***Uwagi (i stanowisko Ministerstwa Finansów do nich) zgłoszone w ramach konsultacji publicznych i opiniowania do projektu uchwały w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (projekt z dnia 19 października 2018 r.)***

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Lp.** | **Podmiot zgłaszający** | **Część dokumentu** | **Treść uwagi** | **Stanowisko MF** |
|  | Związek Powiatów Polskich | Uwaga ogólna dotycząca planowanych zmian w zakresie podatków dochodowych | W związku z tym, iż w dokumencie wielokrotnie wskazuje się propozycje zmniejszenia obciążeń fiskalnych w zakresie podatków dochodowych (zachęty podatkowe dla inwestorów) konieczne jest przedstawienie szacowanych skutków zmian legislacyjnych dla budżetu państwa oraz budżetów JST.Uzasadnienie:Na stronie 71 w części 5.2. finansowanie, autorzy projektu odnieśli się wyłącznie do bezpośrednich skutków jakie wynikać będą z przyjęcia dokumentu. Tymczasem oczywistym jest, że przyjęcie dokumentu zapoczątkuje prace nad zmianą przepisów prawa w tym prawa podatkowego. Dla oceny projektowanych zmian w ocenie ZPP konieczne jest przedstawienie szerszego kontekstu skutków finansowych działań przewidzianych do realizacji w projektowanej strategii.  | Uwaga **wyjaśniona** podczas Zespołu Rządu i ST– w związku z programowych charakterem projektu niemożliwe jest wskazanie na obecnym etapie wnioskowanych obciążeń. Szczególne wyliczenia w tym OSR będą opracowywane w ramach prac nad poszczególnymi projektami realizującymi Strategię.  |
|  | Związek Powiatów Polskich | 4.2.3.1. Oszczędności | W zakresie barier w oszczędzaniu zabrakło wydaje się oczywistego czynnika, jakim jest nadal stosunkowo niski poziom wynagrodzeń. Ponadto lista planowanych działań mających stymulować budowanie kultury oszczędzania nie do końca odpowiada zidentyfikowanym barierom – przykładowo najlepszy program edukacyjny dla nieprofesjonalnych inwestorów nie jest w stanie przeciwdziałać przypadkom celowego wprowadzania w błąd przez instytucje finansowe.Uzasadnienie:Patrząc na przywołane w przypisie 37 dane dotyczące stopy oszczędności brutto gospodarstw domowych można dostrzec zależność, że im zamożniejsze społeczeństwo tym wyższa stopa oszczędności. Wydaje się, że ten czynnik ma jednak większe znaczenie niż duża skłonność Polaków do konsumpcji. | Uwaga **przyjęta**, co do kierunku. |
|  | Związek Powiatów Polskich | 4.2.3.3. | 1) W zakresie działań edukacyjnych dotyczących oszczędzania wydaje się, że powinien zostać wypracowany program edukacyjny realizowany w ramach powszechnego systemu oświaty. 2) Rozważenie zasadności prowadzania działań edukacyjnych względem osób niekorzystających z usług bankowych.Uzasadnienie:Ad 1) Z art. 43b ustawy o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym wynika, że środki Funduszu Edukacji Finansowej mają być przeznaczane na działania nie mające charakteru systemowego (kampanie edukacyjne, informacyjne, publikacje). W zakresie włączenia edukacji finansowej do systemu powszechnej edukacji jest mowa tylko w odniesieniu do finansowania z Funduszu współpracy z ministrem edukacji narodowej, przy czym zostało to na tyle ogólne sformułowane w ustawie, że nie wynikają z tego żadne obowiązki po stronie dysponenta Funduszu czy MEN do tego aby jakiekolwiek efektywne działania w tym zakresie zostały podjęte oraz żeby mogły być finansowane ze środków Funduszu. Tymczasem wydaje się, że wyrobienie pewnych nawyków takich jak chociażby umiejętność gospodarowania budżetem domowym jest możliwe przede wszystkim w odniesieniu do młodych ludzi. Doświadczenia chociażby służb społecznych wskazują, że zmiany zachowań u osób dorosłych często są niemożliwe lub wymagają zaangażowania niewspółmiernych do efektów sił i środków. Ad 2) Na stornie 11 dokumentu, który odnosi się do edukacji osób niekorzystających z usług bankowych wskazano, że jest to grupa obejmująca 17% Polaków. Powołano się na dane NBP z publikacji „Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego”. Warto jednak nadmienić, że zgodnie z przywołanym dokumentem dwie w najmniejszym stopniu ubankowione grupy to:a) najmłodsi (do 24 lat), którzy prawdopodobnie w naturalny sposób wejdą na I poziom ubankowienia przy zmianie sytuacji życiowej (wejście na rynek pracy), b) najstarsi (po 65. r.ż.), którzy zazwyczaj nie chcą założyć konta (większość go nigdy nie miała). Jednak ta grupa w naturalny sposób w dłuższej perspektywie będzie malała, gdyż będzie zasilana przez kolejne pokolenia, w których poziom ubankowienia jest znacznie wyższy. Pytanie zatem o sens prowadzenia działań edukacyjnych w odniesieniu do wskazanych grup, zwłaszcza w sytuacji gdy postulujemy aby elementy edukacji finansowej były uwzględniane w procesie nauczania dzieci i młodzieży. | Uwaga **przyjęta.**  |
| 4.  | Związek Powiatów Polskich | 4.5.3. | W projekcie bardzo lakonicznie odniesiono się do zwiększenia wykorzystania obligacji komunalnych oraz obligacji rozwojowych.Uzasadnienie: Obligacjom komunalnym poświecono jedno zdanie. W odniesieniu do obligacji rozwojowych można wnioskować, ze będą one wykorzystywane do finansowania infrastruktury regionalnej i ogólnokrajowej (pytanie co z ważnymi inwestycjami lokalnymi) oraz bardzo lakonicznie potraktowano temat obligacji rozwojowych. | Uwaga **wyjaśniona** podczas Zespołu Rządu i ST – SRRK ma charakter programowy, poszczególne projekty legislacyjne w sposób szczegółowy będą określać rozwiązania dot. również projektowanych obligacji komunalnych i rozwojowych.  |
| 5. | Izba Gospodarcza Blockchain i Nowych Technologii | 4.4.2. | W związku z opublikowaniem przez Ministerstwo Finansów **„Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego”,** pragniemy zgłosić swój kategoryczny sprzeciw wobec podatkowego dyskryminowania instrumentów CFD oraz kryptowalut, opisanego w punkcie 4.4.2 wspomnianej Strategii. Instrumenty CFD, a także kryptowaluty są wybierane głównie przez początkujących inwestorów jako alternatywa dla rynku giełdowego, z uwagi na dużo niższe koszty transakcyjne oraz mniejszy wymagany kapitał początkowy. Wierzymy, że konkurencja dla rynku giełdowego ze strony instrumentów CFD oraz kryptowalut pociągnie za sobą zmniejszenie kosztów dla inwestorów oraz sprawi, że rynek ten będzie stawał się coraz bardziej przyjazny, szczególnie dla początkujących inwestorów.Ponadto pragniemy zauważyć, że kryptowaluty są awangardą w świecie finansów i mogą przyczynić się do znacznie szybszego rozwoju technologicznego tej dziedziny gospodarki. Polscy programiści są w światowej czołówce adaptacji tej technologii i jest to duża szansa dla Polski aby nasz kraj był postrzegany jako druga krzemowa dolina. Dlatego uważamy, że systemowe uniemożliwienie kompensaty podatku pomiędzy kryptowalutami i instrumentami CFD, a rynkiem giełdowym, sprawi, że innowacje w dziedzinie finansów w Polsce przestaną się tak dynamicznie rozwijać.Ufamy, że Ministerstwo Finansów wesprze rozwój innowacji finansowych i wycofa się z krzywdzącej propozycji uniemożliwienia kompensaty podatku pomiędzy różnymi klasami aktywów | Uwaga **przyjęta.**  |
| 7. | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Uwaga ogólna | W nawiązaniu do pisma z dnia 28 lutego 2019r. uprzejmie informuję, iż Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych podziela potrzebę realizacji celów wskazanych w SRRK. Należy jednak podkreślić, iż wymaga to podjęcia także działań zaproponowanych w pierwotnej wersji Strategii, która została zaprezentowana w dniu 27 lipca 2018 roku. Rosnące wymogi regulacyjno-nadzorcze w ramach UE spowodują bowiem, że przetrwają jedynie największe rynki mogące konkurować dzięki generowaniu korzyści skali, a zatem wykraczające swym działaniem poza granice danego państwa.Jedyną szansą na zapewnienie długofalowego rozwoju polskiego rynku kapitałowego jest więc powstanie ponadnarodowego centrum finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Postuluję w związku z tym przywrócenie tych elementów pierwotnej wersji strategii, które zmierzały do realizacji tego celu, w szczególności w obszarze regulacji i nadzoru.Do kluczowych zmian, jakich wymaga polski rynek kapitałowy i które należałoby zawrzeć w Strategii zaliczyć należy:1. Zapewnienie konkurencyjnego otoczenia regulacyjnego2. Stworzenie przejrzystej bazy interpretacji tych regulacji3. Szybkie, tanie i efektywne rozpatrywanie wniosków4. Szybkie wskazywanie naruszeń prawa5. Konsultowanie z uczestnikami rynku decyzji nadzorcy w procesie ponownego rozpatrzenia sprawy6. Ułatwienie dochodzenia roszczeń przez inwestorówBardziej szczegółowo kwestie te zostały przedstawione w załączeniu. Ze względu na ogrom zagadnienia niektóre opinie zostały ujęte w sposób skrócony. Jestem do dyspozycji w kwestii omówienia ich szczegółowo podczas spotkania.Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych jest gotowe aktywnie uczestniczyć w procesie tworzenia i wdrażania nowej strategii. Badając regularnie opinie i nastroje polskich emitentów widzimy ogromną potrzebę gruntowanych zmian, które z jednej strony pozwoliłyby powrócić polskiemu rynkowi kapitałowemu na ścieżkę wzrostu/ rozwoju, a równocześnie byłyby zachętą dla obecnych emitentów do pozostania wśród grona spółek giełdowych. | Uwaga **odrzucona** – w dniu 27 lipca 2018 r. nie zaprezentowano pierwszej wersji SRRK, a jedynie bariery i kierunkowe działania. Proponowane przez SEG niektóre kluczowe kwestie są zbyt ogólne, niemniej np. postulat nr 3 częściowo został zawarty w SRRK. Natomiast, co do postulatu nr 6, to SRRK zawiera propozycję utworzenia sądu dedykowanego rynkowi finansowemu. |
| 8 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Str 9 (wstęp);2.2.5 (str. 22) | Popieramy zaproponowane na str. 9 działania zmierzające do poprawy efektywności procedur administracyjnych i do ułatwienia pozyskiwania kapitału. Konieczne jednak wydaje się uzupełnienie tych postulatów o propozycje zawarte w poprzedniej wersji SRRK (tj. tej zaprezentowanej w dniu 27.07.2018), a konkretnie dodanie postulatów zawartych:a. Na slajdzie 12 - „Wizja SRRK - Efektywność”:i. Bardziej efektywne procedury administracyjne.ii. Miernik celu: lepsze, szybsze, transparentne oraz efektywne pod względem kosztowym procedury (np. krótsze procesy dla zatwierdzania prospektów emisyjnych, zniesienie ograniczeń prawnych dotyczących automatyzacji, przejrzystość i spójność decyzji, wielojęzyczna regulacja).b. Na slajdzie 17 - „SRRK dla Polski - przepis na osiągnięcie pozytywnych efektów sieci”:i. A CMDS that lowers the cost of capital, maximises liquidity at the lowest cost per transaction, and is multi-dimensionalii. Consistent barrier free, globally attractive, English language based pro-digital business laws, regulations & tax incentivesiii. Eliminate the huge list of barriers quickly, attract innovative domestic & international stakeholders, slash costsiv. Government led trust building with legal and operational certainty, leading to behavioural change of stakeholdersc. Na slajdzie 19 - „Polskie rynki kapitałowe w 2030 r. - międzynarodowe centrum”. The CMDS must plan now to compete at a European level targeting EU markets which represents 22% of Global GDP and becoming a centre of excellence in some aspects of the market. Relying on 1% of global GDP will always leave the burden for financial market development with Government debt especially after Aid is reduced in 2020. | Jw. – 27.07.2018 nie została przedstawiona wersja SRRK, tylko bariery i kierunkowe działania. Poza tym, przywoływany tutaj miernik celu jest zawarty w pkt 2.2.5.Ponadto, zdaniem MF wstęp nie jest miejscem, aby przedstawiać tak dokładny opis celu, jak postuluje SEG. Jednocześnie, postulaty zawarte na przywoływanym slajdzie nr 17 i 19 nie do końca odpowiadają zagadnieniu bardziej efektywnych procedur administracyjnych.  |
| 9 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Str 21 | W kontekście konieczności podnoszenia efektywności pośredników (str. 21, cel 3) jednym z możliwych rozwiązań jest zdjęcie z ich barków kosztów działalności brokerskiej poprzez przeniesienie tej działalności do centralnej instytucji brokerskiej utworzonej przez IDM i/lub GPW. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 10 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Str 24 (dotyczy barier regulacyjnych) | Wskazana na str. 24 bariera regulacyjna dotycząca ochrony praw uczestników rynku (nr 17, bullet 4) w opinii Stowarzyszenia w rzeczywistości nie istnieje - problemem nie jest brak regulacji, ale brak efektywnego egzekwowania istniejących regulacji.a. Nie ma uzasadnienia dla tworzenia specjalnych zasad ładu korporacyjnego dla spółek z udziałem Skarbu Państwa (str. 30, działanie 3). Całkowicie wystarczające byłoby przestrzeganie przez te spółki obecnie obowiązujących wymogów. Sposoby osiągnięcia tego celu przedstawione zostały na slajdach poprzedniej wersji SRRK;b. Slajd 32 „Bariera nr 3: Niski poziom oszczędności, zwłaszcza w sektorze detalicznym”: RZĄD MUSI PRZEPROWADZIĆ NIEZALEŻNĄ ANALIZĘ WSZYSTKICH SPÓŁEK (ZWŁASZCZA SPÓŁEK SKARBU PAŃSTWA) W CELU USTALENIA, DLACZEGO WYNIKI WIG20 SĄ GORSZE NIŻ WYNIKI MWIG40, PATRZĄC NA POSZCZEGÓLNE PAPIERY WARTOŚCIOWE;c. Slajd 43 - 44 „Bariera nr 5: Niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i wymagań w zakresie zarządzania finansami przez spółki Skarbu Państwa notowane na giełdzie”:• Relatywnie gorsze wyniki kapitalizacji rynkowej spółek Skarbu Państwa w porównaniu z ich odpowiednikami notowanymi na innych europejskich giełdach. Średni mnożnik P/E dla polskich spółek Skarbu Państwa w porównaniu z ich europejskimi odpowiednikami na dzień 31 grudnia 2017 r. był o 26% niższy.Jeżeli spółki Skarbu Państwa osiągałyby wyniki na takim samym poziomie jak ich europejskie odpowiedniki, wartość akcji należących do Skarbu Państwa wyniosłaby 159 mld PLN, tj. dałaby potencjalny wzrost wartości w kwocie 42 mld PLN.• Dobry poziom dochodów i wpływów z podatków, ale wycena rynkowa znacznie niższa niż w przypadku odpowiedników. Taka niekonkurencyjna pozycja wynika m.in. z:i. braku zasad efektywnego zarządzania finansami w odniesieniu do akcji należących do Skarbu Państwa, monitorowania wartości lub strategii wzrostuii. brak powiązania celów pomiędzy akcjonariuszami większościowymi (Skarb Państwa) i prawami akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nabyli akcje w celach inwestycyjnych i w związku z powyższym oczekują realnych zwrotówiii. brak zasad dotyczących egzekwowania postępowania zgodnie z nowoczesnymi standardami ładu korporacyjnegoiv. brak celów dotyczących maksymalizacji wartości akcji ustalanych w oparciu o wskaźniki efektywności (KPI), które mobilizowałyby zarządy do podejmowania decyzji mających za zadanie maksymalizację wartości akcji w długim okresiev. nietypowy poziom ingerencji w bieżącą działalność spółek należących do Skarbu Państwa;d. Slajd 45-46 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 5: Niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i wymagań w zakresie zarządzania finansami przez spółki Skarbu Państwa notowane na giełdzie -wyznaczenie rządowego celu dla odzyskania 42 mld PLN” :I. Zaleca się, aby Rząd wprowadził nowe, wykonalne polityki strategiczne w celu odzyskania wartości utraconej przez spółki Skarbu Państwa oraz podniesienia znaczenia rynków kapitałowych.i. Zapewnienie konsolidacji zarządzania inwestycyjnego spółkami Skarbu Państwa w celu:• zestrojenia interesów Skarbu Państwa z prawami akcjonariuszy mniejszościowych• wdrożenia międzynarodowych standardów ładu korporacyjnego• zmaksymalizowania długoterminowej wartości akcji poprzez wykorzystanie określonych celów opartych na KPI obejmujących ceny akcji spółek Skarbu Państwa• powstrzymania ingerencji Rządu w bieżącą działalność spółek Skarbu Państwa Jeżeli nie będzie możliwe stworzenie funduszu, możliwe jest prowadzenie analizy finansowej i wyznaczanie KPI w centralnym think tanku w ramach Kancelarii Prezesa Rady Ministrówii. wdrożenie kodeksu postępowania dla przedstawicieli administracji rządowej względem spółek Skarbu Państwa i publicznych rynków kapitałowychiii. zatrudnienie OECD w celu prowadzenia corocznych audytów dotyczących aktualnych standardów ładu korporacyjnego stosowanych w Polsceiv. unikanie wywoływania niepewności w odniesieniu do zarządzania spółkami Skarbu Państwa i zatrudnianie na stanowiskach zarządczych osób z odpowiednimi kwalifikacjami i reputacjąv. ogólne promowanie polityk, które budują zaufanie (więcej na następnym slajdzie).II. Pilna potrzeba stworzenia polityki rządowej zmierzającej do zbudowania i utrzymania ZAUFANIA poprzez:i. edukację finansową polityków zaangażowanych w ład korporacyjny (aby uniknąć porównań GPW do kasyna);ii. przewidywalne Walne Zgromadzenia Akcjonariuszy z decyzjami mającymi na celu maksymalizację majątku wszystkich akcjonariuszy, w tym zatrzymywanie we władzach spółek osób z odpowiednimi kwalifikacjami i reputacją;iii. szybkie i widoczne działania wobec członków władz spółek dopuszczających się naruszeń, w tym kontrola nad prognozami i płatnościami;iv. silny nacisk na zapewnienie stabilności sytemu, powstrzymanie zjawiska częstych zmian. | Uwaga **odrzucona.** Lista barier została zaproponowana przez uczestników rynku, zaakceptowana przez RRRF. |
| 11 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.2.3.1. (str 30-31) - oszczędności | Do działań związanych ze stymulowaniem oszczędności (str. 30-31) należy dodać uzależnienie prowizji pośrednika od zysków inwestora w długim okresie. Taki odroczony bonus funkcjonowałby podobnie jak w przypadku motywowania zarządów instytucji finansowych do podejmowania decyzji korzystnych dla interesariuszy w długim okresie. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 12 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.1. (str 34-38) – zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru | Projekt SRRK wymaga istotnego uzupełnienia w obszarze funkcjonowania nadzoru (str. 34-38). Brakuje tam następujących działań, które istotnie przyczyniłyby się do ochrony inwestorów i do ograniczenia ponoszonych przez nich kosztów:1. Stworzenie bazy interpretacji regulacji, tak aby wszyscy uczestnicy rynku mieli większy komfort funkcjonowania w coraz bardziej skomplikowanym otoczeniu regulacyjnym (częściowo zostało to uwzględnione na str. 36, bullet 1, ale wymaga rozszerzenia).
