

Warszawa, 20 marca 2019 roku

Ministerstwo Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa
strategiarrk@mf.gov.pl

Sadkowski i Wspólnicy sp.k.
00-131 Warszawa
ul. Grzybowska 4, lok. U-7A

Szanowne Państwo,

W związku z opublikowanym przez Ministerstwo Finansów projektem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (dalej „Strategia” lub „SRRK”) na wstępie pragniemy wskazać, że jest to bardzo ważny dokument i niezbędne jest, aby strategia została jak najszybciej wdrożona i realizowana. W sposób kompleksowy SRRK zidentyfikowała kluczowe bariery dla rynku kapitałowego i proponuje konkretne rozwiązania do każdego zidentyfikowanego problemu. Zgadzamy się z wizją Strategii, czyli dążeniem do bardziej rozwiniętego, dynamicznego i konkurencyjnego międzynarodowo rynku kapitałowego, wspierającego długoterminowy rozwój polskiej gospodarki. Popieramy także fundamentalne zasady SRRK, tj. wzmacnianie zaufania do rynku, ochrona inwestorów indywidualnych, wykorzystywanie konkurencyjnych nowych technologii, a w szczególności stabilność otoczenia regulacyjnego i nadzorczego.

W niniejszym piśmie pragniemy przekazać nasze kluczowe uwagi i konstruktywne komentarze, które naszym zdaniem przyczynią się do jeszcze lepszej realizacji wizji i zasad oraz celów SRRK. Nasze postulaty mogą znaleźć odzwierciedlenie w przepisach prawa, ale możliwe jest także wdrożenie tego rodzaju rozwiązań poprzez jednolitą praktykę uczestników rynku, wzmocnioną na podstawie wytycznych KNF (pkt. 4.3.1, 4.3.3, 4.5.1, 4.5.4. SRRK).

1. Strategia trafnie identyfikuje, że znaczenie rynków kapitałowych uwidacznia się przede wszystkim w obszarze usług związanych z finansowaniem projektów nowatorskich, długoterminowych i obarczonych ryzykiem zbyt wysokim z punktu widzenia procedur bankowych. Jest to trafna diagnoza, gdyż podstawowym celem banków jest ochrona depozytów, stąd banki naturalnie pozycjonują się przy finansowaniu mniej nowatorskich i bezpieczniejszych produktów. W związku z tym

niezbędne jest zapewnienie również środowiska dla rozwoju dla podmiotów innych niż banki w celu zapewnienia przez nie finansowania także dla takich projektów, których banki nie realizują. Zatem kluczową kwestią powinno być wspieranie przez różne działania rozwoju domów maklerskich niezależnych od banków, oprócz np. działań na rzecz jednolitej licencji bankowej. W tym celu należy także zapewnić ochronę inwestorów poprzez prawidłowe ich informowanie o instrumentach i ryzyku z nimi związanym, tak aby nie dochodziło do tzw. *missellingu*.

2. Niska atrakcyjność produktów inwestycyjnych, działających w oparciu o przepisy rynku kapitałowego, ograniczona podaż produktów, połączona ze spadkiem zaufania do tradycyjnych form inwestowania powoduje przenoszenie się inwestorów w kierunku rynku nierugowanego, a tym samym potencjalnie atrakcyjnego, jednak niezapewniającego podstawowego bezpieczeństwa. Zwiększenie ram regulacyjnych (o czym niżej w pkt. 3) wraz z otwarciem się na dopuszczenie w ograniczonym zakresie nowych typów polityk inwestycyjnych (np.: inwestycje funduszy inwestycyjnych w kryptowaluty, instrumenty pochodne inkorporujące prawa do udziału w prawie własności nieruchomości) pozwoli na rozwój rynku kapitałowego w sektorach identyfikowanych przez inwestorów jako atrakcyjne. Jednocześnie udział podmiotów licencjonowanych zapewni wysoki standard ochrony inwestorów i przyczyni się do zwiększenia zaufania do rynku kapitałowego.
3. Słusznie wzmacnianie zaufania zostało wskazane jako jedną z podstawowych zasad w SRRK. Oprócz realizowania tego postulatu w drodze szkoleń i edukacji (pkt. 4.2.1 Strategii), która może być realizowana przez powołany niedawno Fundusz Edukacji Finansowej przy Rzeczniku Finansowym, postulowalibyśmy także ujednolicenie praktyk rynkowych w zakresie informowania inwestorów o instrumentach finansowych. Szczegółowe zasady wprowadza w tym zakresie pakiet regulacyjny MiFID II, dość drobiazgowo regulując kwestie informacji przekazywanych inwestorom i potencjalnym klientom firm inwestycyjnych, w tym dotyczących charakterystyki instrumentów finansowych i ryzyk, jak również obligując do szczegółowego informowania o wykonanych usługach, kosztach, opłatach, w tym zachętach (od art. 44 Rozporządzenia 2017/565). Obowiązek ten spoczywa jednak wyłącznie na firmach inwestycyjnych, nie na emitentach, i nie będzie realizowany wobec inwestorów, jeśli emitenci nie korzystają z pośrednictwa firm inwestycyjnych. I tu widzimy możliwe pole do działań, które mogą ponownie nadszarpnąć zaufanie do firm inwestycyjnych i rynku. W związku z tym pragniemy zaproponować pewne szczegółowe zmiany i rozwiązania:
 - a) Należałoby postulować dalsze zwiększenie transparentności dokumentacji dotyczącej instrumentów finansowych sporządzanej przez emitentów, tak aby inwestor był świadomy inwestycji, w którą zamierza się zaangażować, a niekiedy zaangażować znaczne środki czy oszczędności. Należy jednak podkreślić, że nie można dopuścić do tego, aby dokumentacja otrzymywana przez inwestorów była jeszcze bardziej obszerna niż obecnie, warto jest

