

Załącznik 1 – Uwagi Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, przekazanego pismem z dnia 28 lutego 2019 r.

1. Uwagi dotyczące punktu 1 „Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego”.
 - a) Przedstawiony na rysunku nr 5 wykres dotyczy zagregowanej wartości aktywów klientów domów maklerskich w okresie 1 kw. 2016 – 3 kw. 2018 r., jednakże brakuje w nim wskazania czy wartości liczbowe podane na osi rzędnych odnoszą się do wartości w PLN oraz jakiego rzędu to są wartości (np. mln).
 - b) Zaktualizowania wymaga podana na str. 16 liczba TFI. Jednocześnie, jeśli „danymi UKNF”, o których mowa w przypisie do ww. informacji (przypis nr 18), były informacje zawarte na stronie KNF (lista TFI i funduszy inwestycyjnych w zakładce „podmioty rynku kapitałowego”), na co może wskazywać wskazana wartość, należy zwrócić uwagę, iż ww. lista zawiera również niektóre towarzystwa, które utraciły już zezwolenia (o ile jeszcze nie zostały zlikwidowane/przejęte fundusze inwestycyjne, którymi dane towarzystwo zarządzało w chwili utraty zezwolenia).
 - c) W zakresie w jakim SRRK przedstawia charakterystykę polskiego rynku kapitałowego, w ocenie UKNF zasadnym jest także rozważenie przedstawienia podstawowych informacji o alternatywnych funduszach inwestycyjnych (alternatywnych spółkach inwestycyjnych/ASI), zwłaszcza z uwagi na obserwowany przez UKNF wzrost zainteresowania prowadzeniem działalności jako ASI oraz systematycznie zwiększającą się liczbę podmiotów rejestrowanych jako ASI w rejestrze prowadzonym przez UKNF.
 - d) Poniżej rysunku nr 8 został zamieszczony opis z którego wynika, iż „wartość aktywów zarządzanych przez polskie fundusze inwestycyjne” pod koniec 2018 r. wynosiła 256,8 mld zł. W ocenie UKNF podana wartość 256,8 mld zł nie jest właściwa. Należy zauważyć, iż nawet gdyby miała dotyczyć wartości aktywów netto a nie wartości aktywów, w świetle informacji posiadanych przez KNF byłaby zaniżona. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż nie wszystkie TFI są członkami IZFiA a zatem dane publikowane przez IZFiA mogą nie dotyczyć wszystkich funduszy inwestycyjnych tym samym posługiwanie się w SRRK celem prezentacji charakterystyki całego rynku krajowych funduszy inwestycyjnych danymi IZFiA jest błędne. Zgodnie z danymi udostępnianymi na stronie KNF („Dane kwartalne TFI - IV kwartał 2018 r.”) na koniec 2018 r. wartość aktywów funduszy inwestycyjnych, zarządzanych przez TFI, wynosiła ok. 316,5 mld zł.

2. Uwaga dotycząca punktu 2 „Cele i podstawowe zasady SRRK”.

W odniesieniu do Celu Głównego opisanego w punkcie 2.1 UKNF proponuje uzupełnienie akapitu pierwszego o wskazanie, że w zakresie inwestycji dodatkowych warty wsparcia jest rozwój rynku inwestycji alternatywnych, w tym *venture capital*, który może funkcjonować w formie niepublicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych, ale także w formie alternatywnych spółek inwestycyjnych regulowanych na poziomie krajowym i unijnym.

Ponadto, warto zauważyć, że wraz z wprowadzeniem do polskiego porządku prawnego konstrukcji Prostej Spółki Akcyjnej powstanie nowa forma organizacyjno-prawna, dedykowana działalności innowacyjnej, umożliwiającą łączenie kapitału otwartego na ryzyko z nakładem pracy innowacyjnej, który jest niedoszacowany na wczesnym etapie rozwoju

3. Uwagi dotyczące punktu 2.2.5. – Cel 5: Bardziej efektywne procedury administracyjne.
 - a) Odnosnie postulatu krótszych procesów dla zatwierdzania prospektów emisyjnych - terminy dedykowane procesom zatwierdzania prospektów emisyjnych nie powinny być jedynym celem towarzyszącym ocenie dopuszczalności instrumentów finansowych do obrotu. Istotne jest przede wszystkim spełnienie przez emitenta warunków prawnych przewidzianych w ustawach i aktach wykonawczych. Jeżeli emitent nie udziela odpowiedzi i wyjaśnień na kierowane przez organ nadzoru zapytania w określonym terminie, nie powinno to generować zarzutu kierowanego do organu nadzoru w zakresie zbyt długiego procedowania nad zatwierdzeniem prospektu. Zasadniczym celem organu nadzoru jest przede wszystkim zapewnienie bezpieczeństwa obrotu.
 - b) Odnosnie postulatu wyeliminowania opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji - został on dedykowany zwiększeniu efektywności procedur administracyjnych, które regulują działanie organów administracji publicznej, a nie sądów.
 - c) UKNF proponuje dodanie punktu:
 - *rozszerzenie możliwości prawnych w zakresie prowadzenia korespondencji z podmiotami nadzorowanymi w formie elektronicznej (projekt ustawy o elektronicznej doręczeń oraz o zmianie niektórych innych ustaw), co spowoduje przyspieszenie procesu doręczenia, jego usprawnienie, ułatwienie i odformalizowanie oraz przyczyni się także do obniżenia kosztów ponoszonych przez obie strony.*
4. Uwagi dotyczące punktu 3 „Diagnoza – aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym” - w zakresie Barrier regulacyjnych, pkt 17
 - a) „Brak standaryzacji dokumentacji prawnej (w tym prospektów emisyjnych)” - zakres informacyjny prospektów jest dość szczegółowo określony w przepisach unijnych a państwa członkowskie nie dysponują możliwością uszczegóławiania lub doprecyzowania tych wymogów. Ponadto, kwestie regulacyjne w tym zakresie, które w praktyce funkcjonowania emitentów i organów nadzoru wymagają wyjaśnienia i przyjęcia ujednoliconego poglądu co do stosowania, podlegają zasadom wspólnotowego wypracowywania różnego rodzaju upublicznianych wytycznych lub „pytań i odpowiedzi”. Należy także zwrócić uwagę na to, że emitenci różnią się pod względem np. sytuacji prawnej, finansowej, sposobu prowadzenia działalności, zarządzania, wielkości, złożoności organizacyjnej czy formy prawnej. To sprawia, że trudno oczekiwać, aby standaryzacja idąca znacznie dalej niż wykazy wymaganych informacji zawarte w regulacjach unijnych, przyniosła w tym zakresie znaczącą poprawę w procesie sporządzania a następnie zatwierdzania prospektów. Nic z resztą nie stoi na przeszkodzie, aby uczestnicy rynku najbardziej zainteresowani szybkim sporządzeniem

prospektu i sprawnym uzyskaniem jego zatwierdzenia przez KNF, a więc doradcy prawni i finansowi, sami wypracowali na swój użytek wystandaryzowanych „szablonów”;

