

Warszawa, 21 marca 2019 r.

Zarząd

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Pan Piotr Nowak

Podsekretarz Stanu

Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

W imieniu Grupy Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych (GK GPW) w Warszawie dziękujemy za przesłanie projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (Strategia).

Przekazujemy Państwu komentarze i uwagi GK GPW dotyczące Strategii. Wszystkie przekazane wnioski zostały opracowane w trosce o pomyślny i efektywny rozwój rynku kapitałowego w Polsce.

Zwracamy się z uprzejmą prośbą o ich rozważenie w dalszym toku prac nad Strategią.

W razie pytań dotyczących załączonego materiału pozostajemy do dyspozycji.

Z poważaniem,

WICEPREZES ZARZĄDU

Jacek Fotek

WICEPREZES ZARZĄDU

Izabela Olszewska

Załącznik: Komentarze i uwagi GK GPW do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.

Komentarze i uwagi Grupy Kapitałowej GPW do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego:

GK GPW kompleksowo wspiera wszystkie propozycje zawarte w Projekcie Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Jednocześnie poniżej przekazujemy uwagi do poszczególnych punktów z uprzejmą prośbą o ich rozważenie w dalszym toku prac nad Strategią.

W celu efektywnego, skutecznego zarządzania procesem wdrażania Strategii proponujemy rozważenie powołania pełnomocnika ds. Strategii na poziomie Kancelarii Prezesa Rady Ministrów.

Streszczenie (str. 11)

Uwaga do ostatniego zdania tego pkt, które brzmi:

(...) W związku z powyższym, należy dążyć, aby ład korporacyjny stał się trwałym elementem polskiego rynku kapitałowego.

GPW, która na polskim rynku kapitałowym jest depozytariuszem zbioru zasad ładu korporacyjnego, którym podlegają spółki giełdowe (obecnie: „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”), z satysfakcją odnotowuje fakt zwrócenia uwagi przez autorów Strategii na to zagadnienie. Chcielibyśmy jednak zauważyć, że od wielu lat (pierwszy zbiór Dobrych Praktyk powstał w 2002 r.) ład korporacyjny jest trwałym, istotnym elementem polskiego rynku kapitałowego. Należy zgodzić się, że wpływ ładu korporacyjnego na wycenę spółek jest wciąż niedoceniany przez inwestorów. Niezbędne jest zatem podjęcie działań mających na celu zwiększenie wśród uczestników rynku świadomości znaczenia tego obszaru, a tym samym wzrostu zainteresowania inwestorów zasadami Dobrych Praktyk. Najbardziej naturalnym i historycznie ugruntowanym na rynkach kapitałowych sposobem na poprawę jakości przestrzeganych przez spółki giełdowe standardów ładu korporacyjnego jest presja inwestorów. Lepiej wyedukowani inwestorzy, zarówno indywidualni jak i instytucjonalni, będą przywiązywać większą wagę do tych zagadnień i tym samym egzekwować od spółek giełdowych wdrażanie przez nie zasad ładu korporacyjnego w jak najszerszym zakresie.

Mając powyższe na uwadze, proponujemy następujące przeredagowanie ostatniego zdania:

W związku z powyższym, należy dążyć do zwiększenia zainteresowania inwestorów tematyką ładu korporacyjnego, co powinno przełożyć się na bardziej efektywne przestrzeganie wysokich standardów corporate governance przez spółki giełdowe. Podejmowane działania będą sprzyjać zwiększaniu znaczenia ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym, wpływając na coraz lepszą jakość tego rynku.

Punkt 1 Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego

- 1) W opisanej i przedstawionej na rysunku 1. w rozdziale 1. (str. 13) strukturze finansowania polskich przedsiębiorstw pominięto finansowanie dłużne – bankowe. Omówione zostały jedynie pozabankowe źródła finansowania przedsiębiorstw, co nie zostało wyszczególnione w opisie, ani na wykresie. Leasing przedstawiony jest jako jedno z głównych źródeł finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw. Należałoby doprecyzować opis o informacje dotyczące finansowania dłużnego, gdyż stanowi ono znaczące źródło finansowania polskich przedsiębiorstw.

- 2) Str. 13 – zdanie: *Ponadto, ze względu na wysoki koszt pozyskiwania kapitału, rynek kapitałowy nadal nie jest miejscem konkurencyjnym w stosunku do banków dla finansowania działalności polskich przedsiębiorstw.*

Finansowanie na rynku kapitałowym jest z reguły droższe od finansowania bankowego, więc analiza kosztów pozyskania kapitału w formie długu vs. kapitału własnego powinna uwzględniać także pozafinansowe korzyści wynikające z posiadania statusu spółki publicznej.

Analizując koszty pozyskania kapitału według badań LSE, można zauważyć, że średni koszt pozyskania kapitału w Europie wynosi 6-10% pozyskanych środków (<https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/cost-of-capital-aninternational-comparison.pdf>), tymczasem na GPW koszt ten, zgodnie z danymi przedstawionymi w przypisie nr 64 (str. 50), wynosi 3,2-12,5% pozyskanych środków, przy czym koszty powyżej 6,2% cechują wyłącznie mniejsze oferty (do 25 mln zł)

Mając powyższe na względzie, można wysnuć wniosek, że koszty finansowe pozyskania kapitału na rynku kapitałowym w Polsce nie odbiegają od poziomu kosztów na rynkach europejskich. W ocenie GPW to nie bezpośrednio koszty finansowe przesądzają o atrakcyjności finansowania poprzez rynek kapitałowy, a inne elementy, które mają charakter głównie jakościowy: bilans korzyści i kosztów niefinansowych z tytułu posiadania statusu spółki publicznej, jak również jakość i efektywność samego rynku kapitałowego.

Przedstawione tutaj spostrzeżenia prowadzą do zaproponowania zastąpienia wyżej zacytowanego zdania następującym:

„Tendencje te powodują, że rynek kapitałowy staje się mniej atrakcyjnym źródłem pozyskania kapitału. Należy więc zadbać o zwiększenie efektywności funkcjonowania rynku kapitałowego, tak by finansowanie rozwoju przez rynek kapitałowy było zjawiskiem bardziej powszechnym i stanowiło dostępną i atrakcyjną formę pozyskania kapitału.”