2. Natychmiastowa reakcja nadzorcy na łamanie przepisów prawa, tak aby podnieść bezpieczeństwo inwestorów i osiągnąć efekt prewencji ogólnej, przy czym ważny jest nie tyle wymiar kary (wystarczające może być samo stwierdzenie naruszenia), co jej pilność;

c. W przypadku odwołania od decyzji KNF nadzorca powinien być zobowiązany do konsultowania ponownej decyzji z instytucjami skupiającymi poszczególne grupy uczestników rynku, tak aby zapewnić odpowiedni balans pomiędzy nadzorem a rozwojem rynku;d. Nadzór powinien wspierać inwestorów w dochodzeniu roszczeń przed sądami cywilnymi - decyzja o stwierdzeniu naruszenia powinna być przyczynkiem do uzyskania realnego (a nie tylko moralnego) zadośćuczynienia;e. Nadzór powinien być nadzorowany przez instytucje skupiające poszczególne grupy uczestników rynku w zakresie polityki rozwoju rynku oraz polityki nadzorczej. Brak realnej odpowiedzialności i merytorycznego nadzoru może spowodować, że nadzorca będzie nie tyle niezależny, co nieodpowiedzialny. | Uwaga **odrzucona** – przywołany punkt nie dotyczy ochrony inwestorów (jest to punkt 4.3.3.)   |
| 13 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.2. (str. 38-40) część poświęcona usprawnieniu procesu legislacyjnego | Do działań dotyczących usprawnienia procesu legislacyjnego należy dodać postulaty zawarte w poprzedniej wersji SRRK oraz wprowadzić wymóg analizy skutków regulacji ex post, w szczególności względem oceny skutków regulacji ex ante, tak aby ulepszać metodologię Oceny Skutków Regulacji. Powinny zatem zostać przywrócone propozycje zawarte na slajdzie 87 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 16: Wprowadzanie nieproporcjonalnych i dodatkowych obostrzeń w zakresie regulacji prawnych w stosunku do prawa UE, tworzących bariery dla konkurencyjnych i efektywnych operacji rynkowych” obejmujące bardziej kategoryczne i konkretne propozycje dotyczące przeglądu regulacji, a w szczególności:1. Przegląd regulacji:

a. Zidentyfikowanie konkretnych luk, dodatkowych obostrzeń i barier dotyczących proporcjonalności oraz sposobów rozwiązania tych problemów;b. Cel: usunięcie wszystkich niepotrzebnych dodatkowych obostrzeń w stosunku do prawa UE lub barier dotyczących proporcjonalności, które nie mają uzasadnienia;c. Należy przeprowadzić analizę kosztów i korzyści;d. Ministerstwo Finansów - arbiter przeglądu.II. Przyjęcie terminu 6 miesięcy na usunięcie istotnych barier. Celem powinno być „wyczyszczenie” ram prawnych i regulacyjnych w okresie 2 lat oraz na slajdzie 92 „Potencjalne rozwiązanie dla Bariery nr 17: Luki w ramach prawnych i regulacyjnych -Nie w pełni efektywny proces konsultacji w ramach procesu legislacyjnego” obejmujące bardziej szczegółowe propozycje oceny wpływu na rynek, w tym:a. We wszystkich przypadkach powinna zostać podjęta transparentna ocena wpływu proponowanych rozwiązań na rynki kapitałowe w celu „crowd sourcingu” analizy potencjalnych skutków. Niezbędna jest ogólna zasada dotycząca nietworzenia dodatkowych obciążeńb. Można rozważyć przeprowadzania cyklicznych przeglądów istniejącej legislacji z perspektywy rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta**, co do kierunku. |
| 14 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.3. (str 40) – wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów | Wskazany na str. 40 postulat wyposażenia GPW w uprawnienia dotyczące egzekwowania zasad ładu korporacyjnego względem spółek z udziałem Skarbu Państwa nie przyniesie pożądanego rezultatu przy obecnej strukturze własnościowej GPW, tj. w sytuacji gdy Skarb Państwa jest akcjonariuszem podmiotu mającego nadzorować Skarb Państwa. Bardziej skuteczne metody podniesienia jakości ładu korporacyjnego zawarte zostały na slajdach 32, 43, 44, 45 oraz 46 poprzedniej wersji SRRK (patrz także: uwaga nr 3). | Uwaga **przyjęta.**  |
| 15 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.3. (str 41) – wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów str 41 | Najlepszym rozwiązaniem kwestii missellingu (str. 41) wydaje się uzależnienie wynagrodzenia pośrednika od zysku inwestora w długim okresie, przy czym oczywiście wynagrodzenie to musiałoby być odroczone i wypłacane po określonym czasie (patrz także: uwaga nr 4). | Uwaga **przyjęta**.  |
| 16 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.3. (str 41) – wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów | Wprowadzenie dodatkowego obowiązku raportowania stabilności finansowej (str. 41) nie jest konieczne - przepisy MAR są wystarczająco wymagające w tym zakresie. | Uwaga **przyjęta** – temat zostanie poddany dalszej analizie w ramach prac grupy roboczej prze RRRF.  |
| 17 | Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych | Pkt 4.3.3. – wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów | Do działań mających na celu ochronę inwestorów niezbędne wydaje się dodanie następujących kwestii (patrz także: uwaga nr 5):1. Natychmiastowa reakcja nadzorcy na łamanie przepisów prawa, tak aby podnieść bezpieczeństwo inwestorów i osiągnąć efekt prewencji ogólnej, przy czym ważny jest nie tyle wymiar kary (wystarczające może być samo stwierdzenie naruszenia), co jej pilność;
2. W przypadku odwołania od decyzji KNF nadzorca powinien być zobowiązany do konsultowania ponownej decyzji z instytucjami skupiającymi inwestorów, tak aby zapewnić odpowiedni balans pomiędzy nadzorem a rozwojem rynku;
3. Nadzór powinien wspierać inwestorów w dochodzeniu roszczeń przed sądami cywilnymi - decyzja o stwierdzeniu naruszenia powinna być przyczynkiem do uzyskania realnego (a nie tylko moralnego) zadośćuczynienia;

d. Nadzór powinien być nadzorowany przez instytucje skupiające inwestorów w zakresie polityki rozwoju rynku oraz polityki nadzorczej. Brak realnej odpowiedzialności i merytorycznego nadzoru może spowodować, że nadzorca będzie nie tyle niezależny, co nieodpowiedzialny. | Uwaga **wyjaśniona**. Zgodnie z ustaleniami konferencji uzgodnieniowej. |
| 18 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (wstęp) | Środowisko polskiego rynku kapitałowego od wielu lat oczekiwało opracowania i konsekwentnej realizacji strategii rozwoju tego rynku. Z tego punktu widzenia opracowanie SRRK należy ocenić pozytywnie. Większość wskazanych celów i instrumentów ich osiągnięcia uważamy kierunkowo za właściwe. Zwracamy jednak uwagę, że nie jest to pierwszy - jak stwierdzono w tekście - plan rozwoju polskiego rynku kapitałowego. W 2004 roku przyjęto Strategię rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”. Środowisko PID aktywnie uczestniczyło w wypracowaniu tamtej strategii i z satysfakcją stwierdzamy, iż metodologicznie obydwa dokumenty się w dużym stopniu pokrywają. Niepokoi natomiast fakt, iż pomimo upływu 15 lat polski rynek kapitałowy w wielu obszarach nie osiągnął zakładanych wówczas zamierzeń rozwojowych, co najlepiej ilustruje fakt, iż kluczowe cele obecnej strategii dokładnie powtarzają cele rozwojowe określone w 2004 r. na 2010 r. (relacja kapitalizacji rynku do PKB czy płynność rynku). | Uwaga **przyjęta**. |
| 19 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (diagnoza) | Potrzebne zaufanie, ład korporacyjny i edukacja; poprawić jakość nadzoru, wdrażanie przepisów i wzmocnić inwestorów instytucjonalnychPunktem wyjścia każdej strategii musi być rzetelna ocena stanu bieżącego. Przygotowana z udziałem EBOR diagnoza barier rozwoju rynku jest ciekawa, ale zdaniem PID niewystarczająca, aby sformułować dokładny plan działania. Brak jest m.in., w naszej ocenie, analizy wpływu na rynek ograniczenia działalności kluczowej grupy inwestorów instytucjonalnych czyli OFE (a tym samym brakuje pomysłu na ich zastąpienie) czy wpływu na rynek obligacji kryzysu zaufania wywołanego aferą Getback. Wątpliwości budzi analiza wybranych zewnętrznych źródeł finansowania (rys. 1), gdyż nie ma tam kredytu bankowego - podstawowego sposobu finansowania się przedsiębiorstw. Wiele miejsca projekt SRRK poświęca stopie oszczędności i świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Przykład wielu krajów wskazuje, że edukacja ekonomiczna już na wczesnym poziomie ma ogromne znaczenie dla świadomości finansowej społeczeństwa. Dokument odnosi się - i słusznie - do problemu edukacji, ale tylko w odniesieniu do uczestników rynku. Zdaniem PID konieczne są zmiany już na poziomie szkół podstawowych i ponadpodstawowych.Diagnoza stanu rynku pomija problem liczby aktywnych inwestorów indywidualnych. Jest to fundament każdego efektywnego rynku i w związku z tym wzrost liczby inwestorów powinien być jednym z celów SRRK. Warto byłoby również określić, które ze zidentyfikowanych barier mają krytyczne znaczenie dla rozwoju rynku, a które drugorzędne i skupić na nich priorytety SRRK, gdyż doświadczenie pokazuje, że realizacja wszystkich zamierzeń w krótkim czasie jest niemożliwa. Wg PID do takich kluczowych barier należą: kryzys zaufania do rynku kapitałowego (w tym problem ładu korporacyjnego i misselingu), likwidacja OFE i brak ich zastąpienia przez inną grupę polskich, długoterminowych inwestorów, edukacja oraz nieefektywność instytucjonalna (nadzór) i regulacyjna rynku w zakresie przepisów, stosowania i egzekucji prawa (enforcement).Opinia Polskiego Instytutu Dyrektorów skupia się zatem na następujących obszarach: zaufanie, ład korporacyjny, polscy inwestorzy instytucjonalni, edukacja, regulacje, enforcement oraz - co niemniej istotne - tryb wdrożenia i realizacji SRRK. Postulowany proces wdrażania SRRK, w tym wyznaczenie grup roboczych przy RRRF, powinno być podporządkowane wskazanym wyżej zagadnieniom. | Uwaga **odrzucona**. Kwestia poza zakresem tematycznym niniejszego dokumentuUwaga **przyjęta**.Uwaga **odrzucona** – lista barier została zaakceptowana po RRRF; ponadto aktualna lista barier zawiera prezentowane przez PID postulaty (np. bariera nr 1, 2, 3, 15) |
| 20 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (zaufanie) | Antyreformy, polityczne zatrzymania, niestabilne prawoStan polskiego rynku kapitałowego wskazuje potrzebę nie tyle wzmocnienia zaufania, ile jego odbudowy. Wszyscy uczestnicy i interesariusze rynku kapitałowego muszą być przekonani, że rynek ten jest ważnym elementem strategii rozwoju naszego kraju. Zaufanie do rynku kapitałowego uległo w ostatnich latach osłabieniu zarówno w odniesieniu do uczestników rynku kapitałowego (antyreforma OFE, ład korporacyjny, misselling), jak i otoczenia prawno-politycznego. Kwestia ta będzie też najważniejszym czynnikiem powodzenia programu PPKW tym miejscu chcielibyśmy zwrócić uwagę na antyreformę OFE z 2014 r. i funkcjonowanie wymiaru sprawiedliwości. Zmiany w OFE podważyły zaufanie do długoterminowej strategii Państwa dotyczącej rynku kapitałowego. SRRK - jak wspomnieliśmy - nie odnosi się niestety do przyszłych planów Rządu w kwestii OFE. Bez tego elementu trudno zakładać, że uda się zrealizować jakiekolwiek z nakreślonych celów strategii. W tym zakresie SRRK powinna być uzupełniona. Zdajemy sobie sprawę, iż tematyka funkcjonowania wymiaru sprawiedliwości nie leży w zakresie kompetencji resortu właściwego dla instytucji finansowych, ale nie możemy ignorować faktu wpływu tego otoczenia na rynek finansowy. Przykładowo, dla poważnej grupy inwestorów (również polskich) kontrowersje wokół reformy sądownictwa budzą niepokój czy w sytuacjach konfliktowych ich interesy będą w Polsce chronione, w tym na równi z polskimi podmiotami państwowymi. Coraz liczniejsze, równie kontrowersyjne co spektakularne, zatrzymania menedżerów spółek publicznych tworzą wokół rynku kapitałowego klimat aferalny i budzą ryzyko obniżenia jakości zarządzania poważną grupą spółek publicznych z uwagi na ryzyko polityczne Trudno będzie zbudować zaufanie do rynku kapitałowego, jeżeli będą się nadal pojawiać przypadki nadużywania organów ścigania z przyczyn pozamerytorycznych. | Uwaga **odrzucona**. W SRRK poruszona jest kwestia zaufania (4.2.1.)Uwaga **odrzucona**. Kwestia pozostaje poza zakresem niniejszego dokumentu. Ponadto Kwestia sądów została zawarta w pkt 4.3.3 (str. 40) |
| 21 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (podatki) | Likwidacja anomaliiUważamy, że propozycje podatkowe są krokiem w dobrym kierunku. Zwracamy jednak uwagę na dyskryminację podatkową długoterminowych inwestorów na rynku akcji w porównaniu z inwestowaniem w nieruchomości (zwolnienie z podatku odzysków kapitałowych po okresie pięciu lat).Postulujemy zniesienie obowiązującego podatku od podwyższenia wartości nominalnej akcji, który nie generuje dla spółki żadnych korzyści ekonomicznych, a pociąga za sobą istotne koszty podatkowe (vide PGE w 2016r.). Wspieramy możliwość podatkowej kompensacji zysków i strat inwestycji w różne instrumenty finansowe i jednostki uczestnictwa FIO oraz eliminację podwójnego opodatkowania odsetek od obligacji na rynku wtórnym. | Uwaga **odrzucona**. Uwaga o braku analogii inwestycji w nieruchomości do inwestycji w kapitały pieniężne, co ma tworzyć dyskryminację podatkową, jest nieuzasadniona i pozostaje poza zakresem koncepcji zawartej w SRRK. |
| 22 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (edukacja); dot. pkt 4.2.3.3. | Prześcignąć BiałoruśJak wspomnieliśmy, SRRK wielokrotnie odnosi się do stopy oszczędności w Polsce. Stan obecny - niezadowalający jak słusznie zauważono - jest wynikiem wielu czynników, z których warto wymienić wzorce kulturowe będące m.in. efektem niewielkiej świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Porażający jest rys. 13, na którym widać najniższą (za Białorusią) pozycję Polski w dziedzinie wiedzy finansowej naszych obywateli. Tabela ta jest równie przerażająca, co tłumacząca wiele zjawisk ekonomicznych, społecznych i politycznych w naszym kraju.Zdaniem PID podjęcie działań w tym zakresie ma strategicznie fundamentalne znaczenie dla polskiego społeczeństwa. Nauka podstaw finansów i ekonomii, wdrażanie postaw przedsiębiorczych i pro oszczędnościowych powinno zaczynać się od szkoły podstawowej (konieczna zmiana podstawy programowej w tym zakresie) i SRRK jest właściwym miejscem dla określenia postulatów i potencjalnie konkretnych działań w tym zakresie. Dlatego uważamy za konieczne włączenie w tym obszarze do współpracy MEN. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.Uwaga **przyjęta**.  |
| 23 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (ład korporacyjny); dot. pkt. 4.2.2. | Wrócić do Dobrych PraktykChoć już mija 20 lat od początków ruchu corporate governance w Polsce, dążenie do naprawy ładu korporacyjnego jest równie aktualne, a obecnie nawet pilniejsze niż w 1999 r., gdyż sytuacja w ostatnich latach uległa w Polsce dramatycznemu pogorszeniu. Naczelnym zadaniem władz spółki publicznej powinna być budowa wartości przedsiębiorstwa i działanie zgodne z interesem spółki. Wciąż aktualny jest cel spółki, określony w „Dobrych praktykach w spółkach publicznych w 2002” jako powiększanie majątku powierzonego przez akcjonariuszy z uwzględnieniem praw i interesów pozostałych interesariuszy spółki. Realizacja innych celów, zwłaszcza sprzecznych z interesem spółki, grozi poważnymi konsekwencjami.W tym kontekście za nierealny i nietrafny metodologicznie uważamy postulat wymogu osiągania wskaźnika C/Z przez menedżerów SSP na poziomie porównywalnym z krajami UE. Zarządy SSP powinny kierować się w swojej pracy dokładnie tymi samymi zasadami jak zarządy spółek prywatnych. Należy zwrócić uwagę, iż również w przypadku spółek prywatnych mają miejsce zmiany strategii, poważne inwestycje strategiczne; rzecz polega na transparencji w komunikowaniu o nich rynkowi. Warto zauważyć, że tego typu zasady były przyjmowane przez różne rządy, a ich wpływ na poprawę ładu korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa był trudno zauważalny. Bez determinacji najwyższych czynników rządowych w tym zakresie nawet najlepiej napisane cele strategiczne pozostaną na papierze.PID od zawsze stał na straży przestrzegania ładu korporacyjnego i cieszy nas umiejscowienie tej problematyki wśród celów SRRK. Uważamy przy tym, że dokument powinien wprost odnieść się do obowiązujących Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW. Postulowane w Strategii dodatkowe uprawnienia dla GPW (publicznie ogłaszane ratingi corporate governance, weryfikacja oświadczeń, sankcje za nieprzestrzeganie) będą bardzo trudne w realizacji. Konieczny będzie podział tych zadań między GPW, KNF, oraz niezależną instytucję reprezentującą inwestorów prywatnych, którzy najbardziej są predysponowani do oceny jakości ładu korporacyjnego w notowanych spółkach. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.Uwaga **przyjęta**. Uwaga **przyjęta**. |
| 24 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (stosowanie prawa); dot. pkt. 4.3.3. | Dobre prawo jest egzekwowaneNiezależnie od stosowania zasad ładu korporacyjnego uważamy za niezbędne wzmocnienie enforcementu w zakresie ochrony interesów inwestorów na rynku kapitałowym. Przewlekłość postępowań, ich nieskuteczność, brak profesjonalizmu kadr organów ścigania i sądów powodują bezkarność osób nadużywających zaufania inwestorów a tym samym brak zaufania do rynku jako całości. To bolączka rynku praktycznie od momentu jego powstania. Pomysł z wprowadzeniem sądu (a być może również wydziałów prokuratury) specjalizującego się w sprawach rynku finansowego uważamy zatem za bardzo dobry, podobnie jak pozostałych wskazanych działań mających na celu ochronę inwestorów. Cieszy nas wskazanie szeregu zadań dla KNF (w tym szczególnie w zakresie wymogów w odniesieniu do poziomu świadczonych usług), której efektywne, sprawne działanie jest fundamentem sprawności regulacyjnej rynku. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 25 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (wdrożenie Strategii); dot. pkt. 4.1.1.; 4.1.2.,  | Kto i kiedy?W tej sytuacji kluczową staje się funkcja wdrożenia i zarządzanie projektem, co zawsze było słabszym punktem poprzednich planów rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. O sukcesie SRRK zadecyduje ranga i autorytet Pełnomocnika w relacji do władz państwowych i uczestników rynku. Warto przypomnieć, że na początku odbudowy polskiego rynku kapitałowego funkcja koordynacyjna była przypisana Pełnomocnikowi Rządu w randze Wiceministra Finansów.Należy mieć nadzieję, że Pełnomocnik i jego zespół będą dysponować odpowiednim budżetem i nie będą obarczeni innymi zadaniami. Ponieważ realizacja SRRK wymaga przejrzystości i współpracy z interesariuszami rynku kapitałowego postulujemy, aby były upubliczniane okresowe raporty Pełnomocnika, z wyszczególnieniem celów zrealizowanych i w realizacji. Ponadto zwracamy uwagę na ryzyko obarczenia uczestników rynku kosztem funkcjonowania proponowanych nowych instytucji (Pełnomocnik, Zespół Specjalistów, Przedstawicielstwo w Brukseli, Rada i Fundusz Edukacji Finansowej).Strategia w małym zakresie wspomina o pozycji polskiego rynku kapitałowego w Europie. Dokument jest bardzo skoncentrowany na lokalnym rynku i pomija kwestie konkurencyjności międzynarodowej, nie wyciąga wniosków z zachodzących zmian na europejskich oraz globalnych rynkach kapitałowych. Nie ma odniesienia do koncepcji budowy w Warszawie środkowoeuropejskiego centrum finansowego (Warsaw City). Przez wiele lat taki plan w postaci Programu Rządowego był realizowany, a fundacja wspierająca takie działania była planowana przez GPW. W przeciwieństwie do wielu stolic i miast europejskich (Londyn, Paryż, Frankfurt) nadal nie mamy organizacji czy fundacji promującej Warszawę jako regionalne centrum finansowe. Strategia tylko w nielicznych przypadkach podaje daty osiągnięcia zamierzonych celów, praktycznie bez wyznaczania kamieni milowych ich realizacji. Tym się negatywnie różni od Agendy Warsaw City 2010, która zawierała dokładny harmonogram realizacji poszczególnych zadań. Rok 2025 jest zbyt odległy jako miernik skuteczności Strategii. | Uwaga **odrzucona**. Zdecydowana większość działań wskazanych w projekcie dotyczy kwestii będących we właściwości Ministerstwa Finansów. Ponadto projekt przewiduje postulat regularnego publikowania raportów prac nad realizacją projektu.Uwaga **odrzucona**. Postulat budowy w Warszawie środkowoeuropejskiego centrum finansowego zawarty jest na str. 36 projektu.Harmonogram działań przewidziany jest na fazę implementacji. Z kolei w odniesieniu do roku 2025, zważywszy na długookresowy charakter celów (np. oszczędności), wskazanie tego terminu jest w opinii MF uzasadnione. Niemożliwym jest bowiem ocenienie skuteczności długofalowych działań poprzez krótkookresowe mierniki.  |
| 26 | Polski Instytut Dyrektorów | Uwaga ogólna (kwestie szczegółowe) | Podzielamy pogląd, iż należy rozważyć umożliwienie bankom bezpośredniego dostępu do obrotu zorganizowanego w Polsce. Potencjalnie jeszcze większe znaczenie może mieć zapewnienie bezpośredniego dostępu do rynku szerszych grup inwestorów indywidualnych do rynku (DMA). Rozwój technologii fintechowych, w zakresie których Polska jest liderem, może odegrać w tym względzie ogromną rolę. Trzeba tylko stworzyć odpowiednie warunki regulacyjne i ekonomiczne (koszty transakcyjne). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 27 | Sadkowski i Wspólnicy | Uwaga ogólna (dot. instytucji pośredniczących); pkt. 4.5.6. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 28 | Sadkowski i Wspólnicy | Uwaga ogólna (dot. ogólnie rozwoju rynku kapitałowego) | 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 nierugowalnego, 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 29 | Sadkowski i Wspólnicy | Uwaga dot. upubliczniania informacji; dot. pkt 4.3.1., 4.3.3. (w szczególności zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych). Pkt 4.5.1.,Pkt 4.5.1. i 4.5.4.Pkt. 4.5.4.Pkt. 4.5.4. | 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:1. 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.