- b) „Brak możliwości procedowania prospektu emisyjnego w języku angielskim, co obniża atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego dla emitentów zagranicznych”- zastosowanie języka angielskiego jest możliwe już na podstawie obecnych przepisów prawa w sytuacjach przewidzianych przez regulacje unijne.

5. Uwaga dotycząca punktu 4.1.2.3. „Tematyczne grupy robocze przy RRRF”.

Mając na względzie przedstawiony przykładowy katalog obszarów tematycznych grup roboczych przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego UKNF zwraca uwagę, iż w ramach tego katalogu nie uwzględniono tematów związanych z sektorem funduszy inwestycyjnych, ASI, funduszy emerytalnych oraz PPK. W ocenie KNF mając na względzie rozwój tego segmentu oraz wielość inicjatyw regulacyjnych związanych z tym segmentem wartym rozważenia jest odpowiednie rozszerzenie powyższego katalogu także o tematykę związaną z szeroko rozumianym sektorem funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

6. Uwagi dotyczące punktu 4.2.1. „Wzmacnianie zaufania”.

- a) Użyte w I akapicie pojęcie „ramy nadzorcze” to pojęcie nieostre, nieprecyzyjne. Bardziej precyzyjne byłoby użycie sformułowania „działania nadzorcze”.
- b) Użyte w II akapicie pojęcie „doradztwo ze strony pośredników rynkowych” to pojęcie nieostre, nieprecyzyjne. Bardziej precyzyjne byłoby użycie sformułowania „doradztwo ze strony pośredników działających na rynku finansowym”.
- c) Użyte w II akapicie pojęcie „regulacyjnych środków odstraszających” to pojęcie nieostre, nieprecyzyjne. Bardziej precyzyjne byłoby użycie sformułowania „środków nadzorczych o charakterze prewencyjnym”.

7. Uwagi dotyczące punktu 4.2.3.1. „Oszczędności”.

Projekt strategii zakłada, że *„W obliczu procesu starzenia się polskiego społeczeństwa, niezmiennie istotne jest, aby długoterminowe oszczędności stały się priorytetem nie tylko dla rządzących, ale również znalazły się wyżej w hierarchii priorytetów przeciętnego konsumenta”*, jak również, że aby stymulować tę zmianę należy m.in. zadbać o kontrolę nad opłatami transakcyjnymi ponoszonymi przez FZD realizującymi PPK, przy wykorzystaniu jasnych i publicznie dostępnych wytycznych opublikowanych przez KNF. W odniesieniu do powyższego UKNF zwracamy uwagę na następujące kwestie:

- Trudno dostrzec związek między proponowanym działaniem KNF, a zmianą hierarchii celów przeciętnego konsumenta.
- UKNF w toku prac legislacyjnych nad ustawą o PPK zwracał kilkakrotnie uwagę na nieprecyzyjne propozycje zapisów dotyczących kosztów wskazanych w art. 50 ustawy o

PPK. Uwagi UKNF zostały uwzględnione tylko w ograniczonym stopniu. Jeżeli SRRK dostrzeżę zagrożenie kosztów funduszy zdefiniowanej daty jako zagrożenie istotne dla pomyślnej tej realizacji, to UKNF wskazuje, że właściwym działaniem powinno być zrewidowanie obowiązujących przepisów w tym zakresie. KNF nie jest władna zastępować lub zmieniać swoimi wytycznymi przepisów powszechnie obowiązującego prawa, które w tym przypadku są nieprecyzyjne i mogą być wykorzystywane na niekorzyść uczestników PPK.

- KNF nie może zdejmować z podmiotów nadzorowanych odpowiedzialności w zakresie dążenia do działania w najlepiej pojętym interesie uczestników PPK, tj. dokonywania takiego wyboru podmiotów pośredniczących i podpisywania takich umów, aby było to z korzyścią dla uczestników oraz aby nie budziło to wątpliwości, że ponoszone koszty (w tym koszty transakcyjne) nie odbiegają od przyjętych w obrocie zwykłych kosztów tego rodzaju usług.

8. Uwaga dotycząca punktu 4.2.3.3. „Edukacja w zakresie funkcjonowania rynku finansowego”.

W opinii UKNF istotną kwestią jest edukowanie rynku na poziomie inwestorów indywidualnych, dlatego w punkcie tym powinny znaleźć się działania dedykowane edukacji inwestorów indywidualnych oraz współpraca KNF z organizacjami zrzeszającymi takich inwestorów.

9. Uwaga dotycząca punktu 4.2.4. „Zasoby ludzkie”.

UKNF zgadzając się co do zasady z postulatem, iż biorąc pod uwagę konieczność terminowego wdrażania regulacji UE (bez ich niepotrzebnego zaostżęzania) w zakresie usług finansowych należy zwiększyć potencjał zasobów ludzkich w odpowiednich jednostkach organizacyjnych MF i UKNF. Nie podziela natomiast poglądu, że możliwość realizacji tego postulatu jest uzależniona od pozyskania przez MF bądź UKNF specjalistów z zakresu finansów, konsultingu i informatyki z międzynarodowych rynków kapitałowych. Transpozycja i wdrażanie europejskich przepisów w zakresie rynków finansowych wymagają przed wszystkim bardzo dobrej znajomości krajowych przepisów, praktyki rynkowej oraz sytuacji społeczno-gospodarczej. Znajomość zagranicznych regulacji i doświadczenie w pracy na zagranicznych rynkach kapitałowych może być bardzo pomocne ale nie będzie wystarczające bez znajomości krajowych standardów. Wobec powyższego UKNF proponuje rozdzielenie w tym punkcie zagadnień dotyczących przyciągnięcia specjalistów z doświadczeniem w pracy na rynkach finansowych zagranicznych od ewidentnej potrzeby zwiększenia potencjału zasobów ludzkich w jednostkach organizacyjnych MF i UKNF odpowiedzialnych za regulację/legislację. Jednocześnie postulujemy o wskazanie, iż potencjał zasobów ludzkich w jednostkach organizacyjnych MF i UKNF odpowiedzialnych za regulację/legislację może być rozwijany poprzez odpowiedni program szkoleń międzynarodowych i staży w zagranicznych instytucjach państwowych (np. organach nadzoru