doprowadzić do standaryzacji podsumowania informacji o inwestycji, w czym dostrzegamy rolę KNF przy wsparciu konsultacyjnym uczestników rynku.

- b) Publicznie emitowane papiery wartościowe mają dość wysoki standard informacyjny, pozytywnie oceniamy postulowane zmiany w celu unifikacji i automatyzacji części prospektu lub memorandum informacyjnego (pkt. 4.5.1), jednak niektóre pojęcia generalne są niejednolicie używane przez różne podmioty, co np. dotyczy pojęcia ryzyka. Prawidłowe informowanie o ryzykach wpływa na poziom zaufania – będący jednym z zasad SRRK (pkt. 2) – wpływając na świadomość inwestorów. Warto rozważyć wystandaryzowanie podejścia np. poprzez obrazowe pokazywanie ryzyk związanych z daną inwestycją wg ściśle określonych kategorii. Każdy z inwestorów ma bowiem prawo do podjęcia decyzji inwestycyjnej w zależności od swojego apetytu na ryzyko i celów inwestycyjnych, dlatego szeroki wachlarz instrumentów finansowych o różnym poziomie ryzyka i horyzoncie inwestycyjnym (prawidłowo ujawniany) jest pożądany.
- c) Prawidłowe i wyczerpujące informowanie inwestorów powinno dotyczyć także wycen i zabezpieczeń, gdzie identyfikujemy brak prawidłowego komunikowania tych kwestii przez emitenta. Standaryzacja w tym zakresie wydaje się celowa, np. poprzez jednolite zdefiniowanie poziomów ryzyka i przedstawianie ich jednolicie w dokumentach dotyczących papierów wartościowych oraz poprzez zobowiązanie do przedstawiania zindywidualizowanych opisów ryzyk związanych z emitentem, jego działalnością i samą emisją nawet w prywatnych emisjach.
- d) Dokumentacja emisyjna nie powinna wskazywać, że emisja jest zabezpieczona w sytuacji, gdy zabezpieczenie jest iluzoryczne albo gdy zabezpieczenie rzeczowe (hipoteka, zastaw rejestrowy) ma być ustanowione po dojściu emisji do skutku, a pozostałe zabezpieczenia są iluzoryczne. Naszym zdaniem zabezpieczenie jest iluzoryczne jeśli majątkiem, z którego ma nastąpić zaspokojenie, jest majątek emitenta lub majątek podmiotu trzeciego o wątpliwej wypłacalności – w takiej sytuacji bowiem inwestor de facto nie ma możliwości zaspokojenia na wypadek niepowodzenia projektu i powinien o tym jasno wiedzieć. Podobnie w sytuacji, gdy wartość zabezpieczeń rzeczowych jest niższa niż wartość emisji (powiększonej o ewentualne odsetki). Takie informacje powinny być jasno i w sposób niewprowadzający w błąd komunikowane potencjalnym inwestorom (m.in. pkt. 4.5.1 i 4.5.4 SRRK).
- e) Celowa jest także standaryzacja w zakresie wycen, tak aby wymagana była okresowa ich aktualizacja i zapewnienie adekwatności metod wycen do ich przedmiotu (m.in. pkt. 4.5.4 SRRK, ale także do jednostek i certyfikatów inwestycyjnych).