2. 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.
3. 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.
4. 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).
5. 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).
6. 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).
7. 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 ustawy 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.
8. Crowdfunding - projektowana regulacja unijna (Rozporządzenie ECSP) nie eliminuje problemów zw. z rozwijającym się rynkiem crowdfunding u. 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.
9. Dodatkowo należy postulować, aby każda emisja akcji lub udziałów, nawet jeśli nie jest emisją publiczną, podlegała obowiązkowej weryfikacji przez podmiot działający na zasadach zbieżnych z nowo powstającym agentem emisji (zmiany do Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, które wejdą w życie od 1 lipca 2019 roku).
10. 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. 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. | Uwaga **wyjaśniona** podczas konferencji uzgodnieniowej.  |
| 30 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt 4.3.1. i 4.3.3. | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. Kwestia będzie przedmiotem dyskusji jednej z grup roboczych przy RRRF..  |
| 31 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 32 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. (str. 36) | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 33 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 34 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt 4.3.1.  | 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 zakładek, 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. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 35 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku..  |
| 36 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 37 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 38 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.1. | 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. | Uwaga **odrzucona**. Zgodnie z rezultatem dyskusji podczas konferencji uzgodnieniowej.  |
| 39 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.2. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 40 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.2. | 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. 81 a - 81 f 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 41 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.3.2. | 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 uwydatniony 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. | Uwaga **przyjęta** kierunkowo. |
| 42 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.4.4. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 43 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.4.1. | 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 wystandaryzowanych reguł dotyczących zaliczania do kosztów uzyskania przychodu wydatków związanych z IPO do wysokości 125% wartości poniesionego kosztu. Zmianę należy ocenić pozytywnie, ponieważ usunęłaby istniejące obecnie wątpliwości co do możliwości zaliczania do kosztów uzyskania przychodu wydatków związanych z dopuszczeniem do obrotu stanowią koszt uzyskania przychodu. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 44 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.4.2. | 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 | Uwaga **przyjęta**. |
| 45 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.4.2. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 46 | Sadkowski i Wspólnicy | Pkt. 4.4.2. | 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. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 47 | UKNF | 4.3.1. | Jak wynika z analizy *projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego* (dalej też: projekt Strategii) dokument ten odnosi się m.in. do sposobu sprawowania nadzoru przez Komisję Nadzoru Finansowego (dalej: KNF). Zagadnieniu temu poświęcony jest przede wszystkim rozdział 4.3.1 zatytułowany *Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru.* W rozdziale tym przewidziany jest postulat, zgodnie z którym zwiększenie budżetu i zachowanie autonomii KNF ma być uzależnione od wdrożenia procedury „zawierania z podmiotami rynkowymi umowy”. **Zgodnie z projektem Strategii, umowa ta ma zapewnić efektywność pracy, określić warunki pracy i wymagania dotyczące poziomu świadczenia usług w 10 przykładowych obszarach wymienionych w tym dokumencie. Ze strategii nie wynika przy tym jednoznacznie, czy miałaby to być jedna wielostronna umowa, czy też wiele umów**. Nie wskazano też kim są podmioty rynkowe oraz kto miałby je reprezentować w tej umowie (tych umowach). W dalszej części tego rozdziału przedstawiony jest ponadto postulat podawania do publicznej wiadomości „wymogów dotyczących poziomu usług”, jak też postulat weryfikacji realizacji tych wymogów „względem KPI” oraz obowiązku publikacji wyników takiej weryfikacji. Jako sposób realizacji tych postulatów projekt Strategii przewiduje do realizacji określone działanie, jakim jest wprowadzenie wymogów jakości świadczenia usług przez nadzorcę, np. w formie SLA.Projekt Strategii zawiera również postulat przyjęcia przez KNF „strategii biznesowej i operacyjnej”, co zdaniem autorów dokumentu ma przyczynić się do prowadzenia w większej mierze polityki nadzorczej nad rynkiem kapitałowym w oparciu o działania ex ante. W ocenie tego dokumentu KNF potrzebuje dogłębnego zrozumienia modeli biznesowych, strategii i ryzyk ponoszonych przez podmioty regulowane oraz znacznie większego stopnia wykorzystania nowoczesnych technologii.**W opinii Urzędu KNF, ocena problemów podnoszonych w projekcie Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego powinna odbywać się przede wszystkim z uwzględnieniem statusu prawnego KNF.** Należy zauważyć, iż z dniem 1 stycznia 2019 r. weszły w życie przepisy ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. z 2018 r., poz. 2243). Przepisy dokonały gruntownych zmian w organizacji i funkcjonowaniu Urzędu KNF, który stał się państwową osobą prawną. Jednocześnie należy nadmienić, iż zakres zadań oraz cele KNF pozostały bez zmian, natomiast Urząd KNF jako państwowa osoba prawna uzyskała jedynie niezależność w dysponowaniu posiadanymi funduszami. Zgodnie z art. 3 ust. 3 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. z 2019 r., poz. 298, z późn. zm.) nadzór nad działalnością Urzędu Komisji sprawuje Prezes Rady Ministrów. Biorąc zatem powyższe pod uwagę, przyjąć należy, że Urząd KNF jest szczególnym organem administracji, który charakteryzuje się znaczną samodzielnością i niezależnością.Odnosząc się do powyższych postulatów oraz proponowanych do realizacji działań należy zauważyć, iż cele oraz zadania KNF określają przede wszystkim przepisy ustaw. Zgodnie z art. 4 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2018 r., poz. 1417, z późn. zm.) celem nadzoru jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu. Oznacza to, że KNF jest samodzielną instytucją, której działalność opiera się na zasadzie legalizmu, która jednocześnie wyznacza zakres określonych prawem uprawnień do ingerowania w działalność podmiotu nadzorowanego. Organ kwalifikuje zatem zachowanie podmiotu, a naruszenie określonych norm prawa materialnego stanowi przesłankę do jego interwencji. Przy czym taki sposób działania jest możliwy przy braku istnienia zależności pomiędzy nadzorcą a nadzorowanym**. Nie sposób tu zatem mówić o ujmowaniu świadczenia usług przez KNF na rzecz podmiotów nadzorowanych w formę umowy**. Konstrukcja relacji nadzorca-podmiot nadzorowany co do zasady opiera się na nierównorzędności podmiotów, polegającej na możliwości kształtowania przez nadzorcę sytuacji podmiotu nadzorowanego, niezależnie od jego woli czy umowy, ale zgodnie z powszechnie obowiązującym prawem. Ponadto, zgodnie z art. 11 ust. 5 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym do postępowania Komisji i przed Komisją stosuje się przepisy ustawy z dnia 14 czerwca 1960 r. - Kodeks postępowania administracyjnego. Obowiązek stosowania przepisów kpa daje zatem gwarancję bezstronnego procesowania spraw administracyjnych w Urzędzie KNF i jednocześnie wyklucza istnienie umowy o świadczenie usług między Urzędem KNF a stroną (podmiotem nadzorowanym).Co do zasady KNF zgadza się z twierdzeniem, że nadzór potrzebuje dogłębnego zrozumienia modeli biznesowych, strategii i ryzyk ponoszonych przez podmioty regulowane. **Jednakże wątpliwości budzi sposób w jaki ma zostać osiągnięty ten cel tj. poprzez publikację KPI oraz planów dotyczących działalności organu. W opinii Urzędu KNF publikacja ww. informacji nie ma przełożenia na możliwość zwiększenia zrozumienia przez KNF modeli biznesowych podmiotu regulowanego**. Między tymi zdarzeniami nie istnieje bowiem żadna obiektywna relacja. Natomiast w projekcie Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego brak innej argumentacji uzasadniającej publikacje przez Urząd KNF planów dotyczących jej działalności oraz KPI co prowadzi do wniosku, że te informacje mogą być mało istotne z punktu widzenia uczestników rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta**, co do kierunku.  |
| 48 | UKNF | 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 prowadzaniem 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. | Uwaga **przyjęta** w całości. |
| 49 | UKNF | 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, umożliwiająca łączenie kapitału otwartego na ryzyko z nakładem pracy innowacyjnej, który jest niedoszacowany na wczesnym etapie rozwoju | Uwaga **przyjęta**. |
| 50 | UKNF | Uwagi dotyczące punktu 2.2.5. - Cel 5: Bardziej efektywne procedury administracyjne | a) Odnośnie 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) Odnośnie 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 elektronizacji doręczeń oraz o zmianie niektórych innych ustaw), co spowoduje przyśpieszenie procesu doręczenia, jego usprawnienie, ułatwienie i odformalizowanie oraz przyczyni się także do obniżenia kosztów ponoszonych przez obie strony. | Uwaga **przyjęta** w całości. |
| 51 | UKNF | Uwagi dotyczące punktu 3 „Diagnoza - aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym” -w zakresie Barier 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 52 | UKNF | 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 53 | UKNF | 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”. | Uwaga **przyjęta** w całości. |
| 54 | UKNF | Uwagi dotyczące punktu 4.2.3.1. „Oszczędności”. | Projekt strategii zakłada, że „W obliczu procesu starzenia się polskiego społeczeństwa, niezmiernie 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 kilkukrotnie uwagę na nieprecyzyjne propozycje zapisów dotyczących kosztów wskazanych w art. 50 ustawy o PPK. Uwagi UKNF zostały uwzględnione tylko w ograniczonym stopniu. Jeżeli SRRK dostrzega zagadnienie kosztów funduszy zdefiniowanej daty jako zagadnienie 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 swoim i 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 55 | UKNF | 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 56 | UKNF | 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 zaostrzania) 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 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. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 57 | UKNF | 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 podejmowanie władczych rozstrzygnięć wobec podmiotów, w których na stale 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 odmawiające 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 postepowań 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 nadzorcy 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. | Uwaga **przyjęta** w całości. |
| 58 | UKNF | 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 zakreślenia w prawie publicznym gospodarczym pełnej odpowiedzialności outsourcera za nieprawidłowości w outsourcingu. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 59 | UKNF | Uwagi dotyczące punktu 4.3.4. „Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu rozwójrynku.” | 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 samozarządzającego 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 zarządzająca 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 znaczenie 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.Istotna różnicą jest brak zbywalności jednostek uczestnictwa FIO na rzec 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 tez 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 wniosek 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://legislacia.rcl.gov.pl/proiekt/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 odpowiedź 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. | a) Uwaga **odrzucona**. Stanowisko UKNF potwierdza istniejące a zarazem niezrozumiałe dla inwestora zagranicznego różnice pomiędzy krajową konstrukcją otwartego funduszu inwestycyjnego, a przyjętą w innych jurysdykcjach konstrukcją SICAV. Oczywistym jest, że nie jest to jedyna bariera w rozwoju krajowego rynku funduszy inwestycyjnych, niemniej obserwacje regulacji w państwach europejskich, które uznawane są za wiodące prym w tym segmencie rynku kapitałowego (Luksemburg, Malta, Irlandia) wskazują, że w państwach tych obok innych form prawnych istnieją fundusze typu SICAV. Jednocześnie należy podkreślić, że Strategia w żaden sposób nie wskazuje, że proponowane rozwiązanie powinno być oparte na propozycjach legislacyjnych ABSL, które notabene również przez Ministerstwo Finansów zostały ocenione negatywnie.Niezależnie od powyższego porównując konstrukcje krajowych funduszy inwestycyjnych warto również zauważyć, iż bliżej im do funduszy powierniczych, z których z resztą się wywodzą, niż do funduszy typu SICAV.b) Uwaga **przyjęta**. c) Uwaga **odrzucona**. Intencją projektodawcy było jedynie wskazanie pewnego problemu podnoszonego przez uczestników rynku. d) Uwaga **przyjęta**. e) Uwaga **przyjęta**.  f) Uwaga **odrzucona**, zgodnie z decyzja Kierownictwa MF.  |
| 60 | UKNF | 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. | Uwaga **przyjęta** w całości.  |
| 61 | UKNF | 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 62 | UKNF | Uwagi dodatkowe – o charakterze ogólnym | 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 swoistego 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 aktu 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. | Uwaga **przyjęta** w całości.  |
| 63 | InvesThink | Uwaga ogólna – modyfikacja celu; dot. pkt 2  | Zgodnie z pkt. 2.1. Projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (dalej Projekt) wskazuje się, że głównym celem jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej. Pragniemy zauważyć, że jest to rzeczywiście niezwykle istotne narzędzie stymulujące rozwój, jednak jego znaczenie powinno być traktowane równorzędnie z interesem dostarczycieli kapitału. Zatem w naszych oczach powinno się położyć większy nacisk na przybliżenie profitów i zapewnienie ochrony dla inwestorów, a w szczególności dla inwestorów indywidualnych. Nakreślenie szerokiemu gronu osób posiadających kapitał potencjalnych korzyści przy rozsądnej ochronie powinno być zdecydowanie lepszym stymulantem do użycia części depozytów gospodarstw domowych (według NBP przekroczyły one w 2018 roku poziom 500 mld zł) na rynku kapitałowym. Pośrednio przełoży się to na zapewnienie krajowym przedsiębiorstwom dostępu do finansowania, czego implikacją powinien być rozwój gospodarczy. Jednym z głównych powodów inwestowania może być oczekiwana stopa zwrotu, która według SiegeTa w bardzo długim okresie 1802-1997 wyniosła średniorocznie 8,4% w wartościach nominalnych oraz 7,0% w wartościach realnych (badania przeprowadzone dla rynku amerykańskiego). Podobne wartości, jednak w zdecydowanie krótszym przedziale czasowym, odnotował Warszawski Indeks Giełdowy (Semczak 2018), który wzrósł z 7 585,9 do 63 746,2 punktów (z końca 1995 r. do końca 2017 r.), dzięki średniorocznemu wzrostowi o niespełna 6% w wartościach skorygowanych o inflację. Zatem inwestowanie w akcje to nie tylko rozwój gospodarczy, ale i uczestniczenie w jego pożytkach (Ibbotson, Chen 2003). Wzrost wartości portfeli inwestycyjnych to także kreacja efektu majątkowego, który posiada pozytywny wpływ na poziom konsumpcji i inwestycji przez gospodarstwa domowe, co implikuje dalszy rozwój. | Uwaga **odrzucona** – postulowany cel jest zawarty w SRRK jako jedno z działań.  |
| 64 | InvesThink | Umożliwienie świadczenia przez doradców inwestycyjnych praktyki zawodowej | Jakkolwiek zmiany - co podkreślamy - idą w dobrym kierunku, istnieje uzasadnione ryzyko powstania tzw. advice gap. Oznacza to, że znaczna część społeczeństwa zostaje pozbawiona możliwości korzystania z profesjonalnego wsparcia. Jest to wynik wspomnianych powyżej czynników, jak również braku chęci ponoszenia kosztów ich świadczenia przez klientów. Analogicznie wyglądała sytuacja w Wielkiej Brytanii w związku z wprowadzanymi przepisami tzw. RDR (Retail Distribution Review). Owe zmiany były jeszcze dalej idące w swej naturze, gdyż wymusiły przejście na formy płatnego doradztwa. (…) **postulujemy realne ustanowienie wolnego zawodu Doradcy Inwestycyjnego na wzór Radcy Prawnego**. W proponowanej przez invesThink koncepcji, dodatkowo sam proces nadania licencji niejako nadawałby wyższą rangę usłudze, a przez to - naszym zdaniem - grono odbiorców byłoby jeszcze większe, a poziom świadczonych usług wyższy. Jeśli chodzi o samą strukturę organizacyjną, postulujemy utworzenie dwóch zasadniczych elementów. Listę doradców inwestycyjnych prowadzących praktykę doradczą oraz centralne repozytorium rekomendacji, obie prowadzone przez Komisję Nadzoru Finansowego.Sama lista osób praktykujących byłaby nadzorowana przez właściwy organ. W naszej propozycji zakłada się, że wykonywać usługę niezależnego bądź zależnego doradztwa inwestycyjnego mogą wyłącznie osoby w formie spółki osobowej lub kapitałowej, gdzie przynajmniej dwóch wspólników bądź członków zarządu posiada licencję doradcy inwestycyjnego uprawnionych do samodzielnej praktyki (o czym dalej) lub przynajmniej jeden z nich posiada licencję doradcy inwestycyjnego uprawnionych do samodzielnej praktyki, a dwóch pozostałych licencję maklera papierów wartościowych z uprawnieniami do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Dodatkowym warunkiem byłoby zawarcie umowy ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej na kwotę min 250.000 zł. Sama działalności ograniczona doradztwa inwestycyjnego nie byłaby prowadzona w formie domu maklerskiego.Sam proces zdobywania licencji wzbogacony zostałby o procedurę zdobycia uprawnień do samodzielnej praktyki. Powstałby dodatkowo proces dokumentowania przynajmniej 5-7 letniej praktyki w zakresie doradztwa inwestycyjnego i/lub zarządzania aktywami, przedstawienie pozytywnej opinii przynajmniej dwóch innych doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki (od momentu osiągnięcia liczby wpisanych osób w liczbie min. 10) oraz złożenia z pozytywnym wynikiem dodatkowego egzaminu obejmującego praktyczne zagadnienia świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, jak profilowanie klienta, ocena instrumentów finansowych, finanse behawioralne, tworzenie strategii inwestycyjnej i zarządzanie ich zmianą czy tworzenia portfeli inwestycyjnych. W odniesieniu do obecnej formy egzaminów prowadzonych przez Komisję Nadzoru Finansowego, powyższy dodatkowy - finalny egzamin odnosiłby się do praktyki doradczej. Ponadto postulujemy wprowadzenie Rady Doradców Inwestycyjnych, która reprezentowałaby doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki w stosunkach z Komisją Nadzoru Finansowego i Ministerstwem Finansów, brałaby udział w pracach nadzorczych i ewaluacyjnych pracy doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki, współtworzyłaby egzaminy oraz promowałaby wiedzę odnośnie doradztwa inwestycyjnego w społeczeństwie.Dodatkowo powstałoby centralne repozytorium rekomendacji oraz IPS (Investment Policy Statement - strategii inwestycyjnych), co w znacznym stopniu ułatwiałoby bieżącą kontrolę i nadzór przez Komisję Nadzoru Finansowego. Rada Doradców Inwestycyjnych wraz z Komisją zaproponowałaby ramy owych dokumentów, każdorazowo zatwierdzała ich szablon na poziomie podmiotu oraz ewentualne ich zmiany. | Uwaga **odrzucona**. Kwestia pozostaje poza zakresem przedmiotowym niniejszego dokumentu. |
