odpowiadając zarówno na globalne trendy, jak i na inicjatywy podejmowane przez inne europejskie rynki w zakresie wdrażania innowacyjnych technologii oraz nowych modeli biznesowo-operacyjnych. Tym samym, Biała Księga, dostępna na stronie internetowej KDPW, stanowi zaproszenie dla instytucji rynkowych, w tym przede wszystkim uczestników KDPW do włączenia się w realizację projektu CSDonDLT, współpracy i podjęcia wspólnego wysiłku na rzecz poprawy innowacyjności polskiego rynku kapitałowego. Udział szerokiego grona instytucji rynku kapitałowego we współtworzeniu infrastruktury rozproszonej warstwy DLT wkomponowanej w obecnie funkcjonujący ekosystem, a w konsekwencji zaoferowanie klientom możliwości utrzymywania wydzielonej funkcjonalności rachunku papierów wartościowych w ramach sieci blockchain może w istocie otworzyć nowe możliwości rozwoju usług oraz samego rynku.

Transformacja infrastruktury i modeli rynkowych powinna przede wszystkim koncentrować się na integracji innowacyjnych technologii z istniejącymi strukturami, tak aby maksymalizować korzyści wynikające z DLT przy jednoczesnym zachowaniu stabilności i bezpieczeństwa systemu finansowego. Takie podejście umożliwia osiągnięcie efektu skali i czerpanie z mocnych stron i przewag zarówno nowych jak i tradycyjnych modeli. To z kolei w pełni przyczynia się do wzrostu atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego w Europie, zarówno w odniesieniu do tradycyjnych instrumentów finansowych, jak również w obszarze tworzenia synergii tego rynku z dynamicznie rozwijającymi się usługami finansowymi na rynkach kryptoaktywów.



BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ – głos rynku

Tomasz Bilczyński, Dyrektor Obszaru Domów i Biur Maklerskich, Accenture Polska

Rynek kapitałowy żyje zmianą. Wymagający inwestorzy, presja regulacyjna, nowe technologie, rosnąca konkurencja międzynarodowa – tak wygląda środowisko, w którym obecnie działają domy i biura maklerskie, fundusze oraz platformy inwestycyjne. W tak dynamicznych realiach przewagę zyskują ci, którzy potrafią wcześniej dostrzec kierunek rozwoju rynku.

Z tą myślą powstało badanie „**BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ**” – inicjatywa **Accenture Poland**, realizowana we współpracy z **Izbą Domów Maklerskich**. To projekt, którego celem jest oddanie głosu osobom, które na co dzień pracują z inwestorami, tworzą produkty, odpowiadają za ryzyko, regulacje, doradztwo i technologię. Barometr mierzy nastroje oraz diagnozuje kluczowe wyzwania i perspektywy sektora, dostarczając danych do decyzji strategicznych. Badanie było elementem **Forum Firm Inwestycyjnych**, organizowanego przez **Izbę Domów Maklerskich**, które miało miejsce **20 listopada 2025 r. w Sali Notowań GPW**.

Wyniki ankiet zostaną zaprezentowane w formie raportu podczas **Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej** w dniach **8–11 marca 2026 r.** To wydarzenie, na którym co roku spotykają się liderzy sektora i które od lat wyznacza kierunki dyskusji o przyszłości inwestowania w Polsce.

Trzy raporty, jedna wspólna opowieść o rynku

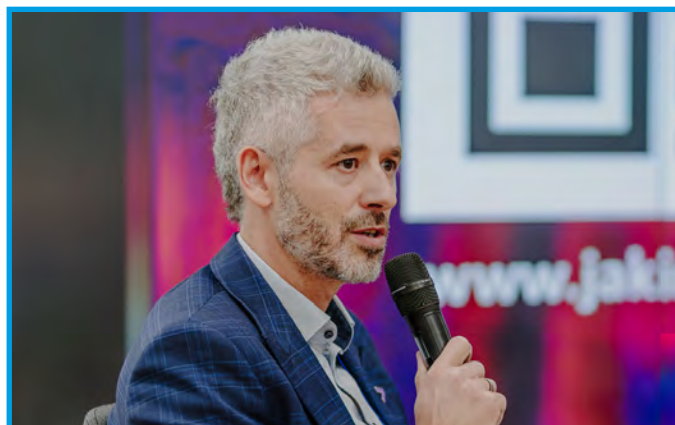
Trzecia edycja badania to nie tylko kolejny etap projektu, lecz także ważny krok w kierunku lepszego zrozumienia inwestorów i instytucji finansowych działających na polskim rynku. W 2024 roku zapytaliśmy uczestników rynku kapitałowego, kim są i czego oczekują. W kolejnej edycji skonfrontowaliśmy ich odpowiedzi z perspektywą branży. Teraz oddajemy głos profesjonalistom – to ich decyzje, wybory i codzienna praca w największym stopniu zadecydują o tym, jak będzie wyglądać rynek w najbliższych latach.