- f) Zasadne jest bardziej szczegółowe dookreślenie praw i obowiązków administratora zabezpieczeń/ zastawu/ hipoteki, w szczególności przez zapewnienie gwarancji ciągłości działania, zobowiązanie do działania w imieniu obligatariuszy oraz uprawnienie do stanowczego żądania dokumentów lub informacji od emitenta (pkt. 4.5.4 SRRK).
- g) Coraz częściej inwestycje w udziały spółek z o.o. stanowią alternatywę dla inwestycji w akcje, co przy ograniczonych przepisach dotyczących Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych implikuje ryzyko stosowania niedostosowanych produktów dla inwestorów, celem obejścia przepisów o obrocie instrumentami finansowymi lub ofercie publicznej. Identyfikujemy quasi-„oferty publiczne” na rynku udziałów, które w normalnym otoczeniu prawnym powinny być ofertami akcji. Postulujemy wdrożenie przepisów, chociażby w zakresie oferty publicznej, które będą zobowiązywały podmiot emitujący do spełnienia wymogów regulacyjnych w zw. z oferowaniem publicznym udziałów, zaś podmioty pośredniczące do stosowania wymogów właściwych dla firm inwestycyjnych.
- h) Crowdfunding – projektowana regulacja unijna (Rozporządzenie ECSP) nie eliminuje problemów zw. z rozwijającym się rynkiem crowdfundingu. Postulujemy wprowadzenie rozwiązania, w którym emitent będzie zobowiązany do przedstawienia szczegółowego, rozszerzonego w stosunku do aktualnych przepisów katalogu ryzyk w każdym przypadku emisji, zaś w zakresie oceny adekwatności danej inwestycji dla określonego klienta – ocena ta powinna rozpoczynać się dopiero z chwilą deklaracji inwestycyjnej na określoną kwotę (np.: 500 zł wzwyż). Rozwiązanie to pozwoli na ucywilizowanie aktualnie rozwijającego się z rynku, nie wyhamuje go z powodu zbyt szczegółowych regulacji i barier prawnych, a jednocześnie pozwoli na wyeliminowanie nierozsądnego inwestowania zbyt wysokich kwot w sytuacji niskiej świadomości ryzyk inwestycyjnych.
- i) Dodatkowo należy postulować, aby każda emisja akcji lub udziałów, nawet jeśli nie jest emisją publiczną, podlegała obowiązkowej weryfikacji przez podmiot działający na zasadach zbliżonych z nowo powstającym agentem emisji (zmiany do Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, które wejdą w życie od 1 lipca 2019 roku).
- j) Instrumenty typu buy-sell-back na rynku niepublicznym, oferowane klientom detalicznym, często stanowią dodatkowy element marketingowy przy faktycznej inwestycji w akcje lub udziały. Zobowiązanie do odkupu bywa iluzoryczne i często nie stoi za nim majątek, który jest w stanie zabezpieczyć realizację odkupu, a dodatkowo nabywca takiego instrumentu nie może zidentyfikować realnej wartości dotychczas wyemitowanych instrumentów. Postuluje się

kampanię informacyjną w tym zakresie, skierowaną do drobnych inwestorów oraz stworzenie publicznego rejestru tego typu instrumentów.

- k) W celu podniesienia zaufania do rynku postuluje się również uregulowanie zasad reklamy i promowania oraz udostępniania informacji przez firmy zajmujące się szeroko pojętym inwestowaniem w nieruchomości. Poprzez różne struktury inwestycyjne klienci inwestują docelowo zapewne w udziały/akcje spółek prowadzących działalność w sektorze najmu nieruchomości, a być może również w udziały w nieruchomościach – informacje w tym zakresie są nieprecyzyjne. Należy przy tym pamiętać, że nieruchomości jako aktywa są mało płynne. W ostatnich tygodniach marketing inwestycji w apartamenty wakacyjne, condohotele i aparthotele przybiera na sile i dość mocno zbliża się do nomenklatury i roli rynku kapitałowego, wprost zachęcając i posługując się sformułowaniami jak bezpieczne lokowanie i pomnażanie kapitału z gwarantowaną stopą zwrotu. W naszej ocenie brak regulowania tego rodzaju działalności lub wyraźnego informowania czy ostrzegania inwestorów o odrębności tej działalności od rynku kapitałowego oraz ryzykach może spowodować ponowny kryzys zaufania do rynku kapitałowego w sytuacji załamania tego rodzaju inwestycji, braku płynności czy powstania strat na tych inwestycjach.
4. W celu ujednolicenia standardów rynkowych w zakresie ochrony inwestorów oraz realizacji obowiązków informacyjnych przez firmy inwestycyjne na rzecz klientów lub potencjalnych klientów bardzo pożądanym działaniem w ramach realizacji pkt. 4.3.1. i 4.3.3. Strategii jest wypracowanie przez Komisję Nadzoru Finansowego wspólnie z interesariuszami wzorów (tzw. template) przynajmniej następujących dokumentów:
- a. ankiety oceny adekwatności (dla każdej z usług objętych tym dokumentem),
 - b. ankiety oceny odpowiedniości zarówno dla usługi doradztwa inwestycyjnego, jak i zarządzania portfelem,
 - c. zestawu pytań zmierzających do ustalenia profilu klienta na potrzeby grup docelowych i strategii dystrybucji – do uwzględnienia w obu powyższych ankietach,
 - d. wzór dokumentu określającego strategię dystrybucji i grupę docelową dla podstawowych, najpowszechniejszych w obrocie kategorii instrumentów finansowych,
 - e. ilustracji określającej wpływ kosztów na zwrot z inwestycji,
 - f. zbiorczej informacji o kosztach i opłatach (zarówno ex ante, jak i ex post),
 - g. informacji o przyjmowanych i przekazywanych przez firmę inwestycyjną świadczeniach pieniężnych i niepieniężnych na rzecz podmiotów trzecich w związku ze świadczeniem usługi maklerskiej na rzecz klienta.
5. W naszej ocenie z aprobatą należy odnieść się do projektowanych rozwiązań służących wprowadzeniu wymogów w odniesieniu do poziomu świadczenia usług przez Komisję Nadzoru Finansowego, jak również związanych z nimi kluczowych