| 65 | InvesThink | Uwaga ogólna – nieuprawnione doradztwo | W celu ochrony inwestorów indywidualnych, według nas powinno się efektywniej walczyć z nieuprawnionym doradztwem inwestycyjnym. Jedną z odpowiednich metod jest badanie poziomu obsługi klienta oraz jakości usług poprzez losowe wizyty w punktach sprzedaży (mystery shopping). Piętnowanie zachowań odbiegających od najwyższych standardów rynkowych przełoży się na wzrost zaufania do całego sektora finansowego. | Uwaga **odrzucona**. Lista działań zaproponowanych w projekcie, służących do ochrony inwestora jest w opinii projektodawcy wystarczająca.  |
| 66 | InvesThink | Pkt. 4.4.2. | Preferencyjna stopa opodatkowania w wysokości 9% powinna obejmować szerszy zakres inwestycji długoterminowych. Obok dywidend proponujemy obniżyć podatek od zysków kapitałowych, wypracowanych na instrumentach notowanych na rynku regulowanym GPW, funduszach inwestycyjnych oraz obligacjach skarbowych i korporacyjnych, pod warunkiem utrzymania instrumentu przez minimum 3 lata. Przykładem kraju, który dostrzega istotną rolę wsparcia długoterminowych inwestycji przez pryzmat stosowania preferencyjnych stawek podatkowych są USA. Długoterminowe inwestycje w tym wypadku określone są jako utrzymane minimum rok od zakupu i podlegają preferencyjnej stawce podatkowej 0%/15%/20% w zależności od progu podatkowego danego podatnika.Proponujemy także aby podatki od dywidend oraz od odsetek mogły być kompensowane i wliczane do PITu. Według nas podatek powinien być kalkulowany od całościowego rezultatu na portfelu inwestycyjnym, a nie od poszczególnych instrumentów czy pojedynczych pozycji.Dodatkowo ruch na walutach przy inwestycji zagranicznej nie powinien podlegać opodatkowaniu. Ekspozycja w obcej walucie stanowi czyste ryzyko, a nie przedmiot inwestycji. Dobrym odniesieniem może być depozyt w walucie obcej, w przypadku którego nie ma podatku od ruchu walutowego. | Uwaga **odrzucona**. Postulat spowodowałby zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 67 | InvesThink | Uwaga ogólna - edukacja | Biorąc pod uwagę niską stopę oszczędności brutto gospodarstw domowych 2,6% vs 11% średnia dla państw UE, optujemy za wzmożonym działaniem edukacyjnym w zakresie finansów osobistych. Obok rozwiązań przedstawionych w SRRK, proponujemy wprowadzenie przedmiotu „finanse osobiste” do kanonu przedmiotów obowiązkowych w szkołach oraz uniwersytetach. Sugerujemy podjęcie aktywnej współpracy w tym zakresie między Ministerstwem Finansów i Edukacji w celu opracowania i wdrożenia strategii podniesienia poziomu wiedzy finansowej w społeczeństwie. Znaczenie edukacji finansowej podkreślane jest m.in. przez organizację OECD. | **Uwaga** przyjęta**.** |
| 68 | InvesThink | Uwaga ogólna - Internetowa platform papierów skarbowych dedykowanych inwestorom indywidualnym | W celu zwiększenia zainteresowania inwestorów detalicznych dedykowanymi dla nich skarbowymi papierami dłużnymi, platforma sprzedaży powinna osiągnąć najwyższe cyfrowe standardy. Aktualna platforma prowadzona przez PKO BP niestety odbiega od aktualnych trendów. Przykładami mogą być tutaj: prezentacja portfela w formie graficznych wykresów, oczekiwany i zrealizowany zysk, potencjalne do nabycia nowe papiery wartościowe, aplikacja na smartphone itp. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 69 | InvesThink | Uwaga ogólna - Corporate governance | Pieniądze inwestorów indywidualnych powinny być inwestowane w podmiotach, które szanują prawa akcjonariusz mniejszościowych. W celu jakościowej oceny poszczególnych przedsiębiorstw, mógłby być prowadzony ich rynkowy scoring dotyczący corporate governance. Ranking ten bazowałby na ankiecie pochodzącej od uczestników samego rynku, a w szczególności profesjonalistów jak analityków, doradców inwestycyjnych czy maklerów. Informacja ta obok wielkości finansowych stanowiłaby podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej. | Uwaga **odrzucona**. W opinii MF inwestor indywidualny sam powinien decydować, w co inwestuje środki. Poza tym, pojęcie szanowania praw akcjonariuszy jest szerokie i zbyt ogólne.  |
| 70 | InvestThink | Uwaga ogólna – indeksy giełdowy | Indeksy giełdowe i ich składowe powinny stanowić wizytówkę GPW oraz krajowej gospodarki. Proponujemy zatem aby oprócz kryterium obrotu, jako głównego kryterium doboru spółek do indeksu, dodać kryterium jakościowe. Mogłoby to być przykładowo odniesie się do ich wyników finansowych: zysk potwierdzony przepływami finansowym czy stabilność zysku operacyjnego. Celem jest ograniczenie udziału spółek określanych jako opcyjne czy spekulacyjne. W przypadku indeksów amerykańskich dostarczanych przez Standards & Poor’s, ich komponenty dobierane są pod względem wielkości kapitalizacji, co też stanowi ciekawe rozwiązanie. W naszych oczach kapitalizacja jest lepszym kryterium niż obrót giełdowy, ponieważ posiada bliższe powiązanie z wynikiem finansowym przedsiębiorstw | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 71 | NSZZ Solidarność | 4.2.3.1 -oszczędności | Wśród przyczyn niskiej stopy oszczędności brutto gospodarstw domowych nie wymienia się niskiego poziomu wynagrodzeń w Polsce. W analizie przedstawiono dane wskazujące na to, że poziom powyższych oszczędności w Polsce jest niższy niż średnia unijna. Należy zauważyć, że jednocześnie niski jest udział płac w gospodarce. Według danych Eurostat w 2017 roku przeciętnie w UE, udział wynagrodzeń w PKB wyniósł 46,9%. W tym samym roku wskaźnik ten wyniósł w Polsce 38,6%. Jedynie w Grecji i Rumunii udział płac w PKB jest niższy. W ocenie NSZZ „Solidarność” jest to podstawowy problem i wyzwanie, któremu należy poświęcić jak najwięcej uwagi. Równocześnie, pragniemy zauważyć, że z tym związany jest problem wysokiej skłonności Polaków do konsumpcji. Jak wiadomo krańcowa skłonność do konsumpcji maleje wraz ze wzrostem dochodu.Dlatego też konieczne jest prowadzenie działań sprzyjających wzrostowi wynagrodzeń. Zaliczyć do nich można podnoszenie płac w jednostkach sektora finansów publicznych, wynagrodzenia minimalnego (co najmniej do poziomu połowy przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej), wzmacniania rokowań zbiorowych, czy też zmniejszania obciążeń podatkowych, np. poprzez zwiększenie kwoty wolnej od podatku. To tylko wybrane z działań, które pozwoliłyby na znaczące podniesienie poziomu oszczędności.Pragnę również podkreślić, że wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych jest zmienny w czasie. Warto zauważyć, że w 2009 roku wynosił w Polsce blisko 5,5%, by w 2015 roku osiągnąć poziom 2,3%, a już rok później zbliżyć się do poziomu 4,4% (średnia unijna za ten rok to w przybliżeniu 10,6%). Oczywiście nadal jest to bardzo niski poziom w porównaniu do innych państw europejskich, ale wydaje się, że występuje tu dość silna zbieżność z sytuacją gospodarstw domowych. Im sytuacja dochodowa lepsza tym wyższy poziom oszczędności. Wyjaśniałoby to dlaczego w Polsce poziom oszczędności tak znacząco wzrósł w 2016 roku. Z jednej strony można to wiązać z wprowadzeniem programu „500+”, z drugiej natomiast, bez wątpienia miała na to wpływ sytuacja na rynku pracy. Dlatego też konieczne są dalsze działania rządu, które będą poprawiały sytuację materialną społeczeństwa i zapewniały lepszą pozycję pracownika na rynku pracy. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 72 | NSZZ Solidarność | Uwaga ogólna – budowa systemu akcjonariatu | W dokumencie zauważa się rolę jaką może spełnić akcjonariat pracowniczy. Jest to jedna z form partycypacji finansowej pracowników (dalej także PFP). Działania przedstawione w projekcie oceniamy pozytywnie. Podobnie jak w przypadku innych rozwiązań, także i w tym wypadku tworzy się zachęty do długotrwałych inwestycji. Sam akcjonariat zaś może mieć pozytywny wpływ na sposób zarządzania przedsiębiorstwem, zwłaszcza wzmacniać instrumenty partycypacji pracowników w zarządzaniu, co sprzyja planowaniu długoterminowemu. Nie przedstawiono jednak całościowej propozycji budowy w Polsce systemu akcjonariatu. Chcę zatem podkreślić, że w przypadku podjęcia prac nad rozwiązaniami tworzącymi system partycypacji finansowej pracowników, konieczne jest zaangażowanie w ten proces związków zawodowych i szerzej - partnerów społecznych. Podkreślamy, że u podstaw takiego systemu powinny leżeć:1) wzmacnianie instrumentów partycypacji pracowników w różnych wymiarach, nie tylko materialnym;2) instrumenty pracowniczej partycypacji finansowej nie mogą zastępować wynagrodzenia. Mogą stanowić jedynie dodatkowe źródło dochodu. Jednocześnie, instrumenty te nie mogą zastępować publicznego systemu emerytalnego. W żaden sposób nie mogą zagrażać rokowaniom zbiorowym;3) utworzenie i wdrożenie PFP musi bazować na dialogu i negocjacjach partnerów społecznych i powinno mieć charakter dobrowolny;4) należy zapewnić dostępność dla wszystkich zatrudnionych w przedsiębiorstwie;5) transparentność i związanie z długoterminową strategią rozwoju przedsiębiorstwa. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 73 | Rada Banków Depozytariuszy | Uwaga ogólna - Rynek funduszy inwestycyjnych  | Rada pragnie jednocześnie wskazać na marginalne ujęcie problematyki funduszy inwestycyjnych w projekcie SRRK. W tym kontekście Rada zwraca uwagę na daleki od optymalnego obraz rynku tych funduszy z perspektywy depozytariuszy. Problemy te były już wielokrotnie wskazywane przez Radę przy przyjmowaniu kolejnych regulacji dotyczących tego segmentu rynku taki jak likwidacja/reprezentacja funduszu przez depozytariusza, podwójna wycena aktywów przez fundusz i depozytariusza oraz zasady klasyfikacji aktywów (w tym w szczególności środków pieniężnych). Przyjęte regulacje odbiegają od standardów stosowanych na innych rynkach kapitałowych i w naszej ocenie wymagają ponownej analizy i dyskusji bowiem sprzyjają one arbitrażowi regulacyjnemu i mogą zachęcać do ograniczania działalności na polskim rynku kapitałowym i ograniczać jego dalszy rozwój. Rada oczekuje, że inicjatywa SRRK sprawi, iż dzięki koordynacji działań w ramach SRRK i większej otwartości na postulaty uczestników rynku, nastąpi istotna zmiana podejścia regulacyjnego w tym zakresie. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 74 | Rada Banków Depozytariuszy | Uwaga ogólna - stworzenie modelu niezależnej oceny ratingowej emitowanych papierów dłużnych  | W kontekście wielu bardzo interesujących postulatów dotyczących zapewnienia transparentności rynku i ochrony interesu inwestorów szczególnie indywidualnych, dziwi też brak odniesienia się do podejmowanych już w przeszłości prób stworzenia modelu niezależnej oceny ratingowej emitowanych papierów dłużnych. Wydaje się, iż inicjatywa zmierzająca do wprowadzenia niezależnego, dostępnego, czyli również taniego, sposobu oceny wiarygodności kredytowej emitentów miałaby istotne znaczenie dla rozwoju tego segmentu rynku, stąd dziwi brak inicjatywy lub raczej brak wzmianki o kontynuacji takich inicjatyw podejmowanych przez instytucje infrastrukturalne np. z grupy GPW. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. Wspomniane działania są już prowadzone przez Polska Agencję Ratingową. |
| 75 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.1.2.3 Tematyczne grupy robocze przy RRRF | Odnosząc się do wykorzystania dorobku i kompetencji uczestników rynku kapitałowego, należy zaznaczyć, że priorytetem powinno być oparcie działalności nowych grup roboczych na dorobku dotychczasowych prac zespołów o podobnych celach i strukturze. W niektórych przypadkach nie zachodzi potrzeba powoływania nowych grup, a jedynie przemianowanie już istniejących. Do takich grup należą przykładowo:- Zespół roboczy ds. rozwoju FinTech przy KNF,- Zespół roboczy ds. blockchain i kryptowalut przy KNF- Grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain przy Ministerstwie Cyfryzacji. | Uwaga **przyjęta**. |
| 76 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.1.3. Koordynacja działań pomiędzy MF, NBP I KNF | Stała i efektywna współpraca między nadzorcami i regulatorem jest niezbędna i determinuje właściwe działanie rynku kapitałowego, buduje także zaufanie do rynku. Jednak pragniemy podkreślić, że mając na uwadze efektywność proponowanych rozwiązań, zasadnym jest prowadzenie konsultacji i uzgodnień z przedstawicielami organizacji rynkowych takie jak ZBP, RBD, IDM, SIG, IZFIA, Sil oraz KDPW i GPW. | Uwaga **odrzucona** – tworząc akty prawne oraz uczestnicząc w pracach unijnych, MF konsultuje się z przedstawicielami rynku. |
| 77 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.3.1 Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru | **a) Zmiana sposobu finansowania KNF i wprowadzenie wymogów w odniesieniu do poziomu świadczenia usług** - w kontekście zawierania przez KNF z podmiotami rynkowymi umowy, która m.in. zapewni efektywność pracy, określi warunki pracy i wymagania dotyczące poziomu świadczenia usług, której propozycja wdrożenia będzie bazowała w konwencji umowy tzw. SLA, na mocy której m.in. (i) zostaną określone maksymalne terminy na przeprowadzenie analizy dokumentów, (ii) KNF będzie wydawała pisemne wytyczne w celu zagwarantowania stabilności i pewności prawa, (iii) zostaną wdrożone ramy regulacyjne dotyczące luk w zakresie niektórych produktów czy (iv) przygotowania i publikacji wzorców dokumentów, zwracamy uwagę, iż wymieniony w tym punkcie katalog nie obejmuje szeregu problemów rynku kapitałowego, które w naszej ocenie powinny zostać uwzględnione w finalnej wersji strategii, w szczególności dotyczących m.in. działalności banku jako depozytariusza funduszy inwestycyjnych. Rada Banków Depozytariuszy zgłasza w tym miejscu postulat uwzględnienia propozycji Rady w zakresie implementacji tzw. dobrych praktyk rynkowych działalności banku depozytariusza i gotowa jest kontynuować prace w tym zakresie z KNF.**b) Zapewnienie przejrzystości i proporcjonalności nadzoru** - w odniesieniu do postulatu zapewnienia przejrzystości i proporcjonalności nadzoru postulujemy zapewnienie proporcjonalności kar nakładanych na podmioty nadzorowane przez KNF. Regulacje wspólnotowe przewidują nakładanie kar administracyjnych w wysokościach sięgających w niektórych przypadkach setek milionów złotych. Mimo określenia górnej granicy takich kar, nie jest określona żadna gradacja przewinień i stosownych do tych przewinień kar. Taki stan uniemożliwia efektywne zarządzanie ryzykiem niefinansowym, a w konsekwencji może prowadzić do zachwiania stabilności finansowej nadzorowanych podmiotów nawet w sytuacji wolnej od incydentów. Jako przykład należy podać regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych (TFI i depozytariusze) a także MAR. Proponujemy dopisanie do działań SRRF działanie polegające na stworzeniu „taryfikatora” kar nakładanych za określone rodzaje przewinień. | a) Uwaga **przyjęta** do wiadomości. b) Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 78 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.3.2.Unikanie gold-platingu w regulacjach krajowych | W odniesieniu do zagadnienia unikania gold-platingu jako przykład warto wskazać: Ustawę o funduszach inwestycyjnych - art. 72.1.10. Ustawy o funduszach inwestycyjnych, który nakłada na depozytariuszy obowiązek zapewnienia działania funduszu zgodnie z przepisami prawem również w zakresie nie dotyczącym działalności depozytariuszy. Jest to rozwiązanie bez precedensu wśród krajów w których implementowane były te same dyrektywy UE (UCITS V/AIFMD). Jest to swoisty „outsourcingu” działalności nadzorczej KNF na podmioty komercyjne. Rozwiązania takie skutkują powstaniem strukturalnego konfliktu interesów pomiędzy podmiotem nadzorującym a nadzorowanym w sytuacji, gdy podmioty te powiązane są relacjami handlowymi. Ponadto koszt takiego nadzoru ulega zwielokrotnieniu wskutek wykonywania tego nadzoru zarówno przez KNF jak i „nadzorców komercyjnych”. | Uwaga **wyjaśniona**. Na konferencji uzgodniono dodanie punktu: *Wypracowanie kodeksu dobrych praktyk w zakresie unikania gold-platingu i zachowania zasady proporcjonalności w krajowych regulacjach*  |