- 3) Na str. 14, po pierwszym akapicie (przed wykresem obrazującym kapitalizację spółek krajowych GPW vs. liczba spółek), proponujemy dodać akapit o następującej treści:

„W porównaniu do innych giełd Europy Środkowo-Wschodniej warszawską GPW charakteryzuje największa kapitalizacja spośród wszystkich giełd należących do tej grupy, wynosząca 140 mld EUR. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest także jednym z największych rynków Europy pod względem liczby notowanych spółek, na którym notowanych jest 823 spółek krajowych oraz 28 zagranicznych. GPW rokrocznie przyciąga nowych przedsiębiorców, plasując GPW na 5 miejscu pod względem liczby debiutujących spółek w Europie (źródło: PwC, IPO Watch Europe, raport za 2018 r.).

- 4) Uwaga odnosząca się do ostatniego zdania w części „Bieżące wyniki polskiej giełdy”, str. 14:

W dalszej części rozdziału 1. (str. 14) jako główny problem polskiego rynku akcji w ostatnim czasie przedstawiono niską wartość pierwotnych ofert publicznych. Biorąc pod uwagę dane dot. pierwotnych

ofert publicznych na innych giełdach wydaje się, że zjawisko niskiej wartości ofert publicznych jest globalnym trendem występującym na większości rynkach kapitałowych świata.

Tak niski poziom aktywności na rynku IPO oznacza, że obecnie trudno mówić o wypełnieniu roli giełdy, do jakiej została powołana, tj. finansowania polskich przedsiębiorstw.

Informacje przedstawione w tym akapicie nie uwzględniają faktu, że pomimo małej liczby i wartości IPO przeprowadzonych na polskim rynku w 2018 r., GPW zajęła w 2018 r. piąte miejsce wśród giełd europejskich pod względem liczby przeprowadzonych IPO i jest największą giełdą pod kątem kapitalizacji w regionie. Dlatego też proponujemy usunięcie powyższego zdania i zastąpienie go następującym:

„Należy podjąć działania nakierowane na odwrócenie negatywnych tendencji na polskim rynku kapitałowym, które zwiększą atrakcyjność rynku kapitałowego jako źródła pozyskania kapitału.”

5) Str. 14 przedostatni akapit brzmi:

Wyróżniającą cechą polskiego rynku obligacji korporacyjnych jest również nierynkowy charakter znacznej części emisji. Częstą praktyką jest nabywanie obligacji i przetrzymywanie ich do terminu wykupu przez banki organizujące emisje. Nierynkowy charakter długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (DPDP) ma też znaczna część obligacji, które znajdują się w posiadaniu przedsiębiorstw niefinansowych. Większość obligacji korporacyjnych nie jest rejestrowana w KDPW – na koniec 2017 r. zdematerializowano tam DPDP o wartości ponad 25 mld zł (co stanowi około 30% wartości wszystkich emisji pozostających w obrocie na tym rynku). Od wielu lat na krajowym rynku obligacji korporacyjne dominują emisje w trybie oferty niepublicznej, w 2017 r. w tym trybie zorganizowano około 90% wszystkich, pod względem wartości, emisji.

Proponujemy skorygowanie tego akapitu w sposób następujący (zmieniony tekst zaznaczono wytłuszczeniem):

„Dosyć powszechnym zjawiskiem na polskim rynku obligacji jest nabywanie ich przez inwestorów finansowych (oraz w mniejszym stopniu przez inwestorów niefinansowych) dłużnych instrumentów finansowych z góry powziętym zamiarem posiadania tych papierów wartościowych do terminu wykupu. Zjawisko to, często występujące w relacji emitent – organizator emisji, świadczy o atrakcyjności danego papieru wartościowego dla jego nabywcy, natomiast nie sprzyja płynności obrotu takiego instrumentu finansowego, i to pomimo wprowadzenia go do obrotu na rynku zorganizowanym. Większość obligacji korporacyjnych nie jest rejestrowana w KDPW – na koniec 2017 r. zdematerializowano tam DPDP o wartości ponad 25 mld zł, co stanowi około 30% wartości wszystkich emisji pozostających w obrocie na tym rynku. Od wielu lat na krajowym rynku obligacji korporacyjnych dominują emisje przeprowadzane w trybie oferty niepublicznej, w 2017 r. w tym trybie zorganizowano około 90% wszystkich, pod względem wartości, emisji.”

Punkt 2.2.1

Proponujemy przeredagowanie tego akapitu w sposób następujący (zmieniony tekst zaznaczono wytłuszczeniem):

„Polska jest 23 gospodarką świata pod względem nominalnego PKB²³, jednak GPW pod względem wartości rynkowej spółek plasuje się dopiero na 33 pozycji na świecie. **Taki stan rzeczy w znacznej mierze wynika ze specyfiki polskiej ekonomii, gdzie w obrocie gospodarczym przeważają podmioty o relatywnie małej skali działania, w porównaniu do podmiotów gospodarczych funkcjonujących na pozostałych rynkach rozwiniętych.**

Mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) odgrywają istotną rolę w polskiej i europejskiej gospodarce. Według danych opublikowanych przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP), takie firmy generują prawie ¾ polskiego PKB. Według raportu "Doing Business in Poland 2015", mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią 99% wszystkich podmiotów gospodarczych i zapewniają pracę 70% osób zatrudnionych w przedsiębiorstwach niefinansowych. Potwierdzają to najnowsze dane GUS, wg których 99,8% polskich przedsiębiorstw to małe i średnie przedsiębiorstwa.

Punkt 2.2.2

Opisany w p. 2.2.2. (str. 21) cel Strategii zakłada zwiększenie współczynnika płynności obrotu o 100% (aktualnie ok. 40% na GPW). Oznaczałoby to osiągnięcie docelowo wyższego współczynnika płynności obrotu niż na takich giełdach, jak Nasdaq (ok. 60%), SIX (ok. 65%) czy LSE (ok. 68%), co wydaje się być bardzo ambitnym celem.