czy regulatorów rynku) poszczególnych państw do instytucji UE/EOG/OECD, a także w Banku Światowym, Komisji Europejskiej, IOSCO, ESMA itp.

10. Uwagi dotyczące punktu 4.3.1. „Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru”.

- a) Uwagi dotyczące wprowadzenia wymogów jakości świadczenia usług przez nadzorcę oraz przyjęcia przez KNF strategii biznesowej i operacyjnej zostały zgłoszone w piśmie przewodnim.
- b) Odnośnie postulatu dotyczącego zatwierdzania prospektów emisyjnych (pkt 10) w podrozdziale „Zmiana zasad finansowania...” – niezrozumiałym jest określenie: „oferowaniu najszybszej opcji szczegółowych warunków świadczenia usług w zakresie zatwierdzania prospektów emisyjnych przy możliwie najniższych opłatach w sytuacji, w której prospekt jest w pełni zgodny z obowiązującymi standardami”. UKNF chciałby ponadto zaznaczyć, że szybkość zatwierdzenia przez KNF prospektu emisyjnego zależy od jakości jego sporządzenia. W SRRK brakuje postulatu w zakresie podniesienia jakości prospektów składanych do KNF. Nie można natomiast mówić, jak to jest w SRRK, o tym, że celem powinno być przyciągnięcie emitentów z innych państw UE ponieważ arbitraż regulacyjny nie wchodzi w tym przypadku w grę ze względu na identyczne wymogi informacyjne oraz to, że przepisy unijne jasno regulują kwestię, jaki organ zatwierdza prospekt w zależności od siedziby emitenta (podstawowa zasada) lub rynku, na który emitent się wybiera (to wyłącznie w przypadku papierów dłużnych).
- c) W podrozdziale „Zmiana zasad finansowania...” podkreślenia wymaga fakt, iż punkcie odnoszącym się w swej istocie do zapewnienia przewidywalnego i skutecznego nadzoru uwzględniono także szereg postulatów o charakterze legislacyjnym (pkt 8) nie mających bezpośredniego związku ze sposobem działania organu nadzoru. Wydaje się, iż postulaty zmian prawnych w zakresie określonych instytucji rynku finansowego nie powinny się znajdować w tej części SRRK. Ponadto UKNF pragnie zauważyć, iż nie jest jasne co (jakie kategorie funduszy) autorzy SRRK mieli na myśli wskazując na luki w przepisach w zakresie dotyczącym możliwości dokonywania pożyczek papierów wartościowych przez *fundusze inwestujące w celach emerytalnych*.
- d) W podrozdziale „Przyjęcie przez KNF strategii biznesowej i operacyjnej” wątpliwości budzi postulat oparcia procesu zwiększeniu zasobów kadrowych organu nadzoru na pracownikach instytucji finansowych, w ramach czasowego oddelegowania pracowników. Taka praktyka, niewątpliwie będzie musiała rodzić konflikty interesów, zwłaszcza w przypadku stanowisk, które związane z podejmowaniem władczych rozstrzygnięć wobec podmiotów, w których na stałe są zatrudnione te osoby lub wobec konkurencyjnych podmiotów/grup kapitałowych, czy w przypadku stanowisk, które wiążą się z dostępem do informacji dotyczących ww. podmiotów. W świetle informacji posiadanych przez UKNF, praktyka taka nie jest stosowana w innych organach nadzoru. Niektóre organy nadzoru (np. brytyjski FCA), prowadzą natomiast programy szkoleniowe dla swoich pracowników, które mogą obejmować stosunkowo krótkie staże w podmiotach nadzorowanych, w celu lepszego poznania specyfiki działalności tych podmiotów.

- e) W podrozdziale „Zapewnienie przejrzystości i proporcjonalności nadzoru” znajduje się postulat określenia obszarów, w których między innymi GPW, BondSpot, czy KDPW oraz inne pozagiełdowe podmioty mogłyby modyfikować swoje regulaminy i wewnętrzne procedury bez konieczności uzyskania uprzedniej zgody KNF. W opinii UKNF rezygnacja z instytucji „decyzji administracyjnej udzielającej zgody bądź odmawiającej udzielenia zgody” będzie miała niekorzystny wpływ na utrzymanie bezpieczeństwa rynku kapitałowego. Spółki infrastruktury są fundamentem funkcjonowania tego rynku a regulaminy danych instytucji, nadają prawa i obowiązku wszystkim uczestnikom obrotu. Podkreślić należy że jednocześnie, że KNF wyraża bądź odmawia wyrażenia zgody, w oparciu o polskie regulacje prawne, wyłącznie wobec jednego, głównego regulaminu (w zależności od spółki jest to np. regulamin rynku regulowanego/regulamin KDPW) oraz statutu (wyłącznie wobec organizatorów obrotu). Pozostałe dokumenty wewnętrzne spółek nie są przedmiotem postępowań administracyjnych prowadzonych przez KNF. Brak uprzedniej możliwości wpływu organu nadzoru na zmiany w kluczowych zasadach prowadzenia obrotu bądź zasadach rozliczeń/rozrachunku, oznaczać będzie automatyczne obniżenie bezpieczeństwa obrotu na rynku kapitałowym.