| 79 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.3.3.Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów | **a) Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu, w przypadku gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość**- Zdaniem Rady postulat ten jest chybiony.1. W polskim systemie depozytowo rozliczeniowym, papiery wartościowe zapisane na rachunkach papierów wartościowych stanowią aktywa pozabilansowe, to znaczy, że są wyłączone z masy upadłościowej podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych. W przypadku upadłości, papiery zostają na rachunku posiadacza, i w przypadku cofnięcia zezwolenia KNF na prowadzenie rachunków, administrowanie tymi rachunkami przejmuje inny podmiot wyznaczony przez KNF, co pozwala na odzyskanie kontroli nad tymi papierami. Oczywiście, mogą wystąpić chwilowe niedogodności w momencie takiej zmiany, lecz proponowane rozwiązanie im nie zapobiega.2. Obecnie istnieje możliwość prowadzenia indywidualnego konta podmiotowego na poziomie KDPW więc od strony technologicznej nie potrzeba żadnych zmian. Oczywiście prowadzenie indywidualnego konta wiąże się z dodatkowym kosztem stąd też podwyższona cena takiej usługi jest całkowicie uzasadniona.3. W dotychczasowej historii polskiego rynku zdarzenia występowały przypadki upadłości domów maklerskich i cofnięcia licencji przez KNF. Za każdym razem posiadacze rachunków odzyskiwali dostęp do swoich aktywów bez nadzwyczajnych wysiłków. Wydaje się też, iż dla przedstawionego celu zapewnienia ciągłości działania w przypadku upadku uczestnika systemu depozytowo-rozliczeniowego możliwe są inne, równie skuteczne rozwiązania nie powodujące tak drastycznej i kosztownej ingerencji w obecnie istniejącą strukturę rachunków i procesów systemowych.**b) Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych** - Wycena aktywów funduszy inwestycyjnych służy zapewnieniu uczestnikom rzetelnej informacji o wartości aktywów funduszu przypadającej na posiadane przez uczestnika jednostki/certyfikaty. W sytuacji rynku niepłynnego, wartość godziwa powinna być ustalana modelowo przy uwzględnieniu czynników fundamentalnych oraz okołorynkowych. Przymus stosowania wyceny rynkowych przy niewystarczającej płynności byłby przeciwskuteczny. W żadnym, wypadku interes organizatora rynku (tu GPW) nie może być wyznacznikiem dla forsowania jakiejkolwiek metody rynkowej i zasada ta powinna być konsekwentnie egzekwowana przez KNF. | Uwaga **przyjęta** w całości. |
| 80 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.3.4 Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu rozwój rynku | **a) Rejestr posiadaczy papierów wartościowych** - Dyrektywa o szczególnych prawach akcjonariuszy przewiduje jawność wobec emitenta akcjonariuszy posiadających co najmniej 0,5% akcji spółki. W tej frakcji nie mieści się z pewnością zdecydowana większość „inwestorów-klientów”. Ponadto koszt takiego rozwiązania wydaje się być niewspółmiernie wysoki w relacji do korzyści. Postulat ten można postrzegać jako przykład gold-platingu.W pracach nad projektem nowelizacji ustawy o ofercie publicznej przedstawiono konstruktywne propozycje adekwatnej implementacji SHRD poprzez system zapytań emitenta do uczestników KDPW o stan akcjonariuszy. Oczywiście na warunkach komercyjnych. W projekcie SRRK zaproponowano bardzo szczegółowe rozwiązanie (vide pkt 4.3.3), które w naszej ocenie nie powinno znaleźć się w dokumencie o charakterze programowym, choćby ze względu na potrzebę przeprowadzenia stosownych konsultacji, co do wykonalności takiego modelu.**b) Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku** - W związku z potrzebą zapewnienia rozliczenia aktywów kryptograficznych w walutach fiducjarnych, proponuję rozszerzyć Działania SRRK o zobowiązanie NBP do przeanalizowania możliwości wydawania pieniądza elektronicznego banku centralnego (CBDC) w tym przy wykorzystaniu technologii rejestru rozproszonego. Proponujemy rozszerzyć działanie o dodanie do aktywów kryptograficznych pieniądza elektronicznego w tym pieniądza emitowanego przez bank centralny. | a) Uwaga **przyjęta.** b) Uwaga **odrzucona** w związku ze zdecydowanie negatywnym stanowiskiem NBP. |
| 81 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.4.2. Zachęty podatkowe dla inwestorów | Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów - jako barierę należy wskazać praktyczne zawieszenie stosowania możliwości stosowania umów o unikaniu podwójnego opodatkowania dla podatku pobieranego u źródła spowodowane zmianą w ustawie o podatku dochodowym w 2018 r który obowiązuje od stycznia roku 2019. Taki stan rzeczy czyni polski rynek kapitałowy niekonkurencyjnym, który to stan jest pogłębiany przez skomplikowanie procesu zwrotu nadpłaconego podatku (ang. tax reclaim) poprzez podzielenie go na 2 równoległe procesy (do 2 MM oraz ponad 2 MM PLN) oraz wydłużenie czasu zwrotu tego podatku, czy też regulacje MDR wprowadzające dodatkowe i szersze w stosunku do określonych w dyrektywie wymogi dotyczące schematów podatkowych, obciążone dużą niepewnością przy jednoczesnej wysokiej penalizacji uchybień Już styczniu bieżącego roku widać było pierwsze symptomy wycofywania się zagranicznych inwestorów z rynku papierów skarbowych i proces ten może się dalej pogłębiać na kolejne segmenty rynku. | Uwaga **odrzucona**. lista zaproponowanych w dokumencie barier została zaproponowana przez uczestników polskiego rynku kapitałowego oraz szeroko skonsultowana. Nie było intencją MF ingerowanie w listę problemów podnoszonych przez uczestników rynku jako te, które najbardziej są uciążliwe w ich bieżącej działalności, a tym samym ograniczają rozwój polskiego rynku kapitałowego. |
| 82 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.5. Struktura rynku | Rada proponuje dodać działania SRRK polegające na podwyższeniu limitu emisji bez prospektu, najlepiej do maksymalnej wysokości 8 mln EUR.Limit wymogu prospektu emisyjnego jest utrzymywany w Polsce na niekonkurencyjnym poziomie 2,5 mln EUR, podczas gdy na większości rozwiniętych rynków (20 krajów) wynosi on co najmniej 5 min. Próg 8 mln EUR obowiązuje w krajach: Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Włochy, Wielka Brytania. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 83 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.5.2.3. Potencjalne rozwiązania - skarbowe produkty oszczędnościowe dla inwestorów indywidualnych | Należy uzupełnić działania o rekomendację do rozważenia tokenizacji detalicznych obligacji skarbowych z wykorzystaniem technologii blockchain.Należy także uzupełnić działania o rekomendację dotyczącą przetestowania i wykorzystania koncepcji blockchain w rozliczaniu rynku instrumentów pochodnych OTC. | Uwaga **odrzucona**. Oba postulaty zawarte są w projekcie.  |
| 84 | Rada Banków Depozytariuszy | 4.5.4. Struktura rynku - obligacje korporacyjne | W odniesieniu do działania nr 1 - obowiązkowa dematerializacja w KDPW:- monopol KDPW jest rozwiązaniem nierynkowym. Proponujemy rozszerzyć zakres podmiotów prowadzących zdematerializowaną ewidencję o inne podmioty nadzorowane w tym w szczególności uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Rozważyć należy również możliwość przeprowadzenia dematerializacji z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru, (dotyczy również innych niepublicznych papierów wartościowych). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 85 | Związek Maklerów i Doradców | Uwaga o charakterze ogólnym – rola licencjonowanych maklerów papierów wartościowych  | W opinii ZMID realizowanie celów postawionych w Strategii, w szczególności celów zwiększenia skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, a także zwiększenie płynności oraz zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce będzie pośrednio możliwe poprzez wprowadzenie możliwości pokrycia analitycznego oraz wydawania rekomendacji dla instrumentów finansowych, w szczególności akcji notowanych na GPW, przez indywidualne osoby będące jednocześnie licencjonowanymi Maklerami papierów wartościowych z uprawnieniami do doradztwa, Doradcami Inwestycyjnymi, a także posiadaczami licencji CFA i CIIA. **Do wprowadzenia omawianych zmian konieczne byłby nowelizacje Ustawy o obrocie oraz rozporządzeniach regulujących rynek kapitałowy**. Jesteśmy przekonani, że umożliwienie posiadaczom wymienionych licencji wydawania rekomendacji dla instrumentów finansowych przy odpowiedniej infrastrukturze monitorowanej i nadzorowanej przez zaufaną instytucję rynku kapitałowego (np. Giełdę Papierów Wartościowych lub KDPW) pozwoliłoby wypełnić lukę w dostępie do informacji dla inwestorów indywidualnych, a w efekcie zwiększyło zainteresowanie rynkiem kapitałowym i obroty z korzyścią dla wszystkich jego uczestników oraz gospodarki.Wierzymy, że wprowadzenie takich zmian stworzyłoby nowy zakres usług na rynku kapitałowym, zwiększyło konkurencyjność oraz zainteresowanie kwestią oszczędności i inwestycji wśród polskich obywateli. Ze strony ZMID deklarujemy pełne wsparcie i gotowość do przedstawienia ram proponowanych zmian legislacyjnych. | Uwaga **odrzucona**. Podnoszone kwestie pozostają poza zakresem niniejszego dokumentu. |
| 86 | Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych S.A. | Uwaga o charakterze ogólnym- działania legislacyjnych, które pozytywnie wpłyną na rozwój rynków towarowych i terminowych (w tym propozycje podatkowe) | Przykłady działań legislacyjnych, które powinny w ocenie Spółki pozytywnie wpłynąć na rozwój rynków towarowych i terminowych, wskazać można m.in.:•zmiana sposobu poboru podatków od transakcji rozliczanych przez spółki prowadzące izby rozliczeniowe i rozrachunkowe, który obecnie stanowi barierę dla rozwoju handlu transgranicznego oraz generuje koszty,• uwzględnienie specyfiki działalności Spółki przy projektowaniu nowych przepisów dot. tzw. split-payment’u,• wprowadzenie rozwiązań w zakresie prowadzenia rozliczeń w walutach obcych, co umożliwi IRGiT otwarcie na nowe rynki. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 87 | Rzecznik Finansowy | Uwaga o charakterze ogólnym - stabilność regulacji, zwiększenie odpowiedzialności pośredników  | 1. (…) w ocenie Rzecznika Finansowego nie mniej ważną kwestią jest dążenie do stworzenia takiego ustawodawstwa, które w możliwie najpełniejszy i najbardziej efektywny sposób będzie chronił interesy inwestorów, czym wzbudzi ich zaufanie do sektora rynku kapitałowego. Dopiero wówczas cele w postaci dbania o stabilność i przewidywalność regulacji może okazać się uzasadniona i pożądana. Stąd, Rzecznik Finansowy poddaje pod rozwagę uwzględnienie tejże kwestii poprzez uzupełnienie wykazu o działania prawotwórcze, mające na celu należytą ochronę inwestorów indywidualnych.

b) Rzecznik Finansowy pozytywnie ocenia zaproponowane dążenia do zwiększenia odpowiedzialności pośredników w zakresie rekomendowanych inwestycji przez skuteczne środki egzekwowania prawa. Może to w konsekwencji przynieść oczekiwane rezultaty w postaci minimalizacji nadużyć czy też odpowiedniej jakości przekazywanych przez pośredników informacji dotyczących danego produktu czy też usługi. Wartym rozważenia w tym aspekcie jest uwzględnienie wymogu właściwego wykształcenia lub doświadczenia zawodowego do wykonywania czynności pośrednictwa. Klient będzie miał wówczas pewność profesjonalnej obsługi już na etapie ofertowania czy też później, np. w trakcie realizacji umowy. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 88 | Rzecznik Finansowy | Uwaga o charakterze ogólnym – wymóg informowania organów o naruszeniach | Jednocześnie Rzecznik Finansowy pragnie poddać pod rozwagę uzupełnienie do niniejszego projektu o postulat skierowany do organów kontroli i organów nadzorczych dotyczący wymogu informowania (np. na swoich stronach internetowych) o naruszeniach, które dostrzegł organ w ramach działalności określonego podmiotu rynku kapitałowego, w wykonaniu przedmiotowych działań, które mogą też mieć wpływ na sytuację konsumenta. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 89 | Rzecznik Finansowy  | Uwaga o charakterze ogólnym – działania edukacyjne | Rzecznik Finansowy pragnie poddać pod rozwagę pomysł zintensyfikowania edukacji już na etapie edukacji szkolnej, w celu zwiększania świadomości młodych ludzi, którzy w przyszłości będą korzystać z usług finansowych. Ponadto wartym rozważenia jest również pomysł regularnego prowadzenia kampanii informacyjnych w środkach masowego przekazu, które informowałyby odbiorców o przysługujących im prawach oraz o działaniach, które mogłyby podjąć w celu ich ochrony. | Uwaga **przyjęta**. |
| 90 | BondSpot | Pkt 4.4.3. (str. 48) - zwolnienie z podatku transakcji repo | 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 reaktywancji 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 i 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.Dodatkowo, w zakresie warunku dotyczącego dokumentacji, na podstawie których zawierane byłyby transakcje wyłączone z podatku, proponujemy wskazać, że powinny być one zakontraktowane w oparciu o wystandaryzowaną umowę (np. GMRA lub równoważną wystandaryzowaną krajową umowę ramową). | Uwaga **przyjęta**.  |
| 91 | BondSpot | Pkt 4.5.2.2. (str. 55) - miejsce zawierania transakcji repo | BondSpot S.A. proponuje aby w ust. 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. | Uwaga **odrzucona**. W projekcie istnieje taki zapis. |
| 92 | BondSpot | Pkt 4.4.2. (str. 48) - zachęty podatkowe dla inwestorów | 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 czasu. 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 utrzymania odpowiedniego okresu inwestycji. | Uwaga **odrzucona**. Postulat spowodowałby zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 93 | BondSpot | Pkt 4.5.4.2. (str. 59) - obligacje korporacyjne - wtórny rynek publiczny | BondSpot S.A. proponuje 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. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 94 | BondSpot | Pkt 4.5.5. (str. 60) - instrumenty pochodne | 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. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 95 | BFG | Uwaga ogólna - Zbyt ambitny horyzont czasowy realizacji celów | Wydaje się, że horyzont czasowy dla niektórych celów opisanych w Strategii został przyjęty dość ambitnie - dla przykładu:1. zakłada się, że stopa oszczędności gospodarstw domowych stanowiących podstawowe źródło finansowania inwestycji kapitałowych ma wzrosnąć trzykrotnie do roku 2025 (z obecnego poziomu 2,6% dochodu brutto do dyspozycji do ok. 8%), zaś 4- krotnie do roku 2030 (do 11%). Wymagałoby to z jednej strony zapewnienia odpowiedniego wzrostu dochodów, by faktycznie wytworzyła się odpowiednia ich nadwyżka w stosunku do kosztów utrzymania gospodarstw domowych, rosnących na skutek takich czynników, jak np. rosnące standardy życia, procesy inflacyjne, wymogi ochrony środowiska podnoszące m.in. koszty mieszkalnictwa czy transportu, starzenie się ludności, pociągające za sobą rosnące wydatki na ochronę zdrowia i opiekę. Realizacja tego celu strategii wymaga więc z jednej strony takiej dynamiki rozwoju realnej gospodarki, która zapewniłaby odpowiedni wzrost wynagrodzeń i pochodnych składników dochodów, a z drugiej strony stworzenia zachęt w postaci atrakcyjnego poziomu oprocentowania długoterminowych oszczędności czy ograniczenia ryzyka inwestowania na rynku kapitałowym (oferta odpowiednich bezpiecznych instrumentów finansowych);
2. zwiększenie wskaźnika kapitalizacji spółek giełdowych w relacji do PKB z obecnych 35% do 50% w roku 2025 i 75% w roku 2030 (przekraczając aktualny średni poziom w UE: 71%) to raczej ambitne założenie, którego realizacja wymaga rozpoznania przyczyn i przełamania aktualnych trendów, sprowadzających się do stagnacji liczby notowanych spółek, zmniejszającej się liczby prowadzonych rachunków papierów wartościowych, coraz mniej licznych emisji pierwotnych (IPO);
3. postulat wzrostu o 100% współczynnika płynności obrotu w najważniejszych kategoriach aktywów może stać w sprzeczności z preferowanym długoterminowym charakterem inwestowania.
 | Uwaga **odrzucona** – kwestia mierników celów i założeń została przeanalizowana przez MF. |
| 96 | BFG | Uwaga ogólna | Realizacja strategii wymaga kompromisowych rozwiązań wyłaniających się sprzeczności, w tym np. ze względu na:- sprzeczność celów między akcjonariuszami większościowymi (Skarb Państwa, korporacje), a akcjonariuszami indywidualnymi (drobnymi) w kwestii polityki informacyjnej czy polityki podziału zysków;- sprzeczność między postulatem zwiększania transparentności (coraz bardziej skomplikowane standardy rachunkowości, wymogi w zakresie raportowania) a działaniami na rzecz odbiurokratyzowania i zmniejszania kosztów;- wdrażanie standardu raportowego XBRL - na jego wprowadzeniu zyska nadzór profesjonalni inwestorzy (otrzymując standardowe raporty wygodne do agregacji danych i prac analitycznych), natomiast inwestorzy detaliczni staną przed koniecznością zdobycia i opanowania nowych narzędzi informatycznych (punkt 4.3.1). | Uwaga **odrzucona**. W odniesieniu do pierwszego tiret uwaga niezrozumiała (brak przedstawiciela BFG na konferencji uzgodnieniowej). Natomiast w odniesieniu do tiret 2 i 3 –SRRK proponuje na tym etapie jedynie kierunkowe rozwiązania. Szczegółowe rozwiązania będą wypracowane na etapie realizacji projektu. |
| 97 | BFG | Uwaga ogólna – dot. m.in. jednolitej licencji bankowej i ochrony inwestorów | Objęcie działalności brokerskiej banków jedną wspólną licencją, w przeciwieństwie do aktualnego odizolowania, może skutkować koniecznością podjęcia dodatkowych działań na rzecz zapewnienia właściwej ochrony klientów (punkt 4.5.6.5). W związku z powyższym zasadne jest pytanie, czy oszczędności wynikające z cięć kosztów (związanych np. z utrzymywaniem odrębnej struktury organizacyjnej, infrastruktury biurowej, wydzielonych systemów IT) zrównoważą ww. ryzyko. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 98 | ACI | Uwaga ogólna – opodatkowanie transakcji repo | Zwolnienie z podatku od transakcji repo wpisuje się w postulaty rynku. Zwracamy jednak uwagę, że bez równoczesnego zwolnienia transakcji depozytowych tworzymy ryzyko o charakterze systemowym. Proces tworzenia stawek WIBOR będzie zakłócony poprzez osłabienie rynku bazowego. Banki nie będą mogły wprost wykorzystać transakcji repo jako wsparcia w budowie kwotowania z uwagi na odmienne aspekty ekonomiczne transakcji wynikające z braku opodatkowania. Jednocześnie proces licencjonowania GPWB może zostać zakłócony poprzez istotną zmianę mającą wpływ na rynek. Ciągłość stawki WIBOR jest sprawą fundamentalną dla polskiego rynku. Odbudowa samego rynku repo ma w tym przypadku mniej istotne znaczenie.Ponadto chcielibyśmy zgłosić swoją obawę iż zwalniając z podatku transakcje zawarte wyłącznie na platformie obrotu oraz rozliczane za pośrednictwem CCP, może pojawić się ryzyko arbitrażu podatkowego i dyskryminacji podmiotów, które nie mogą lub nie będą miały możliwości zawierania transakcji na za pośrednictwem platformy obrotu i rozliczania ich za pośrednictwem CCP. Obawiamy się, iż proponowane przez SRRK może doprowadzić do dyskryminacji niektórych podmiotów.Tym samym, biorąc powyższe pod uwagę rekomendujemy rozszerzenie skali zwolnienia z podatku nie tylko transakcji Repo spełniających warunki zwolnienia podatkowego opisanego w Strategii, ale również transakcji zawieranych z innymi podmiotami oraz transakcji rynku pieniężnego. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 99 | KDPW | Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu, w przypadku gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość (pkt. 4.3.3, str. 41-42) | 1. Głównym celem wdrożenia koncepcji sponsorowanego rachunku papierów wartościowych jest zapewnienie szybkiego przeniesienia papierów wartościowych klienta w sytuacji niewypłacalności uczestnika do innego uczestnika.