BondSpot S.A. w ostatnim akapicie tego punktu w zakresie wzrostu współczynnika płynności dotyczącego transakcji repo proponuje doprecyzować cel Strategii i wskazać, że celem jest wzrost tego współczynnika o 100% w zakresie transakcji repo realizowanych w ramach obrotu zorganizowanego w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (z późn. zm.), a nie wzrost współczynnika płynności dla całego rynku repo (w tym rynku OTC). Tak zastosowane doprecyzowanie jest jednocześnie odpowiedzią na sygnalizowane kwestie wyeliminowania zakłóceń rynku i zwiększenie wolumenu transakcji zawieranych na rynku instytucjonalnym oraz pozwoli uzyskać efekt transparentności i przejrzystości rynku.

Punkt 3

W rozdziale 3. (str. 23) drugi akapit jest powtórzeniem z tekstu na stronie 7.

Punkt 4.1.2.1

GK GPW przychyliła się do pomysłu utworzenia biura lobbującego w Brukseli. W styczniu 2019 roku GK GPW zostało jednym z założycieli Związku Pracodawców Business Poland – biura lobbującego działającego na rzecz polskich spółek w Brukseli.

Punkt 4.2.2

1) Zwracamy uwagę, że koordynacja działań spółek Skarbu Państwa w ramach realizacji "strategii biznesowych" musi zostać przeanalizowana pod kątem przepisów prawa pomocy publicznej i prawa konkurencji.

2) str. 29, odnośnie do fragmentu:

W oparciu o rozmowy przeprowadzone z interesariuszami polskiego rynku i zgłoszone przez nich uwagi można stwierdzić, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym w dalszym ciągu nie jest zadowalające. Może to mieć istotny wpływ na skłonność nowych spółek do debiutu giełdowego.

Proponujemy zastąpienie go tekstem (nowa treść została oznaczona wytłuszczeniem):

*„W oparciu o rozmowy przeprowadzone z interesariuszami polskiego rynku i zgłoszone przez nich uwagi można stwierdzić, że przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym w dalszym ciągu nie jest zadowalające. **Główną przyczyną takiego stanu jest niewystarczające zainteresowanie inwestorów tematyką ładu korporacyjnego. Brak presji ze strony inwestorów w zakresie wdrażania i utrzymywania przez spółki najlepszych standardów ładu korporacyjnego, a przez to niedostateczne przywiązywanie przez spółki wagi do tego aspektu funkcjonowania, zwiększa ryzyko wystąpienia nadużyć w spółkach publicznych, obniżając tym samym atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego.***

3) str. 29, podtytuł: „Dodatkowe uprawnienia dla GPW”

a) W pierwszym zdaniu proponujemy skreślić wyrazy: *implementującej przepisy tzw. dyrektywy Transparency*, jako że obowiązki w zakresie ładu korporacyjnego wynikają z implementacji dyrektywy 2006/46/WE z 14 czerwca 2006 r. *zmieniającej dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń* (obowiązek ten na gruncie prawa polskiego został ujęty w art. 49 ust. 2a ustawy o rachunkowości oraz § 70 ust. 6 pkt 5 Rozporządzenia MF z 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych, wydane na podstawie delegacji zawartej w art. 60 ust. 2 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej).

b) Przedostatnie i ostatnie zdanie w pierwszym akapicie proponujemy zmienić poprzez nadanie im brzmienia:

„Naruszenie przez emitenta obowiązku publikacji oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego stanowi niewykonanie lub nieprawidłowe wykonanie obowiązku informacyjnego, które może skutkować nałożeniem na emitenta kary administracyjnej. Jest to jednak sankcja za brak publikacji lub za niewłaściwą publikację, nie zaś za nieprzestrzeganie zbioru zasad, co jest kwestią kluczową.”

c) Ponadto w tekście dotyczącym obowiązków emitentów związanych z przestrzeganiem ładu korporacyjnego warto wspomnieć, że obowiązki informacyjne spółek giełdowych w zakresie stosowania zasad Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW wynikają również z § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy. Dlatego też proponujemy, by po pierwszym akapicie dodać tekst:

„Spółki notowane na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW podlegają zasadom ładu korporacyjnego zawartym w „Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2016” („Dobre Praktyki”). Oprócz obowiązku zawarcia w raporcie rocznym oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego spółki giełdowe mają również obowiązek publikacji raportów ad hoc, na podstawie § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy, w przypadku gdy naruszają zasady Dobrych Praktyk lub też zdecydują o trwałym ich niestosowaniu.”

d) W zakresie następującego fragmentu:

W związku z tym proponuje się, żeby GPW otrzymała dodatkowe uprawnienia w celu skuteczniejszego egzekwowania standardów ładu korporacyjnego wdrażanych przez spółki notowane na rynku regulowanym. Te uprawnienia będą nakierowane na samych emitentów, oraz członków zarządu oraz powinny być skoncentrowane na eliminacji przyczyn naruszeń bez pogarszania sytuacji akcjonariuszy mniejszościowych. Dodatkowe środki muszą obejmować:

- *obowiązkowe szkolenia dla członków zarządów,*
- *publicznie ogłaszane ratingi dotyczące ładu korporacyjnego (nie tylko lista dotycząca pozycji zgodności/niezgodności z zasadami, ale także ogólna ocena),*
- *nagrody za odpowiednie stosowanie zasad ładu korporacyjnego,*
- *model zróżnicowanych opłat w związku z przestrzeganiem i nieprzestrzeganiem zasad, co zakłada np. wzrost opłat za brak przestrzegania zasad i vice versa, z elementem grywny przekazywanej na rzecz Funduszu Edukacji Finansowej (pomniejszonej o koszty szkoleń naprawczych),*
- *możliwość współpracy GPW ze spółkami i ich zarządami w celu podniesienia standardów ładu korporacyjnego.*

Jeżeli środki te okażą się niewystarczające do podniesienia poziomu ładu korporacyjnego (oraz pośrednio wskaźników C/Z), należy rozważyć wprowadzenie sankcji za nieprzestrzeganie zasad ładu korporacyjnego.