Składane przez spółki infrastruktury wnioski o zmianę regulaminów systematycznie są modyfikowane w trakcie prowadzonych postępowań administracyjnych, w celu zapewnienia ich zgodności z prawem jak i zapewnienia nienaruszenia bezpieczeństwa obrotu. Brak procesu administracyjnego po stronie KNF oznaczać będzie, że organ nadzoru nie będzie miał żadnych możliwości na wypracowanie z wnioskodawcą ewentualnych zmian ani nie będzie miał żadnych możliwości na bezstronnej konsultacji z pozostałymi uczestnikami rynku. Organ nadzoru prowadzący rocznie kilkadziesiąt postępowań w tym zakresie, dysponuje bezspornymi, licznymi dowodami na błędy ww. spółek w projektach zmian w regulaminach. W trakcie prowadzonych postępowań administracyjnych przez KNF również środowisko rynku kapitałowego ma możliwość wskazać błędy w propozycjach zmian regulaminów tych spółek.

Podkreślić należy, że poza instytucją zgody/odmowy wyrażenia zgody, funkcjonuje już instytucja „sprzeciwu” wobec wprowadzanych zmian (IRGIT wobec aktywności na rynku towarowym). Praktyczny aspekt stosowania instytucji „sprzeciwu” sprowadza się w praktyce do otrzymywania od spółki (wyłącznie dzięki jej dobrej woli), projektów zmian przed zgłoszeniem wniosku do KNF.

- f) W podrozdziale „Zapewnienie przejrzystości i proporcjonalności nadzoru” znajduje się postulat zgodnie z którym należy umożliwić ubieganie się o interpretację nadzorca zgodnie z art. 11b ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym także w przypadku produktów i usługi, które mają na celu rozwój rynku kapitałowego. Określenie „które mają na celu rozwój rynku kapitałowego” jest mało precyzyjne i może budzić szereg wątpliwości interpretacyjnych, w związku z powyższym należy je doprecyzować/przeformułować.
- g) W podrozdziale „Zmiana przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym m.in. umożliwienie procedowania w języku angielskim” znajduje się postulat

zgodnie z którym „między innymi w zakresie zatwierdzania prospektów emisyjnych, konieczne jest stworzenie nowego rodzaju postępowania, w dużym stopniu niezależnego od regulacji Kodeksu postępowania administracyjnego (KPA)”. UKNF chciałby podkreślić, że ten postulat jest sukcesywnie wdrażany poprzez, inicjowane przez UKNF, nowelizacje ustawy o ofercie publicznej (obecnie zmiana przepisów procedowana jest na etapie uzgodnień międzyresortowych) oraz unijne regulacje wprowadzające ujednolicenie w zakresie wybranych kwestii. Całkowite wyłączenie postępowań prospektowych spod przepisów KPA wiązać by się jednak musiało ze stworzeniem regulacji zastępującej w całości kodeksowe rozwiązania w zakresie praw i obowiązków stron oraz szeregu kwestii związanych z przebiegiem postępowania a także powiązaniem tych przepisów z sądową kontrolą.

- h) W podrozdziale „Zmiana przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym m.in. umożliwienie procedowania w języku angielskim” znajduje się postulat, aby dopuszczać zatwierdzanie prospektów emisyjnych i dokumentacji dotyczącej bieżących obowiązków informacyjnych w języku angielskim. UKNF chciałby wyjaśnić, iż zastosowanie języka angielskiego jest możliwe już na podstawie obecnych przepisów prawa w sytuacjach przewidzianych przez regulacje unijne.
- i) W podrozdziale „Aktywny udział KNF w programach edukacji w zakresie rynku finansowego” zasadnym jest w ocenie UKNF dodanie kwestii dotyczących prowadzenia działań edukacyjnych wobec inwestorów indywidualnych oraz współpracy KNF z organizacjami zrzeszającymi inwestorów indywidualnych. Zasadne jest także podkreślenie znaczenia programów edukacyjnych dla młodzieży szkół średnich, szkół ponadpodstawowych oraz studentów.

11. Uwagi dotyczące punktu 4.3.2. „Usprawnienie procesu legislacyjnego w zakresie rynku kapitałowego i unikanie gold-platingu”.

- a) Zwrócić należy uwagę, że przedstawiane jako istotne zagrożenie zjawisko gold-platingu ma obecnie realnie charakter marginalny. Coraz większy bowiem obszar regulacji unijnych bezpośrednio obowiązujących w prawodawstwie Państwa Członkowskiego kompleksowo reguluje dane zagadnienie, co powoduje że nie jest możliwe wprowadzanie odmiennych regulacji krajowych w tym obszarze. Zwrócić należy również uwagę, że wskazywanie zjawiska gold-platingu bez komparycji z porządkiem innych państw może być pewną nadinterpretacją o rygoryzmie prawa polskiego. Według wiedzy UKNF w innych państwach istnieją obowiązki (np. informacyjne czy w kwestii akceptacji osób), które nie mają umocowania w prawie unijnym, jak również nie są odzwierciedlone w prawie polskim. Regulacje takie nie są jednak traktowane w tych państwach jako zagrożenia lecz jako element służący zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania i stabilności rynku finansowego. Implementacja dyrektyw w zakresie rynku finansowego, za którą odpowiedzialne jest Ministerstwo Finansów, odbywa się w granicach w nich zakreślonych, ewentualne wzmocnienie regulacji jest zawsze analizowane pod kątem niezbędności dla bezpieczeństwa rynku i jego uczestników. Skorzystanie z opcji narodowych, nie może być uznawane za nadmierny rygoryzm,

gdyż opcja narodowa służy możliwości dostosowania regulacji do warunków panujących na rynku w poszczególnych państwach członkowskich. W ocenie UKNF wprowadzane regulacje, które mogą być oceniane w kontekście gold-platingu, są de facto regulacjami uwzględniającymi jedynie krajowe uwarunkowania czy też są reakcją na negatywne zjawiska pojawiające się na danym rynku i służą ochronie klientów.