wskaźników efektywności (pkt 4.3.1. SRRK). Wdrożenie takich rozwiązań może pozytywnie wpłynąć na poprawę efektywności i sprawności pracy Komisji Nadzoru Finansowego. Zauważamy przy tym, że założenia stosownej umowy o gwarantowanie poziomu świadczenia usług (tzw. SLA) wymagać będą uszczegółowienia i dookreślenia w porozumieniu z interesariuszami (uczestnikami rynku), w szczególności konieczne jest ustalenie stron takiej umowy (tj. czy będą to poszczególni interesariusze, czy też poszczególne izby gospodarcze, np. Izba Domów Maklerskich, również pod kątem zapewnienia spójnych warunków dla wszystkich podmiotów), zakresu usług objętych takimi wymogami, jak również kluczowych wskaźników oceny efektywności. Co do zasady SLA określają także wynagrodzenie i kary umowne za niedotrzymanie terminów czy KPI, rodzi się więc pytanie, czy to także będzie treścią SLA.

W naszej ocenie bardzo pożądanym działaniem z perspektywy szybkości i przewidywalności prowadzonych postępowań będzie zwłaszcza określenie maksymalnych terminów wymaganych na przeprowadzenie analizy dokumentów, wprowadzenie wymogu rozpatrzenia dokumentów w publicznie określonych terminach, wprowadzenie nowoczesnych metod komunikacji elektronicznej, np. trybu śledzenia zmian w dokumentach edytowalnych (zarówno z perspektywy organu nadzoru, jak i jego uczestników).

Równie pożądanym działaniem będzie zobowiązanie Komisji Nadzoru Finansowego do wydania pisemnych wytycznych we wskazanych przez interesariuszy obszarach problemowych (np. w zakresie praktycznego stosowania wymogów dotyczących zarządzania produktami przez firmy inwestycyjne, m. in. w związku ze świadczeniem usługi zarządzania portfelem, sposobu określenia statutu podmiotu systematycznie internalizującego transakcje). Zapewni to nie tylko jednolitość i pomoże w zwiększaniu zaufania inwestorów do rynku, ale również zagwarantuje stabilność i pewność prawa oraz jego przewidywalność (por. pkt. 4.2.1. SRRK).

6. Pozytywnie należy odnieść się planowanych działań służących zwiększeniu przejrzystości nadzoru sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, m. in. poprzez regularną publikację wytycznych, okresowych analiz rozwoju rynku oraz dokumentów w formie „pytań i odpowiedzi” (pkt 4.3.1. SRRK). W naszej ocenie takie wytyczne powinny również służyć ujednoliceniu dotychczasowych wątpliwości interpretacyjnych powstałych na tle niektórych stanowisk Komisji Nadzoru Finansowego, jak również ujednoliceniu praktyki nadzorczej Komisji Nadzoru Finansowego (m. in. w obszarze związanym ze świadczeniem doradztwa inwestycyjnego, a udzielaniem porad inwestycyjnych o charakterze ogólnym, dopuszczalnych form współpracy między firmami inwestycyjnymi w procesie świadczenia usług maklerskich). Pożądane byłoby również zwiększenie częstotliwości publikacji takich stanowisk i wytycznych, jak również sposobu ich publikacji. Publikowane stanowiska i wytyczne powinny mieć częściej charakter prospektywny, antycypując możliwe wątpliwości interpretacyjne i trudności związane