Pragniemy zauważyć, że zgodnie z powszechnie przyjętą dla kodeksów corporate governance formułą *comply or explain* Giełda może egzekwować od emitentów prawidłowego raportowania w przedmiocie stosowania „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” („Dobre Praktyki”). W przypadku stwierdzenia, że spółka nieprawidłowo wypełnia te obowiązki informacyjne Giełda może nałożyć na emitenta karę regulaminową (od upomnienia po karę finansową).

Zaproponowane działania zmierzające do nałożenia na spółki giełdowe dodatkowych obowiązków w postaci obowiązkowych szkoleń, czy wprowadzenia sankcji za niestosowanie zasad są zbyt daleko idące. Jak już wspomniano, na rozwiniętych rynkach kapitałowych w obszarze ładu korporacyjnego, w odniesieniu do kodeksów/ zbiorów zasad, jakim podlegają spółki giełdowe, w większości funkcjonuje formuła *comply or explain*, zgodnie z którą:

- obowiązkiem spółki w obszarze ładu korporacyjnego jest publikacja informacji na temat zakresu stosowania zasad oraz wskazania szczegółowych przyczyn niestosowania wybranych zasad;
- możliwe jest nakładanie sankcji wyłącznie za nieprawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych dotyczących ładu korporacyjnego;
- nie są nakładane sankcje za brak stosowania zasad;
- inwestorzy posiadają pełną wiedzę na temat standardów ładu korporacyjnego stosowanych przez spółkę i na tej podstawie dokonują wyceny jej akcji;
- w przypadku zagadnień istotnych, zwłaszcza takich, w stosunku do których poziom stosowania przez spółki ocenia się jako niezadawalający, nie wprowadza się obowiązku stosowania zasad, natomiast podejmowane są działania, w wyniku których standardy ładu korporacyjnego, zawarte w tzw. *soft law*, przechodzą do przepisów prawa powszechnie obowiązującego (np. jawność wynagrodzeń, zasady funkcjonowania komitetów audytu).

Zaproponowane w projekcie Strategii rozwiązania polegające na dokonywaniu ocen stopnia stosowania zasad, ogłaszania ratingów, czy też ogłaszania przyznawania nagród dla spółek za stosowanie Dobrych Praktyk mogą rodzić problemy natury praktycznej. Wdrożenie efektywnego systemu nadzoru nad prawdziwością i jakością oświadczeń spółek giełdowych ws. stosowania zasad ładu korporacyjnego, w tym przede wszystkim obowiązujących spółki zasad zawartych w Dobrych Praktykach, wymaga przede wszystkim istotnego zaangażowania inwestorów i zgłaszania przypadków naruszeń. Przede wszystkim z uwagi na charakter wielu zasad Dobrych Praktyk, odnoszących się do sposobu funkcjonowania spółki i jej organów również poza przestrzenią publiczną, Giełda nie dysponuje praktycznymi możliwościami, narzędziami ani zasobami, które umożliwiłyby pełną identyfikację naruszeń. Stąd też dokonywana przez GPW weryfikacja sposobu stosowania przez spółkę zasad ładu korporacyjnego i odniesienie stanu faktycznego do oświadczenia spółki przekazanego do publicznej wiadomości zgodnie z formułą *comply or explain*, może w niektórych przypadkach nie dawać zadowalających, w pełni wiarygodnych rezultatów. Wydawanie ocen i ratingów dotyczących stosowania zasad mogłoby opierać się wyłącznie na podstawie oceny opublikowanych przez spółkę raportów dotyczących Dobrych Praktyk. Jak pokazuje dotychczasowa praktyka, nie wszystkie spółki w sposób rzetelny sporządzają swoje oświadczenia, zasłaniając się np. swoistą interpretacją niektórych zasad, niezgodną z ich literalną treścią, jak i intencją autorów Dobrych Praktyk.

Mając powyższe na uwadze, proponujemy, by ujęte w Strategii działania Giełdy, obok weryfikowania treści wyjaśnień publikowanych przez spółki, w celu podnoszenia ich jakości, koncentrowały się na działalności edukacyjnej i prezentacyjnej w zakresie Dobrych Praktyk, jak również publicznego wskazywania na stwierdzone przypadki naruszenia obowiązków informacyjnych w zakresie ładu korporacyjnego, polegające na nieprzekazywaniu prawdziwych bądź wyczerpujących informacji na temat faktycznego stanu stosowania Dobrych Praktyk.

Propozycja nowej treści przedmiotowego fragmentu:

„Proponuje się, aby GPW w większym stopniu niż dotychczas realizowała swoje uprawnienia określone w Regulaminie Giełdy, polegające na weryfikowaniu oświadczeń spółek giełdowych w sprawie ładu korporacyjnego, jak również nakładaniu kar regulaminowych na emitentów nieprawidłowo wypełniających obowiązki informacyjne wynikające z faktu stosowania Dobrych Praktyk. Dodatkowo Giełda powinna podejmować działania edukacyjne w zakresie ładu korporacyjnego oraz działania zwiększające dostęp do informacji dotyczących stosowania Dobrych Praktyk. Środki te mogą obejmować:

- szkolenia dla członków zarządów i rad nadzorczych,
- propagowanie rozwiązań technicznych poprawiających dostępność do informacji na temat stosowania zasad Dobrych Praktyk przez spółki giełdowe, w tym publiczne ogłaszanie statystyk dotyczących ładu korporacyjnego,
- możliwość współpracy GPW ze spółkami i ich zarządami, a także innymi instytucjami i podmiotami prowadzącymi działalność edukacyjną, w celu podnoszenia standardów ładu korporacyjnego.

e) str. 30, odnośnie do fragmentu:

Rząd powinien przyjąć zasady ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na giełdzie - jak na razie istnieje jedynie zbiór zasad ładu korporacyjnego dla wszystkich spółek Skarbu Państwa, niezależnie od tego czy są notowane na giełdzie.