- b) W kontekście postulatów SRRK w zakresie gold-platingu nasuwa się spostrzeżenie, że pomimo deklarowanej walki z tym zjawiskiem, sam SRRK zawiera postulaty, które nie wynikają z prawa unijnego i wprowadzają dodatkowe obowiązki na podmioty rynku kapitałowego. Przykładem takiego postulatu jest chociażby postulat nałożenia reżimu sprawozdawczości stabilności finansowej w przypadku ofert niepublicznych.
- c) W odniesieniu do postulatu konsultowania z uczestnikami rynku propozycji przepisów bardziej restrykcyjnych niż przewidywane prawem unijnym należy zauważyć, iż jest on już w chwili obecnej w części realizowany poprzez konsultacje publiczne przeprowadzane przed każdą zmianą prawa.
- d) W odniesieniu do podniesionej w kontekście gold-plating'u kwestii outsourcingu, doświadczenia nadzorcze pokazują, że niewłaściwy sposób powierzania obowiązków podmiotów nadzorowanych (outsourcing), w tym zwłaszcza deficyt w nadzorze ze strony powierzającego, może prowadzić do poważnych problemów, które ostatecznie skutkują znacznymi szkodami dla inwestorów. Ponadto w ramach UE obserwuje się praktyki stosowania outsourcingu jako próby ograniczenia przez podmioty nadzorowane odpowiedzialności za prowadzoną działalność. Co do zasady powierzanie zadań jest dopuszczalne - same przepisy UE określają odpowiednie standardy outsourcingu w sferze dotyczącej prowadzenia działalności na rynku finansowym i w tym zakresie rozwiązania krajowe nie wydają się co do istoty różnić od europejskich. Jednakże powyższe regulacje zwracają również uwagę, iż zjawisko to generuje dodatkowe ryzyka, które powinny być dostrzeżone przez podmioty nadzorowane oraz przez organy nadzoru.

Ponadto można wskazać, iż w związku z brexitem powstały uwarunkowania, które mogą sprzyjać nadużywaniu outsourcingu (formalne przenoszenie z Wielkiej Brytanii siedziby działalności nadzorowanej do państwa, gdzie ubiega się o nowe zezwolenie, przy jednoczesnej chęci pozostawienia w Wielkiej Brytanii większości dotychczasowych struktur). ESMA w publikowanych opiniach zwracała uwagę na zagrożenia, wynikające z powierzenia zbyt wielu kluczowych funkcji podmiotom zewnętrznym przy jednoczesnym braku wystarczających zasobów (pod względem ilości, kwalifikacji) do nadzorowania czynności powierzonych innym podmiotom. Jednocześnie dalsze prace prowadzone w ramach ESMA w związku z brexitem potwierdzają spostrzeżenia dotyczące zagrożeń wynikających z modelu działalności opartego głównie na outsourcingu, i wydaje się, że będą one kontynuowane już w szerszym kontekście niż kontekst brexitu.

UKNF chciałby jednocześnie zauważyć, że w trakcie prac związanych z implementacją MiFID II wprowadzono szereg mechanizmów liberalizujących możliwość stosowania w praktyce tej instytucji a treść tych regulacji była wypracowywana w drodze

konsultacji z rynkiem. Odnosi się to m.in. do kwestii suboutsourcingu czy różnego sposobu przyjmowania odpowiedzialności za działania podmiotu, któremu powierzono czynności. W tym ostatnim elemencie, rzeczywiście pojawiały się zastrzeżenia co do zakresienia w prawie publicznym gospodarczym pełnej odpowiedzialności outsourcera za nieprawidłowości w outsourcingu.

12. Uwagi dotyczące punktu 4.3.4. „Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu rozwój rynku.”

- a) W odniesieniu do podrozdziału „Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego nowego modelu funduszu inwestycyjnego, odpowiadającego popularnej w innych państwach członkowskich konstrukcji funduszu inwestycyjnego otwartego typu SICAV (fr. Société d'Investissement à Capital Variable), zwanego spółką inwestycyjną ze zmiennym kapitałem”, w ocenie UKNF nie można uznać, iż przedstawione w SRRK tezy uzasadniają potrzebę wprowadzenia ww. rozwiązania.

Wydaje się, iż SRRK nie zauważa regulacji UE wynikających z dyrektywy UCITS czy dyrektywy ZAFI. W świetle tej dyrektywy, w przypadku samodzielnego się funduszu SICAV (czyli spółki inwestycyjnej/AFI, które nie wyznaczyły spółki zarządzającej/ZAFI) nałożone powinny być na niego obowiązki analogiczne jak na TFI. Co więcej w jurysdykcjach w których zostały wprowadzone SICAVy lub inne fundusze tworzone na podstawie statutu regułą jest, iż fundusze takie wyznaczają spółkę zarządzającą lub ZAFI odpowiedzialnych w zasadzie za większość kwestii, za które na gruncie prawa krajowego odpowiada TFI. Tym samym faktyczne/operacyjne relacje pomiędzy funduszami i zarządzającymi nimi podmiotami w większości jurysdykcji są zbliżone, natomiast kwestie jurydyczne nie wydają się mieć istotnego znaczenia dla prowadzonej przez nie działalności, w tym „rozpoznawalności” na rynku.

Jednocześnie zdziwienie może budzić postawiona w SRRK teza odnośnie przyczyn niskiej popularności polskich funduszy inwestycyjnych wśród inwestorów zagranicznych, skoro polskie towarzystwa nawet nie podejmują próby dystrybucji polskich funduszy wśród inwestorów zagranicznych (dotychczas zanotowano jeden przypadek notyfikacji zamiaru zbywania jednostek uczestnictwa polskiego funduszu na terytorium państwa UE, ograniczony do kilku subfunduszy tego funduszu).

Przedstawiona także charakterystyka SICAV wskazując, iż są instytucjami prawa handlowego o zmiennym kapitale równym wartości aktywów netto wpłaconych przez uczestników, uczestnicy są zarówno inwestorami, jak i akcjonariuszami (dysponującymi określonymi uprawnieniami korporacyjnymi), uczestnicy mają prawo do nieograniczonego umarzania własnych udziałów, zmniejszenie lub zwiększenie kapitału zakładowego nie wymaga formalnej zgody, odpowiedzialność wspólników ogranicza się w zasadzie do kwoty zadeklarowanej w SICAV, akcje uprawniają do prawa głosu, de facto nie różni się w sposób diametralny od polskiej konstrukcji FIO. Fundusz inwestycyjny otwarty zbywa jednostki uczestnictwa i dokonuje ich odkupienia na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarzane z mocy prawa. Uczestnicy FIO dysponują prawem głosu na zgromadzeniu uczestników. FIO nie posiada kapitału w takim znaczeniu jak SICAV a zatem nie

istnieją wymogi co uzyskiwania zgody w celu jego podwyższenia. Uczestnicy FIO nie odpowiadają za zobowiązania FIO, ich odpowiedzialność ogranicza się tylko do wysokości kwoty wpłaconej.