Edycja 2024 – „(Nie)inwestycyjny Obraz Polaków”

Pierwsza edycja badania pokazała, że w Polsce istnieje duży potencjał inwestycyjny, który wciąż pozostaje niewykorzystany. Nie z powodu braku środków, lecz z uwagi na bariery związane z poziomem wiedzy finansowej, obawą przed ryzykiem i potrzebą zachowania pełnej kontroli nad oszczędnościami. Duża część początkujących inwestorów wybierała zagraniczne platformy, ponieważ okazywały się prostsze, bardziej intuicyjne i tańsze. Wnioski z raportu stały się ważną lekcją dla rynku: jeżeli chcemy zwiększać aktywność inwestorów, nie wystarczy liczyć na zmianę postaw klientów – to branża musi ułatwiać wejście na rynek, upraszczać ofertę i efektywniej wykorzystywać technologię.

Link do pełnej wersji raportu:

<https://jakinwestujapolacy.pl/raport.pdf>



Edycja 2025 – „Inwestor Indywidualny w Polsce: Autoportret vs. Spojrzenie Branży”

Druga edycja po raz pierwszy zestawiała ze sobą dwie perspektywy: inwestorów i instytucji finansowych. Wyniki pokazały, że w wielu obszarach te spojrzenia są spójne natomiast są aspekty, gdzie znacząco się różnią. Klienci wskazują, że biura powinny przede wszystkim skoncentrować się na poprawie przejrzystości kosztów i opłat. Istotne są według nich również kwestie związane z edukacją oraz rozszerzeniem oferty produktowej. Przedstawiciele biur maklerskich znacznie mniejszą wagę przywiązują do aspektu kosztowego natomiast najważniejszymi elementami dla nich pozostają oferta produktowa oraz rozwiązania technologiczne. Raport stał się ważnym sygnałem, że modele biznesowe muszą być projektowane nie tylko „dla rynku”, ale przede wszystkim „dla użytkownika”, tak aby oferta i komunikacja odpowiadały na realne potrzeby inwestorów.

Link do pełnej wersji raportu:

<https://jakinwestujapolacy.pl/raport2025.pdf>

Edycja 2026 – „Barometr Nastrojów w Branży Inwestycyjnej”

Trzecia edycja badania pozwoli ocenić, w jakim kierunku ewoluuje ekosystem rynku kapitałowego – od technologii i regulacji, przez konstrukcję ofert i produktów, po modele doradcze i sposób pracy z klientem. To moment, w którym branża podejmuje strategiczne decyzje, dlatego kluczowe jest spojrzenie osób, które współtworzą rynek na co dzień.

Nowa odsłona koncentruje się na zagadnieniach, które dziś decydują o przyszłości rynku kapitałowego:

- tempo adopcji technologii i automatyzacji,
- wpływ sztucznej inteligencji na doradztwo i modele biznesowe,
- konkurencyjność polskiej oferty inwestycyjnej na tle globalnej,
- konsekwencje regulacji i aspekty cyberbezpieczeństwa,
- kierunki rozwoju domów maklerskich, TFI i platform inwestycyjnych.

Dlatego fundamentem badania jest perspektywa osób zarządzających i wspierających rynek: menedżerów, analityków, doradców, ekspertów ds. ryzyka i technologii, przedstawicieli firm inwestycyjnych oraz regulatorów. To ich głos będzie kształtował końcowe wnioski Barometru.

Weź udział – to głos profesjonalistów decyduje o kierunku zmian

Rynek kapitałowy jest dziś w momencie, w którym decyzje technologiczne, produktowe, regulacyjne czy operacyjne mają długofalowe skutki. Dlatego w tej edycji badania skupiamy się na zebraniu doświadczenia osób, które na co dzień kształtują rynek kapitałowy.

Udział w badaniu to:

- współtworzenie raportu, który kształtuje narrację o rynku,
- sygnał dla regulatorów i instytucji publicznych,
- wskazówka dla firm inwestycyjnych budujących strategię i ofertę,
- realny wkład w przyszłość sektora, w którym wszyscy działamy.

Na podstawie odpowiedzi uczestników powstaną rekomendacje i tezy, które później staną się częścią dyskusji całego środowiska: od paneli konferencyjnych po strategiczne decyzje instytucji.

Twój głos ma znaczenie. Dla branży. Dla klientów. Dla przyszłości rynku kapitałowego.



BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ

Weź udział w badaniu pulse check „BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ” na temat przyszłości, zagrożeń i szans oraz nastrojów w branży inwestycyjnej.

Wyniki badania i raport będą dostępne w marcu 2026 r. z premierą podczas Konferencji Rynku Kapitałowego w Bukowinie Tatrzańskiej.