Według najlepszej wiedzy GPW nie funkcjonuje jeden zbiór zasad ładu korporacyjnego adresowany do spółek Skarbu Państwa. Materię tę regulują przepisy prawa dotyczące spółek z udziałem Skarbu Państwa (np. ustawa z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym). W ocenie Giełdy nie istnieją żadne przesłanki, w tym doświadczenia z innych rynków, przemawiające za tym, by spółki akcyjne notowane na rynku regulowanym, w których jednym z akcjonariuszy jest Skarb Państwa, podlegały odmiennym zasadom w obszarze corporate governance niż pozostali emitenci akcji notowanych na GPW. W chwili obecnej największym problemem, podnoszonym dość szeroko przez uczestników rynku kapitałowego, jest niewystarczający poziom stosowania przez spółki z udziałem Skarbu Państwa zasad zawartych w Dobrych Praktykach. Z tego też względu sugerujemy, że wystarczające byłoby jednoznaczne wskazanie w treści Strategii, że spółki Skarbu Państwa powinny dążyć do jak najpełniejszego stosowania zasad ładu korporacyjnego przyjętych przez GPW i obowiązujących spółki giełdowe.

Proponujemy zatem następujące brzmienie zacytowanego wyżej zdania:

„Rząd powinien podjąć działania, by spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016.”

Punkt 4.2.3.1

Strategia wydaje się nie uwzględniać konserwatywnych preferencji inwestycyjnych Polaków - znaczna część zamożnych obywateli nie rozważa inwestycji w instrumenty finansowe.

Z tego względu zalecane jest nie tylko promowanie edukacji o rynku finansowym, ale działania nastawione na wzrost ogólnego zaufania obywateli do instytucji publicznych i quasi-publicznych.

Punkt 4.3.1

Rekomendujemy wyraźne wskazanie, że sprawozdawczością w formacie iXBRL powinny być objęte wszystkie podmioty rynku publicznego, a więc spółki rynku regulowanego i alternatywnego.

Jednakże w odniesieniu do emitentów ASO ciężar przekształcenia raportów publikowanych w obecnych formatach powinien być po stronie podmiotu agregującego i udostępniającego takie informacje.

Proponujemy również dodać, że wdrożenie nowego standardu powinno prowadzić do optymalizacji procesu raportowania tj. ograniczenia kosztów związanych z raportowaniem przez emitentów i większym wykorzystaniem raportów przez nadzór.

W związku z aktualizacją strategii GK GPW przeprowadzoną w pierwszej połowie 2018 roku, zidentyfikowano 24 inicjatywy strategiczne, wśród których realizowana jest inicjatywa GPW Data. Jednym z elementów tej inicjatywy jest wdrożenie iXBRL jako standardu raportowania dla spółek notowanych. GPW uważa wdrożenie iXBRL za jeden z najważniejszych czynników umożliwiających zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru.

Mając na względzie terminy wskazane w harmonogramie zaproponowanym przez ESMA, pragniemy zwrócić również uwagę, że wdrożenie w Polsce iXBRL wcześniej niż przewiduje to harmonogram ESMA może nie być możliwe do zrealizowania.

Punkt 4.3.3.

Strategia przewiduje wprowadzenie obowiązku dostarczania przez emitentów do KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej. Jako uzasadnienie przedstawiono tezę, że oferty niepubliczne nie są objęte przepisami rozporządzenia MAR i nie podlegają reżimowi sprawozdawczości ani kontroli w celu potwierdzania stabilności finansowej emitenta (z wyjątkiem historycznych informacji finansowych w ujęciu rocznym). W celu uniknięcia potencjalnych wątpliwości wskazane byłoby doprecyzowanie, że propozycja nałożenia obowiązku dostarczania przez emitentów sprawozdań dotyczących stabilności finansowej dotyczy wyłącznie emitentów przeprowadzających oferty niepubliczne, którzy nie wypełniają obowiązków informacyjnych wynikających ze statusu spółki, której instrumenty są notowane na rynkach prowadzonych przez GPW. Emitenci, których instrumenty finansowe notowane są na rynkach prowadzonych przez GPW, wypełniają obowiązki wynikające z rozporządzenia MAR oraz podlegają obowiązkom związanym ze sprawozdawczością finansową (adekwatnie do rynku, na którym są notowane ich papiery wartościowe). Nałożenie na tego rodzaju emitentów obowiązku dostarczania do KNF dodatkowych sprawozdań dotyczących stabilności finansowej wydaje się nadmiarowe.

Punkt 4.4.3.

BondSpot S.A. popiera propozycję zmiany zasad wyliczania podatku od niektórych instytucji finansowych w zakresie transakcji repo w taki sposób, aby funkcjonowanie podatku nie powodowało zniekształcenia działania tego segmentu rynku w Polsce (zanik transakcji przez przełom miesiąca). Pragniemy zauważyć, że zmiana zasad wyliczania podatku dla transakcji repo umożliwi powstanie segmentu transakcji repo na dłuższe terminy, który w dniu dzisiejszym w praktyce nie funkcjonuje. Rozwój takiego segmentu jest konieczny dla reaktywacji rynku pieniężnego opartego o depozyty zabezpieczone oraz umożliwi budowę wskaźników alternatywnych dla obecnych wskaźników rynku pieniężnego (WIBID/WIBOR).

W stosunku do zamieszczonej w projekcie SRRK propozycji BondSpot S.A. zwraca uwagę na potrzebę zwolnienia zarówno strony pasywnej transakcji repo (przyjętego depozytu zabezpieczonego aktywami), jak również strony reverse repo (lokaty zabezpieczonej aktywami). W sytuacji kiedy zwolnienie nie będzie obejmowało środków udzielonych w ramach transakcji reverse repo, banki nadal będą preferowały zakup SPW, natomiast nie będą uczestniczyły w transakcjach repo zawieranych na przełomie miesiąca i nie spowoduje to stymulacji banków do lokowania środków na dłuższe okresy oraz uniemożliwi wydłużenie tenoru zawieranych transakcji.