Istotną różnicą jest brak zbywalności jednostek uczestnictwa FIO na rzecz osób trzecich, przy czym zaznaczyć należy, iż są one dziedziczone i może być na nich ustanowiony zastaw. Kwestia wtórnego obrotu jednostkami uczestnictwa FIO co do zasady nie jest jednak istotnym problemem, jako że FIO są zobowiązane do zachowania odpowiedniej płynności, która powinna umożliwiać odkupienie ich jednostek uczestnictwa na żądanie uczestników. Tym samym uczestnik funduszu FIO ma zagwarantowaną możliwość wyjścia z inwestycji z FIO.

Ewentualnie aspekt ten można byłoby rozważać w kontekście funduszu typu ETF, choć nie poprzez wprowadzanie nowej konstrukcji prawnej – tj. SICAV, konkurencyjnej dla pozostałych FIO/SFIO, lecz poprzez stworzenie ewentualnie nowego rodzaju funduszu inwestycyjnego wpisującego się w dotychczasowe krajowe ramy prawne a dedykowanemu ETFom lub poprzez rewizję przewidzianych w ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi regulacji dot. funduszu portfelowego.

Jednocześnie mając na uwadze, iż brzmienie też zawartych w SRRK w sposób oczywisty wskazuje, że oparte zostały na postulatach już podnoszonych (m.in. w latach 2013-2014) przez Związek Liderów Sektora Usług Biznesowych (ABSL), skupiający podmioty świadczące usługi outsourcingowe, UKNF pragnie zauważyć, iż projekt zmian ustawy o funduszach inwestycyjnych, przedstawionych wówczas przez ABSL, zakładający stworzenie rodzaju funduszu otwartego, który miał być odpowiednikiem SICAV, został oceniony bardzo krytycznie przez KNF, ponieważ projekt ten wskazywał na wyraźny brak znajomości reżimu regulacyjnego, wynikającego z przepisów prawa UE, dotyczącego funduszu SICAV, w tym brak zrozumienia sposobu działania funduszu SICAV i jego relacji z podmiotem zarządzającym.

- b) W podrozdziale „Wprowadzenie standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji” pojawił się postulat wprowadzenia przez KNF wzorów prospektów emisyjnych. UKNF chciałby podkreślić, że zakres informacyjny prospektu jest szczegółowo określony przez prawo UE. Wymogi informacyjne wymagające dookreślenia są natomiast doprecyzowane w formie wytycznych ESMA lub „pytań i odpowiedzi ESMA”. Każdy organ nadzoru w UE, jak również sami uczestnicy rynku, mają możliwość zgłoszenia takich kwestii do omówienia na forum ESMA i, w razie konieczności, wydania opinii w jednej z powyższych form. Mając na uwadze powyższe, wydaje się, że *de facto* nie ma przestrzeni dla „krajowych” szczegółowych szablonów sporządzenia prospektu zalecanych przez organy nadzoru, tym bardziej, że to emitent przyjmuje pełną i wyłączną odpowiedzialność za informacje zawarte w prospekcie. Nie uniemożliwia to jednak oczywiście, aby doradcy prawni i finansowi wspierający emitentów w sporządzaniu prospektów opracowywali tego typu „szablony” dla swoich klientów. Nie są nam także znane przypadki organów nadzoru w UE, które udostępniałyby emitentom tego typu szablony dla papierów dłużnych i udziałowych.

UKNF chciałby ponadto podkreślić, iż standaryzacja procesu zatwierdzania prospektu już jest stosowana przez KNF i w miarę możliwości wprowadzane są nowe rozwiązania, jednak trzeba mieć na uwadze, że z wnioskami o zatwierdzenie prospektu występują emitenci z różnych obszarów gospodarki w różny sposób przygotowani aby stać się emitentem nadzorowanym przez KNF. Dlatego nie jest możliwe procedowanie we wszystkich przypadkach w ten sam sposób i w tym samym przedziale czasowym.

- c) W podrozdziale „Eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach” w odniesieniu do fragmentu związanego z rozwojem modelu działalności firm inwestycyjnych opartych o relacje partnerskie z dostawcami usług technologicznych m.in. w zakresie API wzorem sektora bankowego UKNF wskazuje, że obecnie obowiązujące przepisy w zakresie *outsourcing'u* firm inwestycyjnych, w tym w szczególności art. 31 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 uzupełniającego dyrektywę MiFID II zezwala na powierzanie istotnych czynności na zewnątrz w stosunkowo szerokim zakresie. W ocenie UKNF obecnie zachodzi sytuacja odwrotna od opisanej przez autorów SRRK – to *outsourcing* bankowy podlega ściślejszym rygorom. Ponadto z punktu widzenia krajowej SRRK postulat wprowadzenia dyrektywy na wzór PSD II dla rynku kapitałowego jest ciekawy i wart dyskusji.
- d) W podrozdziale „Rejestr posiadaczy papierów wartościowych” zawarty jest postulat zmiany modelu zarządzania relacjami inwestorskimi. W ocenie SRRK służyć temu ma m.in. wprowadzenie rejestru posiadaczy papierów wartościowych uaktualnianych na koniec każdego dnia roboczego. W opinii UKNF postulat ten jest zbyt daleko idący i w znacznym stopniu obciążającym zarówno KDPW, które byłoby zobowiązane do prowadzenia tego rejestru, jak i podmioty prowadzące rachunki papierów wartościowych, które byłyby zobowiązane do codziennego raportowania do KDPW. Dyrektywa o prawach akcjonariuszy przewiduje możliwość podwyższenia progu ujawnienia akcjonariuszy w rejestrze od 0,5 % akcji. W opinii Urzędu KNF ustanowienie tego progu jest zasadne. Ponadto dyskusyjny jest obowiązek codziennego aktualizowania rejestru akcjonariuszy, który może być zastąpiony aktualizacją na wnioski emitenta. Dodać należy, że ww. dyrektywa odnosi się jedynie do akcji a wyrażony w SRRK postulat dotyczy wszystkich papierów wartościowych.
- e) W podrozdziale „Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku” w zakresie roli KNF w odniesieniu do ram prawnych i zastosowania technologii blockchain/DLT dla podmiotów nadzorowanych UKNF wskazuje, że warto mieć na względzie obecnie procedowany projekt Rozporządzenia Rady Ministrów w sprawie *tworzenia, utrwalania, przekazywania, przechowywania i zabezpieczania dokumentów związanych z czynnościami bankowymi, sporządzanych na informatycznych nośnikach danych* <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12313400/katalog/12519664#12519664>. Projekt ten zakłada wykorzystanie technologii rozproszonego rejestru w zakresie przechowywania dokumentów związanych z czynnościami bankowymi (§5 ust. 2 projektu). Dyskusyjna jest w tym kontekście konieczność wprowadzenia odrębnych