2) Słabe strony rozwiązania dotyczącego sponsorowanego rachunku papierów wartościowych:a) Poza aktywami finansowymi zarejestrowanymi w systemie KDPW, na rachunku inwestycyjnym inwestora u uczestnika, będą znajdowały się również aktywa zarejestrowane w innych systemach rejestracji (papiery wartościowe zagraniczne nie dostępne w KDPW i nie obsługiwane przez połączenia operacyjne KDPW). Aktywa te nie mogłyby być zapisane na sponsorowanym rachunku papierów wartościowych w KDPW. Prowadziłoby to do sytuacji, w której ten sam właściciel papierów wartościowych miałby dwa rachunki papierów jeden dla rejestrowanych w KDPW, dugi zaś dla innych zagranicznych papierów wartościowych (dublowanie rozwiązań).b) Zaproponowany w Strategii model sponsorowanego rachunku papierów wartościowych, mógłby prowadzić do konieczności dublowania niektórych procesów operacyjnych w systemach po stronie KDPW i po stronie uczestników KDPW (np. obsługa podatków, realizacja wymogów regulacyjnych wynikających z przepisów o charakterze ponadkrajowym, tj.: AML, FATCA oraz EuroFATCA). Prowadziłoby to do wzrostu kosztów funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego oraz do osłabienia pozycji konkurencyjnej KDPW wobec zagranicznych CSD, w wyniku konieczności utrzymywania kosztownego rozwiązania.c) Po ogłoszeniu upadłości uczestnika wygasają pełnomocnictwa uczestnika i nadane przez niego upoważnienia, w tym potencjalnie dla inwestora konta sponsorowanego. Wobec tego klient, niebędący uczestnikiem KDPW nie mógłby złożyć instrukcji przeniesienia papierów wartościowych do nowego uczestnika w wyniku upadłości dotychczasowego uczestnika.3) Propozycja KDPW:a) Ograniczenie zapisów SRRK do głównych założeń dla realizacji celu, jakim jest możliwość przeniesienia aktywów inwestora w ciągu dnia, w którym zostanie uzyskana zgoda innego uczestnika KDPW na transfer papierów wartościowych oraz usunięcie z dokumentu Strategii innych proponowanych rozwiązań, które nie muszą być szczegółowo definiowane na poziomie SRRK, ponieważ mogą przybrać odmienny kształt w wyniku ich uzgadniania. W związku z powyższym proponuje się modyfikację następującego akapitu na str. 41/42:*„Aby uniknąć konieczności zmiany obecnej struktury rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez uczestników KDPW, ~~jednym z możliwych~~ koniecznym jest wypracowanie rozwiązań ~~jest~~ w oparciu o prowadzone już indywidualne konta depozytowe w KDPW, umożliwiając przeniesienie aktywów klienta upadłego uczestnika w ciągu tego samego dnia, w którym zostanie uzyskana zgoda innego uczestnika KDPW na transfer papierów wartościowych tego klienta. Docelowe rozwiązane powinno być uzgodnione w ramach tematycznych grup roboczych, koordynowanych przez zespół ds. zarządzania projektem SRRK. ~~aby uczestnicy KDPW mogli otwierać i prowadzić dla swoich klientów indywidualne konta depozytowe w KDPW w imieniu inwestora decydującego się na opcję wydzielenia rachunku. Każdy inwestor, dla którego zostanie otwarte takie indywidualne konto depozytowe, powinien uzyskać sponsoro wane przez właściwego dla niego uczestnika KDPW prawo wglądu do takiego konta, jednakże bez możliwości dostępu do niego, chyba że dojdzie do naruszenia. Opłaty pobierane przez KDPW lub uczestników KDPW powinny być na racjonalnym poziomie aby nie zniechęcić inwestorów do otwierania kont.~~**~~Dostęp inwestora do indywidualnego konta depozytowego mógłby być autoryzowany (sponsorowany) przez uczestnika KDPW, który będzie odwzorowywał stan posiadania na indywidualnym koncie depozytowym w KDPW z rachunkiem papierów wartościowych prowadzonym przez siebie dla danego inwestora.~~—~~Uczestnicy KDPW powinni ponosić odpowiedzialn ość~~—~~zgodnie~~—z—~~Regulaminem~~—~~KDPW~~—za—~~bieżące~~—~~uzgadnianie~~—sald—na ~~indywidualnym koncie depozytowym na poziomie KDPW oraz na lustrzanym rachunku papierów wartościowych na poziomie uczestników KDPW w celu zapewnienia, że w przypadku naruszenia zobowiązań informacje w KDPW będą w pełni wiarygodne i aktualne. Dany uczestnik~~—~~KDPW powinien~~—~~wykonywać~~—~~wszystkie~~—~~zobowiązania~~—~~dotyczące~~—~~procedury identyfikacji i pozostałe zobowiązania wobec inwestora. Jednocześnie uczestnik KDPW powinien uzyskać od inwestora instrukcję przeniesienia papie rów wartościowych do innego uczestnika KDPW, która powinna zostać dostarczona i przechowywana przez KDPW do czasu ewentualnego naruszenia zobowiązania przez uczestnika KDPW prowadzącego dla danego inwestora rachunek papierów wartościowych, przy czym inwestor potwierdzałby zlecenie przeniesienia bezpośrednio w KDPW. W związku z tym inwestor byłby wstępnie upoważniony przez uczestnika KDPW do uruchomienia zlecenia przeniesienia. W przypadku naruszenia zobowiązań przez uczestnika KDPW, inwestor powinien móc zlecić prze niesienie swoich papierów wartościowych do innego uczestnika KDPW bezpośrednio w KDPW oraz przekazać kolejne instrukcje przeniesienia do konkretnego nowego uczestnika KDPW, z którym zawrze umowę o prowadzenie rachunków papierów wartościowych.~~**~~Krajowy Depozyt powinien wykonać przeniesienie zgodnie z instrukcją, jeżeli uczestnik KDPW zostanie zawieszony z powodu naruszenia zobowiązań (wyjątek od zasady, że saldo na rachunku papierów wartościowych decyduje o ich własności).~~**~~W celu zapewnienia sprawnego funkcjonowania takiego modelu KNF powinna również wprowadzić regulowaną umowę dotyczącą szczegółowych warunków świadczenia usług, zgodnie z którą wszyscy uczestnicy KDPW powinni przetwarzać rozliczenia w ramach własnej ewidencji w ciągu 5 minut od wykonania rozrachunku w KDPW, a KDPW powinien dokonywać rozliczenia bezpośrednio na sponsorowane rachunki papierów wartościowych (włączając w to wykonywa nie uprawnień korporacyjnych). Przypadki naruszeń po stronie inwestorów powinny automatycznie trafiać do rejestru błędów, aby zapobiec sytuacji, w której dany uczestnik KDPW zostałby~~—~~niezabezpieczonym~~—~~wierzycielem.~~—~~Dzięki~~—~~temu~~—~~ostateczność~~—~~rozrachunku następowałaby~~—~~niemal jednocześnie~~—z—~~przeniesieniem~~—~~tytułu~~—~~prawnego~~—do—~~papieru wartościowego”.~~*b) Obecnie możliwe jest przenoszenie papierów wartościowych klienta na mocy decyzji administracyjnej wydanej przez KNF, w sytuacji niewypłacalności uczestnika do innego uczestnika. Nasze doświadczenia wskazują na efektywność tego procesu, szczególnie w sytuacji gdy transfer aktywów następuje w okresie uporządkowanej restrukturyzacji, przed ogłoszeniem upadłości uczestnika. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 100 | KDPW | Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów (4.3.3, str. 42) | 1) Proponuje się dodanie nowego działania w dokumencie Strategii po podrozdziale dotyczącym „Zapewnienia przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu ...”, w poniższym brzmieniu:Wprowadzenie regulacji zapewniających efektywność prawną w sytuacji upadłości uczestników rozliczających lub KDPW\_CCP.Dotychczasowe przepisy prawa krajowego nie zapewniają pełnej efektywności prawnej w zakresie skuteczności niektórych działań CCP (kontrahenta centralnego) w przypadku ogłoszenia upadłości podmiotu (banku, firmy inwestycyjnej, instytucji kredytowej, zagranicznej firmy inwestycyjnej) będącego uczestnikiem rozliczającym w systemie rozliczeń prowadzonym przez CCP. W razie upadłości takiego uczestnika, CCP powinien przeprowadzić działania w ramach procedury na wypadek niewykonania zobowiązania przez uczestnika rozliczającego, o której mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 648/2012 („EMIR”), mające na celu ograniczenie strat i presji na płynność wynikających z niewykonania tego zobowiązania, a także zapewnienie kontynuacji działalności CCP oraz nienarażanie na straty innych uczestników systemu rozliczeń. W związku z tym CCP podejmuje określone w tym celu działania, jak rozwiązanie umowy z uczestnikiem rozliczającym, w stosunku do którego ogłoszono upadłość, transfer pozycji i zabezpieczeń do innego uczestnika rozliczającego (porting), czy też zawieranie transakcji „odwrotnych” w celu zamknięcia pozycji rozliczeniowych. Skuteczność tych działań powinna być w pełni zapewniona na poziomie przepisów ustawy, aby były one możliwe do wyegzekwowania w każdych skrajnych warunkach. Brak efektywności prawnej w tym zakresie może stanowić barierę w zakresie pełnego korzystania z usług KDPW\_CCP, w szczególności przez uczestników zagranicznych. Stąd w przypadku upadłości uczestnika rozliczającego:a) Należy zapewnić niepodważalność pełnomocnictw udzielonych przez upadłego w systemach rozliczeń powinna być, na poziomie przepisów prawa krajowego, w pełni zapewniona niezależnie od okoliczności (dotyczy pełnomocnictw upoważniających do wprowadzania do systemu CCP zleceń, na podstawie których dokonuje się rozliczeń transakcji, pełnomocnictw do zawarcia transakcji odwrotnej w celu zamknięcia pozycji tego uczestnika, do przeniesienia praw i obowiązków wynikających z pozycji zarejestrowanych na koncie rozliczeniowym prowadzonym dla tego uczestnika wraz z zabezpieczeniem);b) CCP powinno mieć zapewnioną, na poziomie przepisów prawa krajowego, pełną skuteczność rozwiązania umowy o uczestnictwo i rozwiązania rozliczanych transakcji, powstrzymania się z wykonywaniem umowy o uczestnictwo (przyjmowania kolejnych transakcji do rozliczenia), a także kompensacji dokonanej przed ogłoszeniem upadłości oraz w ramach klauzuli kompensacyjnej po ogłoszeniu upadłości (close out netting). Dlatego też obecne odwołanie do odpowiedniego stosowania przepisu prawa upadłościowego, który jest właściwy dla umów bilateralnych na rynku międzybankowym, powinno zostać zastąpione przepisami adresowanymi wyłącznie dla działań CCP w tym zakresie;c) Należy zapewnić na poziomie przepisów prawa krajowego, aby skuteczność transferów pozycji klientów znanych CCP oraz przypisanych im zabezpieczeń, na żądanie tych klientów, nie mogła być podważana niezależnie od okoliczności. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 101 | KDPW | Rejestr posiadaczy papierów wartościowych (pkt. 4.3.4, str. 45-46, pkt. 4.5, str. 51, pkt. 4.5.8.1,str. 66-67) | 1. Rejestrem posiadaczy papierów wartościowych miałyby zostać objęte spółki publiczne (akcje zarejestrowane w systemie depozytowym) oraz ewentualnie również spółki niepubliczne. Rozwiązania planowane do wprowadzenia w KSH dla spółek niepublicznych w przypadku prowadzenia rejestru przez Krajowy Depozyt powinny być zbliżone do rozwiązań występujących dla spółek publicznych.
2. KDPW jest za pełnym wdrożeniem rozwiązań wynikających z zapisów dyrektywy SRD, które daje narzędzie emitentom do pozyskiwania danych o akcjonariuszach od 09.2020 r. Informacja o akcjonariuszach jest pozyskiwana na każde żądanie emitenta, a częstotliwość tych żądań nie jest w żaden sposób ograniczona. W szczególnym przypadku żądanie może być zgłaszane codziennie. Inne rozwiązania będą prowadziły do gold platingu, co, zgodnie ze SRRK, oceniane jest jako niesprzyjające rozwojowi polskiego rynku kapitałowego.
3. Propozycja wprowadzenia do polskiego porządku prawnego rejestru posiadaczy papierów wartościowych uaktualnianego na koniec każdego dnia roboczego, dla wszystkich spółek, bez względu na zapotrzebowanie biznesowe ze strony emitenta, wydaje się być bardzo kosztowna dla polskiego rynku i nieuzasadniona.