Mając na uwadze potrzebę zwiększenia transparentności transakcji zawieranych na rynku repo, które obecnie w dominującej części realizowane są w ramach obrotu OTC, BondSpot S.A. proponuje żeby zwolnienie z podatku środków otrzymanych lub lokowanych w ramach tych transakcji repo dotyczyło tylko transakcji które zostaną przeprowadzone w ramach obrotu zorganizowanego w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (z późn. zm.). Pozwoli to na zapewnienie wysokiej jakości danych transakcyjnych, koniecznych dla budowy wskaźników opartych na transakcjach repo.

Punkt 4.4.2.

BondSpot S.A. postuluje zastosowanie mechanizmu obniżenia opodatkowania do 9% z odsetek od obligacji oraz od zysków z inwestycji kapitałowych w obligacje utrzymywanych przez określony okres. Proponujemy skrócenie tego okresu do 24 miesięcy. Jednocześnie proponujemy, by obniżenie opodatkowania dotyczyło mechanizmu inwestycji podobnego do IKE, gdzie mamy do czynienia z całkowitym zwolnieniem z opodatkowania pod warunkiem osiągnięcia odpowiedniego okresu inwestycji.

Punkt 4.4.4.

Proponujemy wskazać, że spółki publiczne dbające o transparentność podatkową zgodnie z obowiązującymi na rynku zasadami, będą mogły skorzystać z szerokiego pakietu świadczeń MF.

Ponadto, proponujemy aby emitenci, którzy zdecydują się na finansowanie dalszego rozwoju przedsiębiorstwa poprzez pierwotną ofertę publiczną byli uprawnieni do jednorazowego zaliczenia do kosztów podatkowych inwestycji dokonanych ze środków pozyskanych poprzez emisję akcji.

Punkt 4.5.1.

1) str 50, podtytuł: Struktura kosztów

W realnym ujęciu poziom kosztów finansowania na publicznym rynku kapitałowym (rzędu 3-6%) jest osiągalny na polskim rynku kapitałowym dla emisji powyżej 25 mln zł. Jest to poziom kosztów spotykany również na zagranicznych rynkach (patrz: zgłoszona powyżej uwaga dot. str. 13). Emisje poniżej 25 mln zł są raczej niespotykane na zagranicznych rynkach kapitałowych, a proponowane obniżenie kosztu uplasowania niewielkich emisji, tj. o wartości poniżej 25 mln zł, do poziomu 5% wydaje się nieosiągalne, chociażby ze względu na konieczność poniesienia pewnych kosztów stałych związanych z IPO, niezależnie od wartości oferty.

W ocenie GPW istotna zmiana poziomu i struktury kosztów pozyskania kapitału na rynku kapitałowym może dokonać się dzięki działaniom zwiększającym efektywność rynku kapitałowego. Proponujemy następujące brzmienie tego śródtytułu:

„Poziom kosztów dla większych emisji (powyżej 25 mln zł) jest zbliżony do kosztu pozyskiwania kapitału na rynkach europejskich. Jednakże działania podejmowane w ramach SRRK powinny wpływać na dalsze zwiększenie efektywności działania rynku kapitałowego, co powinno skutkować m.in. zmniejszeniem kosztów pozyskania kapitału. Kluczowi uczestnicy rynku kapitałowego (Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Izba Domów Maklerskich, KNF oraz GPW) powinni przeanalizować dostępne możliwości obniżania kosztu pozyskiwania kapitału na rynku publicznym, jak również zwiększania korzyści wynikających z posiadania statusu spółki publicznej, które równoważyłyby koszty ponoszone przez emitentów na rynku kapitałowym.”

2) str. 51, śródtytuł: Dematerializacja i rejestracja

W stosunku do postulatu: *zgodnie ze wskazaniem w punkcie 4.3.4, utworzenie rejestru posiadaczy papierów wartościowych spółek publicznych i wzmocnienie przejrzystości pomiędzy emitentami i inwestorami na rynku publicznym w zakresie relacji inwestorskich opartych na strukturach rejestrów typu direct holding, podobnych do rejestrów funkcjonujących na innych rynkach, przy założeniu, że koszt prowadzenia rejestru nie będzie nadmiernie*

obciążający dla emitentów. Powyższe rozwiązanie powinno zwiększyć korzyści związane ze statusem spółki notowanej oraz obniżyć koszt kapitału poprzez programy lojalnościowe dla akcjonariuszy. Brak rejestru posiadaczy papierów wartościowych w polskiej strukturze rynku utrudnia wprowadzenie opisywanej wcześniej koncepcji „inwestora-klienta” – zwracamy uwagę, że nie ulega wątpliwości, iż koszty związane z utworzeniem i prowadzeniem rejestru w proponowanej formule najprawdopodobniej będą bardzo wysokie. W związku z sygnalizowanym już w rozmowach na temat rejestru, ogólnym oczekiwaniem, że koszty tego rejestru, przynajmniej częściowo, poniosą emitenci, w zestawieniu z niezbyt nadmiernymi potrzebami spółek w zakresie identyfikowania akcjonariuszy, sugerujemy rozważenie przyjęcia modelu opartego o ustalanie akcjonariatu „na żądanie”, bez konieczności ustalania stanów posiadania na każdy dzień rozliczeniowy.

3) str. 51, podtytuł: Efektywność

Odnosnie do postulatu: *wyeliminowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji. Rejestracja powinna następować przed datą emisji, tak by papiery wartościowe wchodziły do obrotu w dniu emisji.* Zwracamy uwagę, że zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa polskiego akcje rejestrowane są przez sąd na podstawie decyzji o emisji podjętej przez właściwe organy spółki. Nie jest zatem możliwe, aby rejestracja następowała przed datą emisji, a więc przed podjęciem decyzji o emisji przez spółkę.