ze stosowaniem przepisów, zwłaszcza w przypadku istotnych zmian przepisów prawa rynku kapitałowego. Ich celem byłoby wyeliminowanie różnic w interpretacji między KNF a podmiotami nadzorowanymi. Dodatkowo, KNF identyfikując określone praktyki rynkowe lub powtarzające się zapytania, powinna niezwłocznie publikować komunikaty z właściwą interpretacją konkretnych rozwiązań, usług lub produktów celem zapobieżenia rozwojowi praktyk nieakceptowalnych. Wiele podmiotów działa w dobrej wierze na podstawie uzasadnionej interpretacji przepisów, która może zostać zakwestionowana przez KNF, a uprzednie sprawnie wydawane i upubliczniane interpretacje mogą wyeliminować problemy rozwoju usług lub produktów, które w opinii KNF mogą stanowić ryzyko dla sektora. Takie rozwiązania powinny zwiększyć poziom pewności prawa wśród uczestników rynku i zmniejszyć wątpliwości co do zakresu niezbędnych działań dostosowawczych w celu prawidłowego dostosowania działalności do nowych przepisów prawa.

7. Warto byłoby także rozważyć doprecyzowanie zasad dotyczących wpisywania podmiotów na Listy ostrzeżeń publicznych i prowadzenia takiej listy. Aktualnie wpisy nie są dokonywane na podstawie kodeksu postępowania administracyjnego. Obecnie oprócz podstawy prawnej – zresztą bardzo szerokiej – nie jest możliwe zidentyfikowanie, jakie dokładnie naruszenia nastąpiły w działaniu podmiotu wpisywanego na ww. listę, jakie działania są naganne. Takie informacje znaleźć można w wykazie sankcji zastosowanych przez Komisję względem nadzorowanych podmiotów. Publikowanie informacji o tym, jakiego rodzaju naruszenia w czynnościach czy działaniach danego podmiotu zidentyfikowała Komisja Nadzoru Finansowego, które doprowadziły Komisję do złożenia stosownego zawiadomienia do prokuratury, miałoby walor edukacyjny i jej przekazanie zapewniłoby możliwość zidentyfikowania przez rynek i inwestorów niewłaściwych praktyk i ich wyeliminowanie. Niewątpliwie przyczyniłoby to się do wzmocnienia zaufania do rynku i firm inwestycyjnych oraz do ustalenia właściwych standardów postępowania.
8. Z uwagi na wysoki poziom skomplikowania przepisów prawa (mnogość, obszerność i wieloaspektowość regulacji krajowych i unijnych) odnoszących się do prowadzenia działalności na rynku kapitałowym, w tym zwłaszcza prowadzenia działalności maklerskiej bardzo pożądanym działaniem (w ramach działań w obszarze ujętym w pkt. 4.3.1. SRRK) byłoby w naszej ocenie wprowadzenie narzędzia (funkcjonalności) na stronie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego na wzór „sourcebooks” publikowanych przez Financial Conduct Authority, czy „interactive sourcebooks” Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EBA), czy Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Nowa funkcjonalność powinna umożliwiać dostęp do relewantnych przepisów prawa (zarówno aktów prawa krajowego, jak i unijnego), jak również stanowisk właściwego organu nadzoru (tak Komisji Nadzoru Finansowego, jak i właściwego organu nadzoru unijnego: EBA, ESMA, EIOPA) pogrupowanych w sposób tematyczny i problemowy (np. według następującego schematu „Zasady prowadzenia działalności maklerskiej” -> „Wymogi dot. zarządzania produktami” -> „Wymogi dot. zarządzania produktami dla

producentów" -> „Przeglądy instrumentów finansowych”). Funkcjonalność powinna umożliwiać wyszukiwanie właściwych przepisów poprzez rozwijanie kolejnych zakładerek, jak również generowanie plików w formacie zamkniętym (.pdf) zawierających wybrane przepisy. Wdrożenie takiej funkcjonalności, jak również zapewnienie jej bieżącej aktualizacji powinno ułatwić uczestnikom rynku zidentyfikowanie relewantnych przepisów prawa, stanowisk organów nadzoru, jak również umożliwi prawidłowe stosowanie skomplikowanych i wielopoziomowych regulacji (bezpośrednio stosowane akty prawa unijnego, ustawy, akty wykonawcze do ustaw, stanowiska nadzorców). Kluczowa w tym zakresie jest uprzedniość, tak aby firmy mogły dostosować swoją działalność przed wejściem w życie przepisów.