4) Słabe strony proponowanego rozwiązania:a) Dublowanie informacji o akcjonariuszach na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez uczestników KDPW oraz w KDPW.b) Ponadto, zagraniczne podmioty posiadające rachunki zbiorcze w polskim systemie ewidencji, nie są zobowiązane regulacjami europejskimi do codziennego dostarczania informacji o akcjonariuszach na wezwanie KDPW, o ile nie wynika ono bezpośrednio z żądania emitenta.c) Realizacja idei utworzenia takiego rejestru, poza zwiększeniem obciążeń związanych z posiadaniem statusu spółki publicznej, może prowadzić do zmniejszania liczby rachunków zbiorczych, a tym samym do zmniejszenia bazy inwestorów zagranicznych nabywających akcje na rynkach prowadzonych przez GPW za pośrednictwem rachunków zbiorczych, ponieważ część z nich nie zechce realizować obowiązku ujawniania się wymuszonego prawem polskim. Mogłoby to negatywnie wpłynąć na płynność na tych rynkach. Alternatywą do takiej sytuacji mogłoby by być brak dostarczania informacji o akcjonariuszach, których papiery są zapisane na rachunkach zbiorczych, posiadanych przez podmioty zagraniczne, na bazie codziennej. Spowodowałoby to, że rejestr akcjonariuszy byłby niepełny, a więc mniej przydatny dla emitentów papierów wartościowych. Istnieje też zagrożenie osłabienia polskich domów maklerskich i banków, a być może nawet GPW, w sytuacji gdyby inwestorzy krajowi, którzy nie chcieliby się ujawniać, dokonaliby zamknięcia rachunków papierów wartościowych w Polsce i otworzyliby te rachunki w zagranicznych firmach inwestycyjnych, przenosząc swoje aktywa na rachunki zbiorcze. Dodatkowo tacy inwestorzy mogliby stosować strategie ograniczania inwestycji na rynku polskim i zwiększania zaangażowania na rynkach zagranicznych. 5) Propozycja KDPW:Wykreślenie koncepcji codziennej aktualizacji rejestru z dokumentu Strategii na rzecz identyfikacji akcjonariuszy na każde żądanie emitenta zgodnie z wymogami dyrektywy SRD. Proponujemy modyfikację pierwszego akapitu na str. 46, na następujący: *„Wzmocnienie przejrzystości pomiędzy relacjami emitentów i inwestorów oraz budowa rozwiniętych relacji inwestorskich na polskim rynku kapitałowym wymaga wprowadzenia już na etapie implementowania przepisów dyrektywy o prawach akcjonariuszy regulacji ułatwiających prowadzenie przez emitentów programów lojalnościowych i gwarantujących możliwość pozyskania z KDPW informacji o swoim akcjonariacie. ~~Na dalszym etapie należy wprowadzić do polskiego porządku prawnego rejestr posiadaczy papierów wartościowych uaktualniany na~~—~~koniec każdego~~—dnia—~~roboczego~~—~~(niekoniecznie przechowujący dane historyczne) przy założeniu, że koszt prowadzeniu rejestru nie będzie nadmiernie obciążający dla emitentów. Rejestr powinien być obsługiwany przez KDPW z wykorzystaniem zapisów na rachunkach papierów wartościowych (nie zaś osobnych zapisów prowokujących powstawanie błędów w uzgodnieniach). W przypadku korzystania ze sponsorowanych rachunków papierów wartościowych w KDPW, zapisy te powinny być wprowadzane do rejestru w celu ułatwienia bezpośredniej relacji z emitentem.~~ W przypadku rejestrowania akcji spółek niepublicznych w KDPW, należałoby wprowadzić ~~rozważyć~~ również możliwość pozyskiwania przez emitenta informacji o akcjonariuszach na jego żądanie ~~włączenie do powyżej opisywanego rejestru akcji spółek niepublicznych,~~ w sposób zbliżony do rozwiązań dla spółek publicznych (biorąc pod uwagę prace Ministerstwa Sprawiedliwości w tym zakresie)”.*Usunięcie w punkcie: Dematerializacja i rejestracja (str. 51) sformułowania: „*opartych na strukturach rejestrów typu direct holding”.* Usunięcie definicji *„direct holding”* (str. 76)Modyfikację fragmentu dotyczącego „Rejestru posiadaczy papierów wartościowych i usługi dotyczące relacji inwestorskich na następujący fragment, str. 66:*„Propozycja (~~szczegółowo~~ opisana w punkcie 4.3.4.) ta dotyczy wprowadzenia możliwości pozyskania informacji o akcjonariuszach na bazie rozwiązań wynikających z zapisów dyrektywy SRD, ~~, ze sponsorowanymi rachunkami papierów wartościowych w KDPW, tworzeniem aktualizowanym na bieżąco rejestrem emitentów~~, oraz przenoszenia em portfela papierów wartościowych w przypadku niewypłacalności uczestnika KDPW. Rozwiązanie takie daje narzędzie emitentom do pozyskiwania danych o akcjonariuszach na każde ich żądanie. W szczególności żądanie może być zgłaszane codziennie, jeżeli zachodzi taka potrzeba biznesowa po stronie emitenta. Ostatnio wprowadzone zmiany w prawie w postaci utworzenia rejestru nieudziałowych papierów wartościowych w KDPW78 oraz planowana implementacja dyrektywy w sprawie praw akcjonariuszy stanowią bazę dla wprowadzenia powyższych funkcjonalności”* | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 102 | KDPW | Transakcje repo: Zwolnienie z podatku od niektórych instytucji finansowych (4.4.3, str. 48);Potencjalne rozwiązania - struktura rynku transakcji repo (pkt. 4.5.2.2, str. 55) | GK KDPW pragnie zwrócić uwagę na pozytywny efekt jaki może przynieść zwolnienie z podatku bankowego transakcji repo, zawieranych na rynku zorganizowanym (rynek regulowany, MTF-y, OTF-y), które to transakcje mają być rozliczane w CCP. Doprowadzi to do zwiększenia transparentności tego rynku, wzrostu obrotów na obligacjach Skarbu Państwa oraz przyniesie pozytywne efekty związane z wielostronnym nettingiem papierów wartościowych w postaci zmniejszenia ekspozycji ryzyka uczestników rynku w stosunku do transakcji zawieranych na rynku OTC i rozliczanych bilateralnie.KDPW proponuje aby zwolnienie z podatku bankowego dla transakcji repo rozliczanych w CCP nie było uzależnione od stosowania standardu GMRA. Standard GMRA dotyczy bilateralnych transakcji repo zawieranych pomiędzy uczestnikami. W przypadku skierowania rozliczeń transakcji repo do CCP, wygasają wcześniejsze umowy pomiędzy uczestnikami transakcji, ponieważ dla każdego z nich nową stroną transakcji staje się CCP. KDPW\_CCP w wyniku nowacji staje się centralnym kontr- partnerem, a uczestnik stosuje się do regulaminu KDPW\_CCP. Rozwiązanie takie z sukcesem funkcjonuje dla rozliczeń transakcji pochodnych OTC, bilateralnie zawieranych w oparciu o standard wypracowany przez ISDA. Należy podkreślić, że co do zasady regulacje KDPW\_CCP, które stają się standardem dla transakcji po nowacji respektują zapisy standardowych umów transakcji zawieranych bilateralnie, wypracowanych przez środowiska zrzeszające kontrahentów, co potwierdzane jest przez akceptację regulacji w ramach konsultacji z Komitetem d/s Ryzyka KDPW\_CCP, w skład którego wchodzą także ich przedstawiciele. zwolnienie podatkowe powinno być zatem niezależne od faktu, że CCP wykorzysta standardy GMRA w swoim systemie rozliczeń.W związku z powyższym proponujemy:* + - * 1. Modyfikację akapitu na dole str. 48:

*„W związku z powyższym, proponuje się zwolnienie z podatku środków otrzymanych w wyniku transakcji repo pod warunkiem, że transakcje te będą zawierane w obrocie zorganizowanym w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (z późn. zm.) ~~zostaną przeprowadzone na unijnym rynku regulowanym lub ASO,~~ i rozliczone za pośrednictwem CCP działającego na podstawie przepisów rozporządzenia EMIR63 i ~~zakontraktowane w oparciu o standardową dokumentację GMRA~~”.** + - * 1. modyfikację treści pierwszego bulletu (str. 55 ) na następujący:

*„zawierane na podstawie standardowej dokumentacji GMRA, a w przypadku możliwości rozliczania transakcji repo przez ~~kontrahentów~~ centralnych kontrpartnerów, ~~standardowa dokumentacja zostanie przyjęta przez kontrahentów centralnych, tak aby CCP, jako podmiot dokonujący nowacji, również zawierał kontrakt według standardów GMRA,~~ wykorzystanie standardów zawartych w dokumentacji GMRA w systemie rozliczeń prowadzonym przez tych kontrpartnerów”*Według opinii KDPW, proponowane w strategii zniesienie podatku bankowego dla transakcji repo, w przypadku dokonywania rozliczeń tych transakcji w CCP, może okazać się niewystarczające dla zachęcenia uczestników do zawierania transakcji długoterminowych, o zapadalności powyżej 1 tygodnia. Transakcje takie stanowią od lat marginalny procent transakcji repo i SBB, nawet przed wprowadzeniem podatku bankowego. Propozycja KDPW:a) Kontynuowane działań związanych z wydłużeniem zapadalności transakcji repo w ramach tematycznych grup roboczych, koordynowanych przez zespół ds. zarządzania projektem SRRK. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 103 | KDPW | Usprawnienia dotyczące pierwotnego rynku obligacji korporacyjnych (pkt. 4.5.4.1, str. 57-58) | 1) KDPW wdraża obecnie rejestr informacji o nieumorzonych obligacjach, listach zastawnych i certyfikatach inwestycyjnych polskich emitentów oraz o wielkości ich zobowiązań z tytułu tych papierów wartościowych, a także nt. zakresu i terminowości wykonywania przez nich tych zobowiązań, zgodnie z Ustawą z dnia 09.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku.2) Rozszerzenie rejestru informacji, w stosunku do wdrażanego obecnie zgodnie ze wskazaną Ustawą, do pełnej informacji o emitentach (str. 58) nt. łącznych zobowiązań finansowych emitenta, w tym kredytach i pożyczkach wszelkiego rodzaju, leasingu i faktoringu, wymaga pogłębionej dyskusji środowiskowej odnośnie zakres rejestru danych o zobowiązaniach emitentów oraz ewentualnie uzgodnienia instytucji odpowiedzialnej za jego utworzenie.3) Słabe strony proponowanego rozwiązania (str. 58):a) KDPW nie ma obecnie relacji biznesowej ze wszystkimi bankami - potencjalnymi dostawcami informacji kredytowej. Każda zmiana zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek emitenta wymagałaby codziennej aktualizacji, co może sugerować większą zasadność budowy rejestru, w tym zakresie przez sektor bankowy. Budowa takiego rejestru z informacją kredytową przez Krajowy Depozyt nie jest zgodna zarówno ze standardami świadczenia usług bankowych jak i depozytowych (ograniczenia ze strony regulacji CSDR). Oddzielny centralny rejestr dot. zobowiązań kredytowych emitentów mógłby stanowić uzupełnienie dla wdrażanego obecnie rejestru nt. emisji papierów dłużnych w KDPW. Ponadto, gromadzenie informacji finansowych o emitencie w zakresie kredytów i pożyczek, w rejestrze informacji o emitentach, mogłoby dodatkowo zniechęcić emitentów do korzystania z instrumentów rynku kapitałowego z uwagi na już sygnalizowaną nadmierną publiczną transparentność ich działań biznesowych.b) Dyskusyjne jest zwiększenie dostępu do informacji publicznej o emitencie dla inwestorów w centralnym systemie informacji, w zakresie prospektów i niestandardowych informacji dla obligacji korporacyjnych, ze względu na powielanie informacji, która znajduje się już na stronach internetowych emitentów (dublowanie kosztów). Wydaje się również mało zasadnym udostępnianie informacji nt. emisji prywatnych do publicznej wiadomości.4) Propozycja KDPW:a) Rozważenie zasadności budowy rejestru dotyczącego zadłużenia emitenta w zakresie kredytów, pożyczek wszelkiego rodzaju czy też zadłużenia zaciąganego przez emitentów poza granicami kraju, przez sektor bankowy, np. w ramach Biura Informacji Kredytowych.b) Rezygnacja z tworzenia centralnego rejestru informacji o prospektach i innych niestandardowych informacji dla obligacji korporacyjnych. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 104 | KDPW | Instrumenty pochodne OTC (pkt. 4.5.5.2, str. 61) | * 1. Wydaje się być dyskusyjną teza, że wykorzystanie i przetestowanie koncepcji blockchain dla rozliczeń kontraktów pochodnych OTC jako rozwiązania IT, może potencjalnie zrewolucjonizować strukturę rynku i wyeliminować potrzebę korzystania z usług kontrahentów centralnych. Z doświadczeń KDPW wynika, że technologia blockchain jest obecnie we wczesnej fazie tworzenia zastosowań biznesowych, jest stosowana w zakresie obrotu aktywami cyfrowymi, np. kryptowalutami, ale trudno przewidywać wpływ tej technologii na zarządzanie ryzykiem kontrahenta, w szczególności w kontekście obniżenia kosztów zabezpieczeń w przypadku braku obowiązku centralnego rozliczania w CCP.
	2. Proponujemy zatem ograniczenie opisu w Strategii do następującego akapitu:

*„Obecnie znaczna część kontraktów pochodnych OTC denominowanych w polskiej walucie rozliczana jest w brytyjskich CCP. ~~W związku z tym,~~- Jednym z celów SRRK w odniesieniu do instrumentów pochodnych OTC powinno być poszukiwanie sposobów na jest odzyskanie ich rozliczania dla na polskim ego rynku. Stosowne prace identyfikujące działania zmierzające do realizacji tego celu powinny być prowadzone w ramach jednej z tematycznych grup roboczych, koordynowanych przez zespół ds. zarządzania projektem SRRK.”* | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 105 | KDPW | Rozwój produktu za pośrednictwem infrastruktury KDPW: Euroobligacje (pkt. 4.5.8.1, str. 47, 66) | * 1. Rynek euroobligacji obsługiwany przez ICSD wydaje się być rynkiem w pełni efektywnym dla polskich emitentów listów zastawnych oraz euroobligacji. Stworzenie rozwiązania konkurencyjnego przez polski rynek, którego skala działania byłaby znacząco mniejsza od obecnego rynku euroobligacji obsługiwanego przez ICSD, wydaje się bardzo trudnym zagadnieniem.
	2. Ponadto, istotne z punktu widzenia inwestorów nabywających euroobligacje jest dopuszczenie papierów dłużnych do operacji kredytowych z Eurosystemem. Krajowy Depozyt działający na rynku polskim, znajdujący się poza strefą euro posiada ograniczone możliwości, spełnienia wymagań narzuconych przez Europejski Bank Centralny, które mogłyby zakwalifikować jego papiery dłużne do takich operacji.
	3. Propozycje KDPW:
		1. Proponuje się wykreślenie na str. 47 części zdania:

*~~„i potencjalnie uczyni z Polski alternatywę dla innych jurysdykcji, w których nie obowiązuje podatek u źródła dla emisji euroobligacji”.~~** + 1. Wydaje się jednak celowe „utworzenie grupy roboczej przy RRRF mającej określić sposoby przechwycenia części międzynarodowego rynku euroobligacji, w zakresie identyfikacji barier i zaproponowania rozwiązań skłaniających szczególnie polskich emitentów euroobligacji (w tym Skarb Państwa) lub listów zastawnych do rejestracji i wprowadzania do obrotu tych instrumentów w Polsce, oferując najszybszy proces zatwierdzania prospektów emisyjnych i najniższe koszty związane z dostępem, obrotem i rozrachunkiem (str. 66)”.
 | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 106 | KDPW | Rozwój produktu KDPW\_CCP. Dostęp do śród-dziennego kredytu NBP (4.5.8.2, str. 67). | Proponujemy zmianę pierwszego akapitu na następujący:*„KDPW\_CCP jest zobowiązany do zapewnienia możliwie bezpiecznego i efektywnego funkcjonowania tej części infrastruktury rynku finansowego, za którą odpowiada. Wymaga to w szczególności uwzględnienia potrzeb płynnościowych, jakie mogą powstawać w związku z prowadzoną działalnością rozliczeniową. KDPW\_CCP, prowadząc system zabezpieczania płynności rozliczania transakcji, akceptuje bezpieczne i płynne papiery wartościowe jako zabezpieczenie rozliczanych transakcji. ~~Dzięki temu zapewniona może być odpowiednia~~ Wspomaga to także płynność po stronie banków, firm inwestycyjnych oraz ich klientów, którzy mogą wnosić papiery na zabezpieczenie, mając pozostawione do swojej dyspozycji środki pieniężne. Rozwiązanie to co wymaga jednak uwzględnienia przez KDPW\_CCP ryzyka związanego z uzyskaniem płynności na adekwatnym poziomie. Ponadto środki tego systemu są inwestowane przez KDPW\_CCP, w celu zmniejszenia strat z tytułu ograniczonego dostępu tych podmiotów do tych środków, przez co wzrasta czasowe zapotrzebowanie KDPW\_CCP na płynność.* | Uwaga **przyjęta**.  |
| 107 | KDPW | Rozwój produktu KDPW\_CCP. Udzielanie i zaciąganie pożyczek papierów wartościowych(4.5.8.2, str. 67). | Proponujemy zastąpienie całego akapitu następującą treścią oraz umieszczenie go pod punktem 4.5.8.1. jako produkt KDPW a nie KDPW\_CCP:*„Jak wyjaśniono w punkcie 4.5.1, potrzebny jest rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych przy współpracy pomiędzy GPW, KDPW oraz KDPW\_CCP. W pierwszym etapie proponuje się wykorzystanie już istniejącej usługi zawierania, rozliczania i rozrachunku pożyczek papierów dla uczestników KDPW oraz KDPW\_CCP oraz rozszerzenia tej usługi o możliwość realizacji nowych strategii inwestycyjnych, po wprowadzeniu stosownych zmian regulacyjnych. Ważnym elementem tej usługi będzie rozliczanie i gwarantowanie pożyczek papierów wartościowych przez kontrahenta centralnego~~, w celu stworzenia usługi konkurencyjnej do już oferowanych pożyczek papierów wartościowych przez zagraniczne banki powiernicze~~. Usługa ta powinna być potencjalnie powiązana z rynkiem transakcji na tych papierach wartościowych na GPW, w celu pobudzenia rozwoju krótkiej sprzedaży. Produkt będzie wymagał konkretnego mechanizmu zapewniającego skuteczność rozrachunku transakcji otwierającej i zamykającej pożyczkę oraz budowy popytu i podaży przekładającego się na efektywną cenę za pożyczkę, ~~poszukiwaniem innych miejsc wykonania związanych z nim transakcji~~. oraz wprowadzenia mechanizmów zapewniających płynność w przypadku braku zwrotu pożyczki. W dalszym etapie należy rozważyć uruchomienie pożyczania papierów wartościowych w systemie obrotu organizowanym przez GPW”.* | Uwaga **przyjęta**.  |
| 108 | KDPW | Uwagi redakcyjne  | a) Str. 15, drugi akapit. Proponujemy następującą redakcję:„*Zakres usług świadczonych przez KDPW\_CCP obejmuje rozliczenia instrumentów w obrocie zorganizowanym (rynek giełdowy i ASO) oraz OTC (przede wszystkim rynek międzybankowy) ~~nominowanych~~ wyrażanych w walutach PLN i EUR ~~oraz instrumentów dłużnych z rynku OTC denominowanych w PLN.~~*b) Str. 60, Instrumenty pochodne na akcje (4.5.5.1), 4 punkt:*4. dywersyfikacja produktów i bazy technologicznej na GPW w celu zwiększenia gamy produktów, typów zleceń, strategii obrotu, zapewnienia technologii dostępu łączącej GPW z inwestorami korzystającymi z dostępu sponsorowanego przy wykorzystaniu możliwości rozliczeń w CCP dla różnych typów obecnych oraz nowych instrumentów finansowych ~~i zapewnienie dostępu do CCP dla instrumentów pochodnych na akcje~~,**c)* Str. 70, bullet 5 od dołu:*„rozliczanie instrumentów pochodnych OTC ~~przy użyciu blockchain~~”,*d) Str. 75, zmiana linku dla KDPW\_CCP:<http://www.kdpwccp.pl/pl/Strony/Home> ccp.aspx [~~http://www.kdpwccp.p~~l~~/p~~l~~/press/Strony/Prezentacje.aspx~~](http://www.kdpwccp.pl/pl/press/Strony/Prezentacje.aspx) | Uwaga **przyjęta**.  |
| 109 | PSIK | Uwagi ogólne  | Z zadowoleniem dostrzegliśmy, że strategia odnosi się do publicznego i niepublicznego rynku kapitałowego. Wydaje się jednak, że perspektywa rynku niepublicznego nie jest wystarczająco zaakcentowana. W większości przypadków odniesienia do rynku publicznego dotyczą niepublicznych emisji obligacji. Rynek niepubliczny pojawia się również w kontekście finansowania nowych technologii (fundusze vc, crowdfunding). Nie pojawia się natomiast rynek niepubliczny w kontekście finansowania firm na etapie ekspansji, przed wejściem na giełdę (private equity) czy infrastruktury (fundusze infrastrukturalne). Tworzenie funduszy private equity i funduszy infrastrukturalnych jest w Polsce niezwykle trudne. Dzieje się tak z dwóch powodów. Po pierwsze brak jest inwestorów krajowych do takich funduszy, po drugie brak jest instrumentów spełniających wymagania inwestorów instytucjonalnych, dla których inwestycja w takie fundusze mogłaby być elementem portfela.Inwestorami w funduszach *private equity* i funduszach infrastrukturalnych są zwykle inwestorzy instytucjonalni - banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, państwowe fundusze majątkowe itp. Świadomie wybierają oni długoterminowe instrumenty niepłynne w ramach szerokiej polityki inwestycyjnej. Mają inne wymagania, inny poziom kompetencji, potrzebują innego poziomu ochrony ze strony instytucji nadzoru. Perspektywy inwestorów instytucjonalnych niestety w strategii zabrakło.Inwestorzy instytucjonalni dziś częściej niż inwestorzy indywidualni padają ofiarą *goldplatingu.* Wynika to z faktu, że planowane regulacje odnoszą się najczęściej do abstrakcyjnego inwestora, nie dostrzegając, że pomiędzy inwestorami indywidualnymi a instytucjonalnymi istnieje przepaść wiedzy, kompetencji i potrzeb. Najlepszym przykładem nadmiarowych regulacji w stosunku do inwestorów instytucjonalnych i właśnie *goldplatingu* jest ustawa o funduszach inwestycyjnych. Prawo unijne rozróżnia dwa porządki dla funduszy UCITS i AFI. UCITS co do zasady są przeznaczone dla inwestorów indywidualnych do inwestycji w instrumenty płynne. Są silnie regulowane w zakresie polityki inwestycyjnej, dywersyfikacji, płynności itp. AFI są, co do zasady, przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych, i nie podlegają żadnej regulacji (regulacji podlegają wyłącznie zarządzający tymi funduszami). Brak unijnych regulacji AFI wynika z zasady proporcjonalności - jest to produkt dla inwestorów profesjonalnych.Pojawienie się PPK, rozwój działalności inwestycyjnej PFR i BGK, rozwój prywatnych instytucji finansowych wymaga przeglądu regulacji pod ich kątem i precyzyjnego odniesienia się do ich potrzeb i przyszłych warunków inwestycyjnych.Postulat:Utworzenie grupy roboczej ds. inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym. Grupa ta powinna się zająć przeglądem obecnie obowiązujących regulacji i nowymi instrumentami, jak choćby SICAV. Perspektywa inwestorów instytucjonalnych powinna być na rynku kapitałowym wyraźnie obecna i silnie reprezentowana. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 110 | GPW | Streszczenie | 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 111 | GPW | Rozdział 1 | 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 bezpośrednie 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. | Uwaga **przyjęta.**  |
| 112 | GPW | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 113 | GPW | 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. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 114 | GPW | Rozdział 3 | W rozdziale 3. (str. 23) drugi akapit jest powtórzeniem z tekstu na stronie 7. | Uwaga **przyjęta**. |
| 115 | GPW | 4.1.2.1. | GK GPW przychyla się do pomysłu utworzenia biura lobbingowego w Brukseli. W styczniu 2019 roku GK GPW zostało jednym z założycieli Związku Pracodawców Business Poland – biura lobbingowego działającego na rzecz polskich spółek w Brukseli. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 116 | GPW | 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.** 1. str. 29, podtytuł: „Dodatkowe uprawnienia dla GPW”
2. 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, wydanego na podstawie delegacji zawartej w art. 60 ust. 2 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej).