4) Str. 51, podtytuł: Inicjatywy w zakresie rozwoju rynku podejmowane przez podmioty infrastruktury rynku

Punkt 4.5.2

Istotnym segmentem polskiego rynku, na który chcielibyśmy zwrócić uwagę i który w naszej opinii wymaga wsparcia w celu dalszego rozwoju są transakcje warunkowe typu repo. Transakcje tego typu stały się kluczowym instrumentem rynku pieniężnego na świecie, gdyż pozwalają znacznie ograniczyć ekspozycję na ryzyko kontrahenta w porównaniu z lokatami niezabezpieczonymi. Z tego względu transakcje te umożliwiają zarządzanie płynnością nawet wówczas, gdy występują zaburzenia na rynku pieniężnym i banki utrzymują niskie limity na ryzyko kredytowe kontrahentów, o ile strony transakcji stosują odpowiednią dokumentację prawną, a podmioty pozyskujące środki pieniężne (pożyczkobiorcy) dysponują papierami wartościowymi odpowiedniej jakości.

Punkt 4.5.2.2

BondSpot S.A. proponuje aby w pkt 3 niniejszego punktu wskazać, że wyłącznie transakcje repo zawierane w obrocie zorganizowanym w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (z późn. zm.) będą mogły być podstawą do wyznaczania indeksów, w tym potencjalnego wskaźnika referencyjnego opartego na stawkach transakcji repo („WRR”).

Jesteśmy również przekonani, że implementacja zaproponowanych w SRRK inicjatyw dotyczących obszaru obligacji nieskarbowych przyczyni się do wzrostu płynności rynku i umożliwi wzrost udziału obligacji korporacyjnych w strukturze finansowania działalności przedsiębiorstw, a także dalszy rozwój rynku obligacji rozwojowych i komunalnych.

Punkt 4.5.4.1 ppkt 12.2

GPW pragnie poddać pod rozagę zasadność wprowadzania kolejnych obowiązków i rejestrów zawierających informacje o zobowiązaniach finansowych i sytuacji finansowej emitenta, szczególnie w odniesieniu do emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. W przypadku tego rodzaju emitentów tego rodzaju informacje są przekazywane w trybie art. 17 Rozporządzenia MAR, w oparciu o definicję zamieszczoną w art. 7 MAR, jak również są prezentowane w raportach okresowych, których zakres określają właściwe przepisy. Informacje dot. zadłużenia danego podmiotu są dostępne dla kredytodawców poprzez ogólnokrajowe bazy dłużników takie jak BIK, KRD, etc.

Punkt 4.5.4.2

W rozdziale 4.5.4.2 omówiono ulepszenia dla platform obrotu instrumentami, które GK GPW realizuje poprzez jedną z inicjatyw strategicznych - BondSpot Development. Celem inicjatywy jest wprowadzenie pełnej gamy komplementarnej oferty produktów/usług w obszarze instrumentów dłużnych (obligacje skarbowe, obligacje korporacyjne) i instrumentów pochodnych na stopy procentowe skierowanych do szerokiej grupy klientów i uczestników rynku, a ponadto stworzenie wspólnej platformy obrotu takimi instrumentami w ramach Grupy GPW.

Proponujemy również, aby w akapicie wprowadzającym wskazać, że „GPW, w celu zapewnienia koncentracji płynności, powinna wprowadzić ulepszenia dla platform obrotu typu *fixed income* dokonując migracji wszystkich instrumentów tego typu do założonej w pkt. 4.5.2.2. struktury rynku:” oraz usunąć pierwsze tiret (ograniczenie liczby platform obrotu...), gdyż w opinii BondSpot istotne jest zapewnienie optymalnej struktury i liczby platform dostosowanych do wymogów i oczekiwań uczestników rynku *fixed income*, a samo zmniejszenie liczby platform nie wpłynie w sposób bezpośredni na obniżenie kosztów dla emitentów oraz uczestników tego rynku.

Punkt 4.5.5

BondSpot S.A. proponuje aby w ramach niniejszego punktu obok instrumentów pochodnych na akcje i instrumentów pochodnych OTC dodatkowo wskazać odrębną kategorię instrumentów pochodnych dostępnych w ramach obrotu zorganizowanego, a mianowicie instrumenty pochodne na stopę procentową i obligacje. W ramach ww. dodatkowej kategorii instrumentów pochodnych proponujemy wskazać na potrzebę m.in.: zwiększenia gamy dostępnych instrumentów pochodnych na stopę procentową i obligacje, zapewnienie odpowiednich mechanizmów zwiększania płynności instrumentów, umiejscowienie obrotu instrumentami pochodnymi na stopę procentową i obligacje zgodnie z założoną w pkt. 4.5.2.2. strukturą rynku w ramach jednego punktu dostępu do rynku. Umożliwi to uzyskanie synergii korzyści wynikających z interakcji rynku instrumentów skarbowych, rynku repo i instrumentów pochodnych na stopę procentową i obligacje, a także ograniczenie kosztów dostępu do rynku.

Dodatkowe uwagi

Głównym celem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej. Biorąc to pod uwagę Strategia powinna doprowadzić do wyeliminowania rozwiązań, które ograniczają emitentom dostęp do

rynku i zwiększając ryzyko ponoszone przez inwestorów podnoszą żądane przez nich marże. Dla rynku obligacji takimi rozwiązaniami są m.in. niektóre zmiany wprowadzone Ustawą z dnia 9 listopada 2018r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku („Ustawa”). Dotyczy to przede wszystkim poniższych regulacji:

a. Agent emisji jako obligatoryjny element emisji niepublicznej

Do obowiązków agenta emisji należy (a) weryfikacja spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji obligacji, (b) weryfikacja zgodności działań emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa; (c) weryfikacja spełniania przez obligacje oraz ich emitenta regulaminowych warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych oraz tego, czy zasady obsługi realizacji zobowiązań emitenta zapewniają możliwość prawidłowego wykonania wynikających z obligacji zobowiązań, (d) utworzenie ewidencji osób uprawnionych z obligacji, (e) pośredniczenie w zawieraniu przez emitenta umowy o rejestrację obligacji w depozycie papierów wartościowych, w tym udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy. Należy nadmienić, iż umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji nie może wyłączyć ani ograniczyć powyższych obowiązków agenta emisji. Zgodnie z wymogiem ustawowym agent emisji jest obowiązany wykonywać swoje obowiązki w sposób rzetelny i niezależny, z zachowaniem należytej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej przez niego działalności. Warto zwrócić uwagę, że agent emisji odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem obowiązków. W świetle przepisów Ustawy odpowiedzialność ta nie jest ograniczona co do wysokości.