9. Z aprobatą należy również odnieść się do planowanego zobowiązania Komisji Nadzoru Finansowego do przyjęcia proporcjonalnego i opartego na analizie ryzyka podejścia przy nakładaniu obciążeń lub ograniczeń dla podmiotów rynkowych (pkt. 4.3.1. SRRK). W naszej ocenie nakładane obciążenia powinny uwzględniać skalę, rozmiar i poziom rozwoju podmiotów działających na danym segmencie rynku kapitałowego oraz rodzaj działalności (ilość usług, ilość instrumentów w ofercie). Zauważamy przy tym, że z tej perspektywy kluczowe są nie tylko odpowiednie zmiany legislacyjne, ale także zmiana dotychczasowej praktyki nadzorczej Komisji Nadzoru Finansowego (np. uwzględnianie różnic w skali i rodzaju prowadzonej działalności i towarzyszącego jej ryzyka, między firmami inwestycyjnymi o ograniczonej ilości licencji i liczbie klientów, a bankami prowadzącymi działalność maklerską).
10. Bardzo pozytywnie należy się odnieść do planowanego rozszerzenia prawa do ubiegania się o interpretację Komisji Nadzoru Finansowego o produkty i usługi, które mają na celu rozwój rynku kapitałowego (pkt 4.3.1. SRRK). Obecnie wprowadzanie nowych produktów i usług wobec braku przejrzystych regulacji oraz relewantnych stanowisk organów nadzoru wiąże się niekiedy z istotnym ryzykiem regulacyjnym (możliwość zakwestionowania zgodności danego produktu lub modelu świadczenia usługi z przepisami prawa przez organ nadzoru), które może zmaterializować się zwłaszcza na etapie kontroli organu nadzoru już po wprowadzeniu danej usługi, czy produktu. Wprowadzenie możliwości uzyskania uprzedniej wiążącej interpretacji organu nadzoru w tym zakresie znacznie zwiększyłoby bezpieczeństwo i pewność prawa w przypadku wprowadzania nowych produktów i usług. Przy tym kluczowe znaczenie ma zapewnienie krótkich ram czasowych dla otrzymania takiej interpretacji, w przeciwnym razie polskie domy maklerskie nie będą w stanie sprawnie konkurować z zagranicznymi podmiotami wdrażając nowatorskie rozwiązania.
11. Wskazujemy również, że w zakresie pkt. 4.3.1. SRRK rekomendowane byłoby wdrożenie rozwiązania bardzo wczesnych kontroli nadzorczych w podmiotach, które uzyskały stosowne zgody, licencje lub zezwolenia, celem weryfikacji sposobu działania danego podmiotu przed powstaniem istotnych ryzyk lub zwiększeniem

ryzyk (z uwagi na skalę) w ramach tych przedsiębiorstw i wydania stosownych zaleceń. Takie kontrole, które mogłyby odbywać się w terminie do 6 miesięcy od rozpoczęcia działalności pozwoliłyby na zapobieżenie rozwojowi nieprawidłowych praktyk oraz ukierunkowanie działalności podmiotu na właściwe tory prawne i regulacyjne. Wynika to z faktu, że wiele podmiotów, działając w dobrej wierze, nie ma stosownego doświadczenia na rynku kapitałowym i może niewłaściwie interpretować przepisy, wykonywać obowiązki lub prowadzić relacje z klientem. Kontrola taka mogłaby być elementem edukacji rynku oraz wczesnego wykrywania nieprawidłowych praktyk rynkowych, a docelowo sprzyjać zaufaniu do instytucji na rynku kapitałowym.

12. Pozytywnie odnosimy się również do wprowadzenia obowiązku rejestrowania nagrań z rozmów telefonicznych i kopii korespondencji elektronicznej w ramach świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego (pkt. 4.3.1. SRRK). Wprowadzenie takiej zmiany pozwoli wyeliminować dotychczasowe wątpliwości interpretacyjne na gruncie krajowej implementacji art. 16 ust. 7 MiFID II i jest spójne z dotychczasową praktyką rynku. Wpłynie to pozytywnie na zwiększenie poziomu ochrony inwestorów – ułatwi to weryfikację zwłaszcza tych rekomendacji indywidualnych, które wydawane są za pomocą kanałów telefonicznych. W naszej ocenie brak natomiast uzasadnienia dla objęcia tym obowiązkiem usługi zarządzania portfelem. Takie działanie nie jest adekwatne biorąc pod uwagę sposób świadczenia tej usługi. Rola inwestora w procesie świadczenia takiej usługi, po wyborze odpowiedniej strategii inwestycyjnej, jest co do zasady pasywna. Klient nie składa żadnych dyspozycji, co do zasady nie jest uprawniony do wydawania jakichkolwiek instrukcji. Zakres możliwych do wyboru strategii determinowany jest przez wyniki oceny odpowiedniości, która dokonywana jest w ściśle sformalizowany i udokumentowany sposób. Co więcej, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi określa bardzo precyzyjnie wymogi personalne dla osób świadczących tę usługę (co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych). Obejmowanie zatem tej ostatniej usługi obowiązkiem nagrywania rozmów jest zatem nieadekwatne i nieproporcjonalne, zwłaszcza biorąc pod uwagę możliwe do zidentyfikowania ryzyka rzutujące na poziom ochrony inwestora. Dodanie tego obowiązku obniża konkurencyjność polskich firm inwestycyjnych świadczących tę usługę zwiększa ich koszty względem zagranicznych podmiotów.
13. Biorąc pod uwagę fakt, że przeważającą część właściwych dla sektora regulacji stanowią bezpośrednio stosowane akty prawa unijnego, a także krajowe akty stanowiące implementację właściwych przepisów prawa unijnego, bardzo istotne jest zwiększenie aktywności krajowego organu nadzoru na etapie konsultacyjnym towarzyszącym tworzeniu przepisów prawa unijnego (pkt 4.3.2. SRRK). Kluczowe jest bowiem zapewnienie proporcjonalności tworzonych regulacji unijnych względem aktualnego poziomu rozwoju danego segmentu krajowego rynku kapitałowego tak, aby akty te nie stanowiły dodatkowych barier rozwojowych. Jak trafnie zauważono w Strategii – niektóre rozwiązania, adekwatne dla rozwiniętych i „dojrzałych” rynków