zezwoleń/licencji KNF na wykorzystanie technologii rozproszonego rejestru przez instytucje nadzorowane, ponieważ dotychczasowa działalność KNF w tym zakresie sprowadzała się do wydawania zezwoleń/licencji na konkretną działalność na rynku finansowym a nie na konkretne zastosowanie technologii, w stosunku do której przepisy powinny być co do zasady neutralne. Ponadto KNF ma długotrwałą praktykę określania ram bezpieczeństwa stosowania przez podmioty nadzorowane technologii informatycznych (choćby Rekomendacja D dla sektora bankowego, ale także wytyczne w zakresie IT dla sektora firm inwestycyjnych).

- f) W odniesieniu do postulatu działania jakim jest *Wdrożenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej* UKNF informuje, że w dniu 30 stycznia 2019 r. zostało przekazane swoje stanowisko (w odpowiedzi na pismo MF z dnia 31 października 2018 r. o sygn. FN3.701.58.2018). Z konsultacji przeprowadzanych przez UKNF z bankami nie wynika, aby podmioty te zgłaszały obecnie potrzebę wprowadzenia tzw. jednolitej licencji bankowej, co może stanowić konsekwencję zmiany stanu prawnego. W dniu 1 listopada 2015 r. weszła bowiem w życie nowelizacja ustawy o obrocie instrumentami finansowymi wprowadzająca tzw. „małą licencję bankową”. Na jej podstawie dokonano zmiany art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi poprzez dodanie pkt 3, zgodnie z którym, banki nieprowadzące działalności maklerskiej zyskały uprawnienie nabywania i zbywania na własny rachunek dopuszczonych do obrotu zorganizowanego obligacji, listów zastawnych oraz innych zbywalnych papierów wartościowych inkorporujących prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu, lub instrumentów pochodnych, których instrumentem bazowym są obligacje, listy zastawne, inne zbywalne papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu, stopy procentowej lub waluty. Powyższa zmiana przepisów spełniła oczekiwania banków co do rozszerzenia zakresu czynności, które banki z art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi mogą wykonywać bez zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej. Ponadto, w trakcie prac legislacyjnych prowadzonych w 2014 r. okazało się, że koncepcja wprowadzenia jednolitej licencji bankowej i związane z nią dodatkowe wymogi, związane z prowadzeniem działalności maklerskiej, które musiałyby spełniać banki, nie znalazła poparcia w środowisku bankowym.

W związku z powyższym, w aktualnym stanie prawnym w opinii UKNF nie istnieje potrzeba podjęcia na nowo prac nad wprowadzaniem tzw. jednolitej licencji bankowej.

13. Uwagi dotyczące punktu 4.5.1. Rynek akcji.

- a) W podrozdziale „Inicjatywy dotyczące rynku pierwotnego koordynowane przez Rząd we współpracy z KNF i przedstawicielami branży” zawarty jest postulat aby uzgodnić wzór prospektu emisyjnego obejmującego części, które mogą zostać wystandaryzowane, a następnie podlegać automatycznej ocenie przez KNF. W odniesieniu do tego postulatu aktualne pozostaje uwaga UKNF zawarta w punkcie 12 b) niniejszego załącznika.

- b) W podrozdziale „Inicjatywy dotyczące rynku pierwotnego koordynowane przez Rząd we współpracy z KNF i przedstawicielami branży” zawarty jest postulat aby KNF zautomatyzował dużą część procesu zatwierdzania prospektów, korzystać z trybu śledzenia zmian w dokumentach, jak również z bazowych arkuszy kalkulacyjnych Excel prezentowanych przez emitentów”. W odniesieniu do tego postulatu UKNF zauważa, że korzystanie z trybu śledzenia zmian jest już stosowane w przypadku prospektów od kilku lat, co zostało wprowadzone regulacją unijną.
- c) W podrozdziale „Inicjatywy w zakresie rozwoju rynku podejmowane przez podmioty infrastruktury rynku” (w tiret Compliance i ochrona konsumentów) podnoszona jest zasada zachowania proporcjonalności w regulacjach unijnych, w szczególności w odniesieniu do sankcji. UKNF wskazuje że wysokość sankcji była wielokrotnie przedmiotem dyskusji przy okazji implementacji czy wdrażania aktów unijnych. Jakakolwiek próba ingerencji czy zmiany była kwestionowana przez Ministerstwo Spraw Zagranicznych. Wprowadzenie innych sankcji oznaczałoby uchybienia w implementacji przepisów unijnych. Kwestia wysokości sankcji jest niewątpliwie bardzo istotna dla dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Należy zgodzić się z tym, że na forum instytucji unijnych Rząd powinien dążyć do wypracowania rozwiązań, które zapewnią zachowanie zasad proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego.
- W opinii UKNF rozwiązaniem o charakterze bardziej doraźnym może być takie ukształtowanie sankcji na etapie implementacji/wdrażania aktu unijnego do prawa krajowego, aby pełniły nadal swoją funkcję dyscyplinującą a jednocześnie były dostosowane do możliwości podmiotów działających na rynku kapitałowym i skali tego rynku. Sankcja maksymalna przewidziana aktem unijnym miałaby zastosowanie tylko w szczególnych przypadkach, ze względu na wagę, ciężar, powtarzalność i skutki naruszenia.