Uczestnicy ankiety otrzymają dostęp do wyników badania.

<https://bit.ly/4piGaPY>

 Zabezpieczony

Wyniki badania i raport będą dostępne w marcu 2026 r. z premierą podczas **Konferencji Rynku Kapitałowego** w Bukowinie Tatrzańskiej.



Gospodarz badania:
Accenture Polska

 **accenture**

Partner badania:
Izba Domów Maklerskich



PATRONATY IDM

1. The Best Annual Report 2024

Izba Domów Maklerskich udzieliła patronatu dla konkursu „The Best Annual Report 2024” organizowanego przez Instytut Rachunkowości i Podatków.

Celem konkursu jest promowanie raportów rocznych o największej wartości użytkowej dla akcjonariuszy i inwestorów. Gala finałowa odbyła się 16 października 2025 r. w Sali Notowań budynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Kapituła Konkursu przyznała nagrody główne raportom rocznym spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Więcej o wynikach konkursu:

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

2. Ogólnopolskie Badanie Inwestorów 2025

Izba Domów Maklerskich została partnerem 23. edycji Ogólnopolskiego Badania Inwestorów (OBI) – największego i najstarszego badania społeczności inwestorów indywidualnych w Polsce organizowanego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.

Celem OBI jest stworzenie pełnego obrazu polskiego inwestora – jego doświadczeń, strategii, źródeł informacji, podejścia do ryzyka, a także oczekiwań wobec rynku kapitałowego. Wyniki badania są istotnym głosem w dyskusji o przyszłości rynku inwestycyjnego w Polsce.

Wyniki badania zostały opublikowane podczas ForFin 2025 – Forum Finansów i Inwestycji, które odbyło się 21–22 listopada 2025 r. na PGE Narodowym w Warszawie.

Link do wyników badania:

<https://www.sii.org.pl/static/img/018616/obi2025-prezentacja.pdf>

3. Znów o DORA, ale tym razem na żywo

6 listopada 2025 r. Izba Domów Maklerskich oraz Transition-Technologies-Software zorganizowały spotkanie poświęcone praktycznemu stosowaniu DORA.

Spotkanie poprowadzili **Szymon Piotr Bartkowiak – DORA Reporting & Risk Architecture Lead** i **Bartosz Jarzyński** z firmy Transition-Technologies-Software – praktycy, którzy na co dzień wdrażają te regulacje w instytucjach finansowych.

Podczas spotkania pracowano nad najważniejszymi elementami DORA, m.in.:

- jak realnie zarządzać dostawcami ICT,
- jak testować plany awaryjne, wdrażać TLPT i raportować incydenty,
- jak budować odporność operacyjną bez zabijania elastyczności organizacji,
- jak komunikować incydenty i spełniać wymogi informacyjne wobec klientów.

4. Badanie pulse check „BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ”

BADANIE – BAROMETR NASTROJÓW W BRANŻY INWESTYCYJNEJ to autorski projekt badawczy firmy Accenture Poland przy współpracy z Izbą Domów Maklerskich

Badanie zapoczątkowano podczas wydarzenia IDM – **Forum Firm Inwestycyjnych** 20 listopada 2025 r. w Sali notowań GPW w Warszawie. Celem badania jest zrozumienie, jak liderzy i profesjonalści rynku inwestycyjnego oceniają perspektywy branży.

Wyniki badania wraz z raportem zostaną zaprezentowane podczas **26. Konferencji Rynku Kapitałowego** w Bukowinie Tatrzańskiej 8-11 marca 2026 r.



Działalność edukacyjna Izby Domów Maklerskich w 2025 r.

Izba Domów Maklerskich, w ramach swojej działalności statutowej prowadzi działalność edukacyjną i szkoleniową. Oferta Izby skierowana jest przede wszystkim do jej członków, jednakże w szkoleniach uczestniczą także osoby spoza zrzeszenia.

Zależnie od tematu organizowane są szkolenia stacjonarne oraz szkolenia online. Izba posiada także platformę e-learningową, za pośrednictwem której szkoli cyklicznie pracowników firm inwestycyjnych.

Szkolenia szyte na miarę

Wychodząc naprzeciw oczekiwaniom rynku, a szczególnie członków Izby, co roku badamy potrzeby szkoleniowe wynikające przede wszystkim ze zmieniających się przepisów regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego.