Europy Zachodniej mogą całkowicie nie przystawać do potrzeb i możliwości rynków kapitałowych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Takie bariery zidentyfikowano w przypadku wielu wdrożonych rozwiązań wynikających z krajowej implementacji pakietu regulacyjnego MiFID II/MiFIR. Jednym z instrumentów mogących przeciwdziałać temu zjawisku jest np. zapewnienie odpowiedniego zakresu opcji narodowych w aktach podlegających implementacji. To z kolei na etapie implementacji krajowej powinno pozwolić na zapewnienie ich większej proporcjonalności.

14. Bardzo pozytywnie należy ocenić planowane powołanie przez Ministerstwo Finansów wraz z Komisją Nadzoru Finansowego grupy roboczej, która w porozumieniu z podmiotami wszystkich sektorów rynku kapitałowego zidentyfikowałaby istniejące luki oraz nadmiarowe przepisy (pkt. 4.3.2. SRRK). W tym kontekście wskazujemy m. in. na konieczność weryfikacji adekwatności niektórych rozwiązań dot. outsourcingu ujętych w art. 81a – 81f ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, konieczność niezwłocznego wydania aktu wykonawczego na podstawie delegacji z art. 94 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, korekty niektórych przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (np. przepisów stanowiących krajową implementację art. 9 ust. 7 oraz 10 ust. 6 Dyrektywy Delegowanej 2017/593), uzgodnienia zakresu wymogów dot. załączników do wniosku o prowadzenie działalności maklerskiej z art. 82 ust. 1 i n. ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dotychczasowymi wymogami wynikającymi już z rozporządzenia 2017/1943, eliminację błędnych odesłań w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi do niektórych aktów delegowanych do MiFID II (np. odesłania do rozporządzenia 2017/575 (RTS 27) w art. 73c ust. 2 tej ustawy – obecne rozwiązania mogą wprowadzać firmy inwestycyjne w błąd co do sposobu realizacji ciążących na nich obowiązków raportowych, dostosowanie siatki pojęciowej przyjętej w art. 83g i art. 83h ustawy o obrocie instrumentami finansowymi do tej przyjętej na gruncie rozporządzenia 2017/565).
15. Innym, trafnie zresztą zidentyfikowanym problemem w pkt 4.3.2. SRRK są znaczne opóźnienia w krajowej implementacji regulacji unijnych (np. MiFID I, AIFMD i UCITS V, MiFID II), a także stanowiące niejako ich pochodną bardzo krótkie okresy przejściowe na dostosowanie prowadzonej działalności do nowych wymogów. Konieczne jest zatem zapewnienie terminowego wdrożenia przyszłych regulacji unijnych, zwiększenie jakości i zupełności przepisów przejściowych (intertemporalnych), a nadto wydłużenie odpowiednich okresów dostosowawczych przynajmniej do 12 miesięcy. Innym problemem związanym z brakiem terminowej implementacji jest brak pewności prawa (wobec sprzeczności norm krajowych z niektórymi rozwiązaniami wynikającymi z bezpośrednio stosowanych aktów prawa unijnego) i brak jasności co do zakresu obowiązujących wymogów. Problem ten

został uwytłaczony podczas krajowej implementacji MiFID II, gdy rozwiązania wynikające z bezpośrednio stosowanych aktów delegowanych do MiFID II weszły w życie 3 stycznia 2018 r., tymczasem odpowiednia nowelizacja przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (krajowa implementująca MiFID II) weszła w życie po upływie ponad kwartału od tej daty.