Takie określenie odpowiedzialności agenta emisji nie pozwala na skwantyfikowanie ryzyk związanych z tą funkcją i banki oraz domy maklerskie sygnalizują znaczne podniesienie opłat za usługi a nawet wycofanie się z ich świadczenia. Konieczne zatem jest doprecyzowanie katalogu obowiązków i zakresu odpowiedzialności agenta emisji, szczególnie po emisji, do momentu zapadalności obligacji.

b. Zakaz obrotu obligacjami po terminie ich zapadalności

Ustawa wprowadza przepis, który systemowo ograniczać będzie popyt na obligacje. Zgodnie bowiem z obowiązującym od 1 lipca 2019r. art. 8 ust. 4 ustawy o obligacjach, po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone (dotyczy to także emisji prywatnych). Taka regulacja istotnie uderza w segment rynku wyspecjalizowany w obrocie obligacjami niewykupionymi, a w dłuższej perspektywie de facto może prowadzić do jego likwidacji. Wydaje się, że nowe przepisy wydłużą tym samym okres oczekiwania przez obligatariuszy na uzyskanie częściowego zwrotu zainwestowanych środków niewykupione w terminie obligacje aż do zakończenia się postępowania upadłościowego emitenta. Zmienia to w istotny sposób kalkulacje inwestorów znacznie podnosząc ryzyko, do poziomu, który nie będzie akceptowalny dla części z nich. Z tego punktu widzenia ten zakaz powinien zostać zniesiony.

- Ochrona inwestorów i rating

Istotnym wątkiem Strategii jest ochrona inwestorów. Specyfiką polskiego rynku obligacji jest stosunkowo duży udział osób indywidualnych wśród bezpośrednich nabywców obligacji. Zgodnie z zasadami MIFID II powinni się oni znajdować pod szczególną ochroną.

Komisja Europejska w raporcie poświęconym problematyce nadmiernego uzależnienia od ratingów przyznała (dokument COM(2016) 664 final), że obecnie żadna z alternatywnych miar ryzyka kredytowego nie jest w stanie zastąpić zewnętrznych ratingów kredytowych przyznawanych przez agencje ratingowe. Mimo swoich niedoskonałości, rating jest aktualnie najbardziej efektywnym narzędziem niezależnej oceny ryzyka kredytowego,

jak również efektywnym rozwiązaniem redukującym asymetrię informacyjną między emitentem a inwestorem. Jak wskazano w dokumencie OECD "Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance" (str. 39) posiadanie przez emitenta ratingu jest podstawowym czynnikiem wpływającym na jego zdolność do pozyskania finansowania poprzez emisję długu. W tej sytuacji warto rozważyć wprowadzenie obligatoryjnego ratingu dla obligacji emitowanych w trybie oferty publicznej o niskich nominałach, która kierowana będzie do nabywców indywidualnych. Warto podkreślić, iż w tej grupie inwestorów percepcja ratingu jest tożsama z ryzykiem kredytowym podmiotu albo instrumentu. Dodatkowo oprócz podnoszenia waloru edukacyjnego dla tej grupy inwestorów, wzrasta transparentność na linii inwestor-emitent.

Należy zwrócić uwagę na potrzebę upowszechnienia kultury ratingu dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności segmentu długu korporacyjnego. Postulat wparcia przedsiębiorstw sektora MŚP w dostępie do ratingu, artykułowany we wskazanym powyżej raporcie Komisji Europejskiej jest już wdrażany na jednym z najbardziej innowacyjnych rynków finansowych na świecie - w Singapurze. Wypada nadmienić, iż to m.in. z doświadczeń Monetary Authority of Singapore (MAS) czerpał KNF budując swoją koncepcję *Innovation Hub*. MAS jako zintegrowany organ nadzoru nad rynkiem finansowym zapewnia system wsparcia dla emitentów, który pozwala zrefundować koszty pozyskania ratingu emisji w ramach programu grantów. Program ten ułatwia pokonanie bariery wejścia na rynek kapitałowy dla emitentów, którzy nie mieli dotychczas doświadczenia finansowania działalności operacyjnej za pomocą instrumentów dłużnych korzystając dotychczas wyłącznie z kredytu bankowego. Należy rozważyć uruchomienie podobnego programu dla polskich przedsiębiorstw z obszaru MŚP oraz określić program zachęt dla podmiotów/emitentów.

Dobrym pomysłem jest stworzenie w przyszłości rejestru obligacji i emitentów, umożliwiającego inwestorom łatwy dostęp do informacji pozwalającej na porównanie ryzyka kredytowego poszczególnych emitentów i papierów dłużnych (p. 4.5.4.1 Strategii). Jednak zaprezentowana koncepcja rejestru wymaga dalszych prac koncepcyjnych. PAR SA (spółka stowarzyszona GPW) deklaruje gotowość aktywnego uczestniczenia w tych pracach i wniesienia swoich, dotychczasowych doświadczeń metodycznych. Natomiast nietrafionym pomysłem wydaje się wprowadzenie obowiązku raportowania do KNF przez emitentów obligacji niepublicznych w zakresie stabilności finansowej, gdyż taki obowiązek podnosi koszty emisji obligacji, a jego przydatność dla inwestorów jest wątpliwa.

c. Usprawnienia dotyczące pierwotnego rynku obligacji korporacyjnych

Dalszych prac wymaga sprawa dodatkowych obowiązków sprawozdawczych nałożonych na emitentów, aby uniknąć potencjalnego ryzyka związanego z nadmiernymi obowiązkami sprawozdawczymi.

d. Tematyczne grupy robocze przy RRRF

PAR SA zgłasza gotowość do uczestnictwa w pracach związanych z pkt. 9 Zarządzanie ryzykiem i ochrona konsumentów w dedykowanej grupie roboczej przy RRRF.