14. Uwagi dotyczące punktu 4.5.4.3. „Inne usprawnienia dotyczące rynku obligacji korporacyjnych”.

Za słuszny należy uznać kierunek związany z rewizją ustawy o obligacjach (wyróżniony w punkt 1 tiret pierwsze), w taki sposób aby zabezpieczyć należytą ochronę prawa obligatariuszy m.in. poprzez zredefiniowanie roli administratora zabezpieczeń. Wydaje się jednak, że analiza tego aktu prawnego w świetle praktyki obrotu, pod kątem wprowadzenia ewentualnych zmian powinna znacznie szersza, aniżeli kwestie poruszone w tym punkcie. Rozważyć w szczególności należy wprowadzenie pewnych wymogów dotyczących niezależności oraz posiadania wiedzy i kompetencji przez administratora zabezpieczeń. Dodatkowo, wskazać należy na weryfikację wymogów związanych z prezentacją sytuacji finansowej przez emitenta, tak aby dokument emisyjny przedstawiał możliwie najaktualniejsze i rzetelne dane. Inną kwestią jest należyte wycenianie ustanowionych zabezpieczeń. W końcu też należy rozważyć dopuszczalność przenoszenia praw z obligacji niewykupionych na inne podmioty, zwłaszcza, gdyby nabywcą byłaby instytucja finansowa (pośrednicząca w oferowaniu tych instrumentów),

która chciałaby w ten sposób (poprzez odkup obligacji) naprawić szkodę wyrządzoną nienależytym pośrednictwem.

15. Uwagi dodatkowe.

- a) Projekt SRRK wymaga głębokiej korekty redakcyjnej.
- b) Urząd KNF dostrzega, iż obecnie występują różnice jakościowe w obszarze technologii wykorzystywanych przez podmioty nadzorowane i przez nadzorcę. Ponadto, wiele rozwiązań, które są zaproponowane w projekcie Strategii jest bezpośrednio powiązanych z infrastrukturą informatyczną. W ocenie Urzędu KNF właściwa realizacji SRRK nie będzie możliwa bez wprowadzenia bardziej zaawansowanych technologii w Urzędzie KNF. W związku z powyższym należy wprowadzić do SRRK postulat związany z koniecznością wzmocnienia organu nadzoru nie tylko w obszarze zasobów ludzkich, ale także zasobów technologicznych.

- c) Projekt SRRK zawiera szereg postulatów, które zmierzają do zwiększenia ochrony interesów klientów nieprofesjonalnych. Dodatkowo, w dokumencie tym zawarto również wnioski o zwiększenie sprawności działania organu nadzoru w identyfikacji nieprawidłowości i egzekwowaniu konsekwencji bezprawnych czynów.

Należy zauważyć, że w chwili obecnej nakładanie sankcji administracyjnej pieniężnej nie oznacza rekompensowanie wymiernych szkód, które ponieśli inwestorzy w związku z nieprawidłowym działaniem podmiotu nadzorowanego. Oznacza to, że pomimo swobodnego stwierdzenia winy podmiotu, aby uzyskać należne środki inwestorzy zmuszeni są do dochodzenia swoich praw na drodze sądowej. To jak wiadomo, w przypadku sądownictwa powszechnego, często długotrwała i kosztowna droga. Również same instytucje nadzorowane nie widzą specjalnej motywacji do zaspokajania roszczeń inwestorów bez prawomocnych rozstrzygnięć sądowych. Istnieją wprawdzie w niektórych regulacjach polskiego prawa rynku kapitałowego zapisy o wpływie na wysokość kary faktu naprawienia szkody, jak też wprowadzona została mediacja w procedurze administracyjnej. Wydaje się jednak, że wciąż są to za mało wyraźne zachęcające sygnały, aby dotarły do świadomości podmiotów nadzorowanych i przekonały je, że warto naprawiać szkody wyrządzone inwestorom. Ponadto, sam fakt zainteresowania nadzoru ustalaniem czy doszło do nieprawidłowości, jak również prowadzenia dalszego, właściwego postępowania sankcyjnego, nie jest dostatecznym czynnikiem do autorefleksji ze strony podmiotu nadzorowanego. Instytucje finansowe nie widzą wartości dodanej w przyznaniu się do błędu czy wyrażeniu skruchy, nawet w przypadku jednoznacznych ustaleń nadzorczych stwierdzających, że doszło do przewinienia. Nie są również zainteresowane pełną współpracą z Urzędem w celu identyfikacji wszystkich sprawców nieprawidłowości. Prowadzone postępowanie administracyjne ma dla nich swoistą wartość zerojedynkową. Nie zdefiniowano bowiem *expressis verbis* korzyści (realnych - majątkowych, pośrednio reputacyjnych), które można uzyskać w przypadku zaprezentowania etycznej postawy.

Wydaje się, że możliwym do rozważenia jest wprowadzenie, znanego choćby z brytyjskiej praktyki nadzorczej, mechanizmu settlement, który łączyłby te dwa

elementy. Polegałby on na uwzględnieniu w czynnościach nadzorczych faktu, że podmiot nadzorowany wyraził czynny żal tj. eliminując nieprawidłowości w organizacji, naprawiając szkody wyrządzone inwestorom czy też wskazując innych sprawców czynów. Mógłby on zostać zakotwiczony nie tylko w akcie dobrowolnego przyznania się do winy (w oderwaniu od działań nadzoru), ale również skorelowany z prowadzonymi konkretnymi czynnościami nadzorczymi, zwłaszcza w przypadku prowadzenia postępowania wyjaśniającego lub postępowania administracyjnego sankcyjnego. W tym drugim przypadku, sposób potraktowania przez organ nadzoru mógłby zostać uzależniony od etapu postępowania, na jakim doszło do takich działań ze strony podmiotu.

Rozwiązanie to oczywiście musi być dokładnie przemyślane i precyzyjnie opisane. Zapisy powinny określać, na jakie uprawnienia może liczyć podmiot, który dokonał czynnego żalu. Niewątpliwie, postawa taka wpływałaby na niższy wymiar kary. Nie jest wykluczone, że system swoistych bonifikat mógłby zostać dokładnie określony uchwałą KNF. Wydaje się również, że w skrajnie pozytywnych postawach i istnieniu nadzwyczajnych okoliczności łagodzących, zasadnym społecznie byłoby nawet odstąpienie od wymierzenia kary.