16. Planowane zmiany w zakresie funkcjonowania administracji skarbowej (pkt. 4.4 i pkt. 4.4.4) z całą pewnością należy uznać za działania korzystne dla uczestników rynku. W tym kontekście należy zaznaczyć, że Strategia słusznie wskazuje na problematykę niejednolitego rozstrzygania spraw przez aparat skarbowy. Dlatego ustanowienie wyspecjalizowanych jednostek, które rozumieją specyfikę branży może znacznie przyczynić się do ujednolicenia praktyki organów podatkowych oraz wpłynąć pozytywnie na postrzeganie polskiego rynku kapitałowego z punktu widzenia pewności prawa.
17. W zakresie zachęt podatkowych dla emitentów Strategia (w pkt. 4.4.1-4.4.3) proponuje szereg zachęt, które w praktyce prowadzą do zmniejszenia ich obciążeń fiskalnych. W szczególności należy wskazać, że Strategia proponuje wprowadzenie wystandardyzowanych reguł dotyczących zaliczania do kosztów uzyskania przychodu wydatków związanych z IPO do wysokości 125% wartości poniesionego kosztu. Zmianę należy ocenić pozytywnie, ponieważ usunęłyby istniejące obecnie wątpliwości co do możliwości zaliczania do kosztów uzyskania przychodu wydatków związanych z dopuszczeniem do obrotu stanowią koszt uzyskania przychodu.
18. Strategia zawiera koncepcję wprowadzenia kompensacji zysków kapitałowych i strat w związku z inwestycjami w instrumenty finansowe. Niewątpliwie należy podkreślić, że zmiana zachęci inwestorów do aktywności na rynkach. Pozytywnie należy ocenić również wstępną koncepcję wprowadzenia limitu rozliczania strat w 5-letnim okresie.

Z preferencji zostały wyłączone produkty spekulacyjne np. CFD, FX, kryptowaluty itp. W tym kontekście pragniemy zwrócić uwagę, że niektóre instrumenty nieobjęte wyłączeniem również mogą mieć charakter spekulacyjny. Dlatego regulacja nie powinna całkowicie ograniczać możliwości kompensacji strat w odniesieniu do instrumentów wskazanych przez Ministerstwo Finansów. Pragniemy zwrócić uwagę, iż w kontekście projektowanej regulacji należałoby rozważyć możliwość częściowej kompensacji strat w odniesieniu do produktów spekulacyjnych. Przy tym konieczne jest wskazanie, że dźwignia jest ograniczona w stosunku do klientów detalicznych, co ogranicza poziom strat tej kategorii klienta. Odejście od koncepcji całkowitego wyłączenia instrumentów spekulacyjnych efektywniej zachęciłoby inwestorów do lokowania kapitału oraz spowodowałoby wzrost ekspozycji w odniesieniu do szerszej gamy produktów.

19. Pozytywnie należy również ocenić koncepcję wprowadzenia preferencyjnego opodatkowania dywidend wg. stawki 9% od długoterminowych inwestycji (powyżej 3

lat). Rozwiązanie może potencjalnie przyciągnąć inwestorów do polskiego rynku kapitałowego.

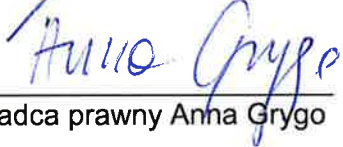
Jednak w tym kontekście należy wskazać, że Ministerstwo Finansów przewiduje wprowadzenie limitu kwotowego uprawniającego do zastosowania obniżonej stawki podatku. Na obecnym etapie nie znamy ostatecznej kwoty limitu, wobec tego nie jesteśmy w stanie ocenić efektów makroekonomicznych rozwiązania. Pragniemy zauważyć, że atrakcyjne opodatkowanie dywidend w obliczu niskiej kwoty limitu będzie skutecznie blokowało inwestycje, dlatego z ekonomicznego punktu widzenia efektywność regulacji będzie uzależniona od progu kwotowego do którego zastosowanie będzie miało preferencyjne opodatkowanie.

20. Z optymizmem należy zapatrywać się również na koncepcję zmiany obowiązującego sposobu opodatkowania odsetek od obligacji. Celem nowelizacji będzie harmonizacja obowiązującego prawa poprzez zapewnienie analogicznego poziomu opodatkowania odsetek od obligacji niezależnie od sposobu ich nabycia tj. na rynku pierwotnym lub wtórnym.

Mamy nadzieję, że nasze uwagi pomogą Państwu w odzwierciedleniu potrzeb rynku i zostaną przez Państwo przyjęte. Pozostajemy do dyspozycji w przypadku woli rozszerzenia lub doprecyzowania przedstawionych przez nas postulatów.



Adwokat Rafał Wojciechowski



Radca prawny Anna Grygo



Radca prawny Piotr Żelek