W 2025 r. dużym wyzwaniem dla firm inwestycyjnych było wdrożenie europejskiej dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/882 z dnia 17 kwietnia 2019 r. w sprawie wymogów dostępności produktów i usług oraz implementującej ją ustawy z dnia 26 kwietnia 2024 r. o zapewnianiu spełniania wymagań dostępności niektórych produktów i usług przez podmioty gospodarcze. W tym celu Izba zorganizowała szereg szkoleń z prostego języka oraz obsługi osób z niepełnosprawnościami. Szkolenia z prostego języka zorganizowaliśmy we współpracy z Fundacją Języka Polskiego działającą przy Wydziale Polonistyki Uniwersytetu Warszawskiego. W cyklu warsztatów wzięło udział kilkadziesiąt osób. Kurs obejmował wykłady oraz część warsztatową. Uczestnicy praktykowali skracanie i upraszczanie tekstów formalnych, treści regulaminów i komunikatów dla klientów. Efekty pracy nad prostym językiem już widać u wielu członków Izby, co spotyka się z pozytywnym odbiorem przez klientów.

Razem z Fundacją Integracja zorganizowaliśmy szkolenie „Savoir vivre wobec osób z niepełnosprawnościami” przybliżające wyzwania z jakimi zmagają się osoby z różnymi niepełnosprawnościami, a także seniorzy, podczas obsługi przez podmioty rynku finansowego. Wszystkie szkolenia spotkały się z dużym zainteresowaniem, a udział w nich pomógł naszym członkom we wdrożeniu nowych przepisów oraz wyjściu naprzeciw potrzebom klientów.

Kolejną ważną inicjatywą szkoleniową Izby zrealizowaną w 2025 r. był cykl szkoleń dot. rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. W ramach cyklu zorganizowaliśmy najpierw spotkanie z przedstawicielami KDPW i KDPW_CPP, w którym wzięła udział rekordowa liczba niemal dwustu osób. Następnie przygotowaliśmy 3 tury warsztatów stacjonarnych „Wybrane zagadnienia rozliczeń i rozrachunku transakcji z elementami ewidencji papierów wartościowych”. Część warsztatową poprowadziły trzy ekspertki od wielu lat na co dzień pracujące przy ewidencji papierów wartościowych

w domach i biurach maklerskich. To istotne szkolenie, odpowiadające na potrzeby naszych członków.

W 2025 r. podczas 12 szkoleń i warsztatów przeszkoliliśmy łącznie ponad czterysta osób.

Regularny e-learning

Niezależnie od opisanych wyżej szkoleń, których oferta jest zmienna i co roku dostosowana do potrzeb rynku, Izba udostępnia platformę e-learningową z modułowym szkoleniem z zakresu MiFID II oraz RODO. Szkolenia e-learningowe umożliwiają firmom inwestycyjnym, także niebędącymi członkami Izby, realizację obowiązków bieżącego szkolenia pracowników wynikających z regulacji prawnych wynikających z MiFID II. w zakresie realizacji obowiązku firm inwestycyjnych dot. weryfikacji wiedzy Pracowników, zgodnie z art. 82a ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (MIFID II) oraz RODO.

Prowadzona przez Izbę platforma e-learningowa daje możliwość określenia przez pracodawcę zakresu szkolenia poprzez wybór spośród kilkunastu sekcji szkoleniowych dotyczących usług i instrumentów finansowych, aby umożliwić dostosowanie zakresu szkolenia do usług świadczonych przez daną instytucję finansową i zakresu obowiązków kierowanego na szkolenie pracownika.

W 2025 r. do końca listopada przeszkoliliśmy niemal trzysta osób.

Śniadania biznesowe

Nową, bo wprowadzoną w 2024 r. formą edukacji są śniadania biznesowe – spotkania organizowane wspólnie z kancelariami prawnymi i podatkowymi, a także firmami technologicznymi. Ta aktywność zarezerwowana jest tylko dla członków Izby. W spotkaniach bierze udział niewielka grupa osób, specjalizujących się w danym zagadnieniu jak np. podatku u źródła czy oferowanie usług związanych z kryptoaktywami przez firmy inwestycyjne. W 2025 r. zorganizowaliśmy pięć takich spotkań.

Plany szkoleniowe

Obecnie pracujemy nad harmonogramem szkoleń na 2026 r. Z pewnością wyzwaniem będzie wdrożenie nowych przepisów unijnych z obszaru przeciwdziałania praniu pieniędzy oraz wprowadzenie skróconego cyklu rozrachunku T+1.

Pełna lista szkoleń oraz informacje o bieżących inicjatywach dostępne są na naszej stronie internetowej. Jesteśmy otwarci na nowe pomysły i potrzeby szkoleniowe, zarówno w kwestii tematów jak i prelegentów oraz form szkoleń. Zapraszamy do współpracy!



Wesołych Świąt

Wesołych Świąt i Szczęśliwego Nowego Roku!

Niech ten świąteczny czas
przyniesie wytchnienie i nową energię,
a nadchodzący Nowy Rok
obfituje w pomyślność, zdrowie
i realizację wszystkich zamierzeń
– zarówno zawodowych, jak i osobistych.