3. 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.”1. 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 naruszą zasady Dobrych Praktyk lub też zdecydują o trwałym ich niestosowaniu.”1. 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 grzywny 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 umożliwiałyby 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.
1. 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.” | Uwaga **przyjęta.**  |
| 117 | GPW | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 118 | GPW | 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*.*  | Uwaga kierunkowo **przyjęta** co do kierunku. |
| 119 | GPW | 4.3.3. | Strategia przewiduje wprowadzenie obowiązku dostarczania przez emitentów do KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej. Jako uzasadnienie przestawiono 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.  | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 120 | GPW | 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. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 121 | GPW | 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.” 1. 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 opisanej 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. 1. str. 51, podtytuł: Efektywność

Odnośnie 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.1. Str. 51, podtytuł: Inicjatywy w zakresie rozwoju rynku podejmowane przez podmioty infrastruktury rynku
 | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 122 | GPW | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 123 | GPW | 4.5.4.1 ppkt 12.2 | GPW pragnie poddać pod rozwagę 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. | Uwaga **przyjęta**. |
| 124 | GPW | 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. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 125 | GPW | Uwagi ogólne | 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 zakreślenie 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 zapadalnościUstawa 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 ratingIstotnym 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 warte rozważenia jest 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 wyłączenie 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 korporacyjnychDalszych prac wymaga sprawa dodatkowych obowiązków sprawozdawczych nałożonych na emitentów, aby uniknąć potencjalnego ryzyka związanego z nadmiernymi obowiązkami sprawozdawczymi.d. Tematyczne grupy robocze przy RRRFPAR SA zgłasza gotowość do uczestnictwa w pracach związanych z pkt. 9 Zarządzanie ryzykiem i ochrona konsumentów w dedykowanej grupy roboczej przy RRRF. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 126 | KSKOK | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. poprawa dostępu do finansowania)– propozycje zmian ustawy o obligacjach | Poprawa dostępu do finansowania ma dla kas szczególne znaczenie w kontekście możliwości budowania przez kasy funduszy własnych. Jednym ze sposobów realizacji tego celu jest emisja obligacji. W tym aspekcie Kasa Krajowa pragnie zwrócić uwagę na potrzebę zapewnienia przestrzegania zasady równego traktowania podmiotów, która uwidacznia się m.in. w obszarze możliwości zwiększenia wysokości posiadanych funduszy własnych stanowiących pokrycie wymogów kapitałowych poprzez emisję długu podporządkowanego w formie obligacji. O ile bowiem podmioty rynku bankowego, kapitałowego i ubezpieczeniowego mają zagwarantowaną taką możliwość, to w przypadku spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych realizacja takiego uprawnienia jest istotnie utrudniona.W związku z powyższym Kasa Krajowa pragnie w szczególności ponowić prezentowany od dłuższego czasu postulat wprowadzenia do ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2018 r. poz. 483 ¡2243) następujących zmian:* 1. w art. 74 po ust. 8 dodaje się ust. 9 w brzmieniu:

„9. Jeżeli spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytową jako emitent w warunkach emisji postanowi, iż obligacje są emitowane w celu ich zakwalifikowania jako składniki funduszy własnych zgodnie z przepisami ustawy z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (t.j. Dz.U. z 2018 r. poz.2386 z późn.zm.) oraz wyemitowane obligacje zostały zaliczone do takich funduszy, przepisu ust. 2 nie stosuje się.”* 1. w art. 75 po ust. 5 dodaje się ust. 6 w brzmieniu:

„6. Jeżeli spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytową jako emitent w warunkach emisji postanowi, iż obligacje są emitowane w celu ich zakwalifikowania jako składniki funduszy własnych zgodnie z przepisami ustawy z dnia 5 listopada 2009 r. o spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych (t.j. Dz.U. z 2018 r. poz.2386 z późn.zm.) oraz wyemitowane obligacje zostały zaliczone do takich funduszy, przepisu ust. 1 pkt 2 nie stosuje się.”.”. | Uwaga **odrzucona**. Zauważenia wymaga, że zgłoszenie ma charakter propozycji legislacyjnej, a nie uwagi do Strategii, ponadto związana jest z działalnością podmiotów sektora bankowego a nie rynku kapitałowego. Dodatkowo przedmiotowa propozycja została również zgłoszona do projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej (UC130), dlatego też jest rozpatrywana w ramach wskazanego projektu ustawy. |
| 127 | KSKOK | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. goldplatingu) | W pełni należy poprzeć podniesioną w projekcie Strategii konieczność usprawnienia procesu legislacyjnego w zakresie rynku kapitałowego i unikania goldplatingu. Słusznie wskazano, iż należy dążyć, aby rozwiązania legislacyjne przyjęte w polskim prawodawstwie nadmiernie nie obciążały polskich podmiotów, szczególnie w porównaniu z podmiotami z innych państw członkowskich, w których analogiczna transpozycja przepisów unijnych do prawa krajowego charakteryzuje się literalnym podejściem do poszczególnych aktów prawnych. W tym kontekście za cenną uznać należy koncepcję aby Ministerstwo Finansów wraz z Komisją Nadzoru Finansowego powołało grupę roboczą, która przeprowadzi proces konsultacji z podmiotami wszystkich sektorów rynku kapitałowego w celu zidentyfikowania istniejących luk oraz nadmiarowych (gold-plated) przepisów. Za słuszne uznać należy również wskazanie, aby przy wdrażaniu nowych przepisów unijnych do polskiego prawa lub opracowywaniu przepisów krajowych dotyczących rynku kapitałowego każdorazowo przeprowadzana była analiza kosztów i korzyści proponowanych zmian, zaś w przypadkach gdy KNF lub Rząd proponują wdrożenie przepisów bardziej restrykcyjnych niż normy UE, proponowane przepisy były konsultowane z podmiotami, które będą nimi związanie. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 128 | KSKOK | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. zasady proporcjonalności) | W ocenie Kasy Krajowej na podkreślenie zasługuje także akcentowane w projekcie Strategii znaczenie zasady proporcjonalności, w tym konieczność wypracowywania na forum UE regulacji proporcjonalnych z punktu widzenia polskiego rynku. Zasada proporcjonalności ma szczególne znaczenie w przypadku spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych, które prowadzą działalność w mniejszej skali, świadcząc usługi wyłącznie na rzecz swoich członków. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 129 | KSKOK | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. edukacji finansowej) | Kasa Krajowa pozytywnie ocenia znaczenie, jakie w Strategii nadaje się znaczeniu edukacji finansowej. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe tradycyjnie działają na rzecz szeroko rozumianej edukacji ekonomicznej i podejmują walkę ze skutkami wykluczenia finansowego, którego konsekwencje są szkodliwe zarówno dla gospodarki, jak i samych konsumentów. Mając na względzie, iż poziom edukacji finansowej społeczeństwa jest czynnikiem, który ma istotny wpływ na skłonność do oszczędzania w Strategii zawarto kierunkowe propozycje odnośnie do planu na rzecz poszerzenia wiedzy polskiego społeczeństwa w zakresie rynku finansowego z wykorzystaniem mediów społecznościowych, oficjalnych kanałów edukacji oraz poprzez tworzenie lepszych w tym zakresie produktów. W projekcie Strategii zakłada się, że działania w zakresie edukacji finansowej będą obejmować m.in.: przygotowanie Strategii Edukacji Finansowej z uzgodnionym pomiędzy wszystkimi interesariuszami (w tym państwowymi, jak NBP i KNF) podziałem obowiązków oraz niezbędnym wsparciem finansowym.Przedstawiając powyższe Kasa Krajowa pragnie wyrazić nadzieję, że realizacja przyszłej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego przy uwzględnieniu uwag i propozycji zawartych w pkt I niniejszego stanowiska, przyczyni się do rozwoju bezpiecznego i nowoczesnego rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 130 | Chatham Financial | 4.2.1 (wzmacnianie zaufania do rynku)4.5.6.2 (zaufanie do instytucji pośredniczących) | Od prawie trzydziestu lat odbudowa zaufania na rynkach kapitałowych jest celem nadrzędnym Chatham Financial, a zarazem obszarem zainteresowania i analizy. Według nas brak zaufania do rynku kapitałowego jest wciąż głównym ograniczeniem w długofalowym rozwoju tego rynku. Jako niezależny pośrednik, działający na rzecz klientów profesjonalnych na całym świecie, wielokrotnie zaobserwowaliśmy sytuacje w których polskie banki oferujące produkty finansowe (z naszej perspektywy głównie instrumenty pochodne na rynku OTC) nie są transparentne w wykazywaniu wszystkich kosztów tych produktów. Podobnie, nasi pracownicy, jako prywatni inwestorzy wielokrotnie zwracali uwagę na brak podstaw do zaufania biurom maklerskim, bankom, funduszom inwestycyjnym czy pośrednikom finansowym. Projekt SRRK zawiera szereg istotnych działań. Z naszej strony, proponujemy również uwzględnić następujące obszary, aby zwiększyć zaufanie do rynku kapitałowego oraz do instytucji pośredniczących:1) Szerokozakrojone akcje promujące aktywność na polskim rynku kapitałowym, mające na celu wypełnienie luki poprzez pokazanie pozytywnego wpływu tego rynku na polskich inwestorów. Głównym celem byłaby zmiana negatywnej reputacji tego rynku (często wzmacnianej przez media, informujące o aferach typu Amber Gold, GetBack, KNF, itp.), a tym samym zachęta do zaangażowania własnych środków.2) Wprowadzenie maksymalnego limitu opłat za zarządzanie w funduszach inwestycyjnych.3) Wzmocnienie instytucji pośredników/doradców inwestycyjnych (zarówno dla klientów detalicznych, jak i profesjonalnych):a. Finansowanie doradców nie przez instytucje, oferujące produkty finansowe (gdyż prowadzi to do konfliktu interesu), ale raczej przez klientów. Wymaga to zmian regulacyjnych, a w krótkim okresie również wsparcia Państwa dla doradców poprzez granty czy obniżenie podatków. Zainwestowanie w kampanie promocyjne, pokazujące społeczeństwu korzyści takiego rozwiązania oraz własne dobre doświadczenia pomogą obywatelom dojrzeć do idei płacenia pośrednikom za ich usługib. Jeśli propozycja z podpunktu a. nie będzie możliwa do wprowadzenia na polskim rynku (np. w wyniku nacisków rynku pośredników), proponujemy wprowadzenie obowiązku dokładnej transparentności kosztów i prowizji pośrednikówc. Wprowadzenie wymogu raportowania do KNF/MF przez pośredników rodzaju instrumentów finansowych rekomendowanych dla klientów (w celu uniknięcia sytuacji, w której jeden pośrednik rekomenduje ten sam produkt finansowy wszystkim klientom, niezależnie od ich skłonności do ryzyka czy posiadanego kapitału)d. Ograniczenie instytucjom pośredniczącym możliwości oferowania produktów finansowych wyłącznie od jednego podmiotu (system raportowania zaproponowany w podpunkcie c. powinien zmniejszyć to ryzyko)e. W odróżnieniu od Doradców Inwestycyjnych (którzy muszą posiadać certyfikat Doradcy Inwestycyjnego, wymagający znacznej wiedzy i czasu), nie istnieją wymagania dotyczące doradców finansowych. Uważamy, że egzamin na Doradcę Inwestycyjnego lub Maklera Papierów Wartościowych nie powinien być niezbędny dla tego typu pośredników, natomiast system regularnych, obowiązkowych szkoleń wraz z praktycznym sprawdzeniem wiedzy byłby konieczny (np. rozmowy sprawdzające wiedzę oraz podejście do doradztwa z ekspertem, imitacje spotkań z klientem, itp.), aby zapewnić poczucie bezpieczeństwa osobom, które dopiero zaczynają uczestniczyć w rynku kapitałowymf. W sytuacji, w której instytucje aktywne na rynku kapitałowym szczycą się kolejnymi certyfikatami i nagrodami, uważamy, że warto byłoby stworzyć system oceny zaufania społecznego oraz na jego podstawie opracować system nagród dla najlepszych - nie pod kątem osiąganych wyników finansowych, ale poziomu zaufania4) Stworzenie uniwersalnych standardów wykazywania wszystkich kosztów zarządzającego pieniędzmi oraz sprzedającego instrumenty finansowe5) Stworzenie uniwersalnego standardu prezentacji wyników osiąganych przez zarządzających aktywami (np. jak standard GIPS stworzony przez CFA Society). Miałby on na celu w jasny sposób komunikować stopę zwrotu z inwestycji (np. żeby uniknąć często spotykanej sytuacji, w której zarządzający funduszem wybiera taki zakres czasu, który pozwoli wykazać najwyższe stopy zwrotu). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.1) Uwaga **przyjęta** co do kierunku 2) Uwaga **odrzucona** – kwestia jest uregulowana w rozporządzeniu MF (Dz. U. 2018r. poz. 2380)3) Uwaga **odrzucona**. Uwaga niezrozumiała (brak przedstawiciela na konferencji uzgodnieniowej).Pkt 4 i pkt 5 j.w. |
| 131 | Chatham Financial | 4.2.3.1.(oszczędności)4.4.2. (zachęty podatkowe dla inwestorów) | Zważywszy na postawione cele, dotyczące zwiększenia poziomu stopy oszczędności do 8%, a następnie do 11% proponujemy zwiększenie limitów wpłat na IKE oraz IKZE, ze szczególnym uwzględnieniem tego drugiego. Aktualne limity wydają się niewystarczające przy tak ambitnych celach. | Uwaga **odrzucona**. Kwestia pozostaje poza zakresem niniejszego dokumentu. |
| 132 | Chatham Financial | 4.2.3.3. (edukacja w zakresie funkcjonowania rynku finansowego) | Zgadzamy się, że niezbędne są zmiany w podejściu do edukacji finansowej. Z naszej perspektywy, szczególny nacisk należy położyć na pokazywanie pozytywnych aspektów rynku kapitałowego tak, aby wykształcić pokolenie, czujące się komfortowo z inwestowaniem własnych oszczędności na polskim rynku kapitałowym, zwiększając tym samym grupę inwestorów indywidualnych. Aktualnie prowadzone zajęcia z przedsiębiorczości w liceach (często nieadekwatne, mało praktyczne) powinny zostać zastąpione obowiązkowymi zajęciami z finansów osobistych. Do wykorzystywanych narzędzi należy włączyć te, które istnieją już na rynku, jak na przykład gry na platformach społecznościowych.Dla szerszego grona odbiorców odpowiednie byłoby stworzenie publicznego portalu informacyjnego o rynku kapitałowym, który w przejrzysty sposób opisze możliwości inwestycyjne, historyczne stopy zwrotu, ryzyka i korzyści danej strategii oraz wyjaśni w jaki sposób można zainwestować na rynku. Taka platforma miałaby uwzględniać różne poziomy wiedzy i możliwości potencjalnych użytkowników - od młodzieży do osób starszych, od osób z niewielkimi oszczędnościami do profesjonalnych inwestorów. | Uwaga przyjęta co do **kierunku** – konkretne rozwiązania zostaną opracowane w fazie implementacyjnej. |
| 133 | Chatham Financial | 4.2.4. (Zasoby ludzkie) | Obecnie nasza firma konkuruje o specjalistów na rynku europejskim. W celu przyciągnięcia wykwalifikowanych pracowników z zagranicy, również w kontekście Brexitu, warto byłoby uelastycznić umowę o pracę dla szeroko pojętych pracowników wysoko wyspecjalizowanych, na podobieństwo istniejących umów za granicą. Powinna ona łączyć korzyści podatkowe i elastyczność umów typu B2B z zabezpieczeniem społecznym aktualnej umowy o pracę.Dodatkowo, aby utrzymać najlepszych specjalistów, coraz więcej firm decyduje się na udzielenie grantów na akcje pracownicze (ang. Restricted Stock Units). Takie rozwiązanie jest aktualnie nieatrakcyjne z punktu widzenia podatku dochodowego. Sugerujemy wyłączenie tego typu programów z obciążeń fiskalnych. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 134 | Chatham Financial | 4.3.4. (wdrożenie zasad i regulacji mających na celu rozwój rynku) | 1. Za przykładem innych rynków rozwiniętych warto zainwestować w stworzenie ram prawnych dla tworzenia funduszy typu REIT w Polsce. Odpowiednio zarządzane, mogą one być doskonałym produktem do stabilnego, długoterminowego oszczędzania i inwestowania. Pozwoliłyby one dodatkowo zwiększyć udział kapitału polskiego na rodzimym rynku nieruchomości, w obecnej chwili zdominowanym przez kapitał zagraniczny.
2. Dla celów rozwoju rynku (osiągając zwiększenie płynności poprzez programy back-to- back swap) oraz zwiększenia bezpieczeństwa kredytobiorców, w szczególności w przypadku wzrostu stóp procentowych, rozsądnym rozwiązaniem wydaje się wprowadzenie do oferty banków kredytów mieszkaniowych o stałym oprocentowaniu na 10-30 lat. Oprocentowanie to powinno być w transparentny sposób obliczane w oparciu o rynkowe stopy swap (IRS).
3. Uważamy, że należy również zwiększyć dostęp inwestorów do produktów typu ETF oraz innych programów pasywnego inwestowania. Cechuje je znacząco lepszy stosunek opłat za zarządzanie do osiąganego wyniku w porównaniu do funduszy aktywnie zarządzanych, które po odjęciu opłat bardzo często osiągają wyniki poniżej benchmarku. Podczas ostatniej dekady na zachodzie nastąpił bardzo szybki rozwój funduszy typu ETF które poprzez niskie opłaty za zarządzanie i atrakcyjne zwroty zdołały przekonać inwestorów, a także zachęciły wiele osób do pierwszych inwestycji na rynku.
4. Zmiana działania OFE na wzór zbliżony amerykańskiemu. W Polsce osoby partycypujące w II filarze mają jedynie możliwość wyboru pomiędzy kilkoma TFI, oferującymi zazwyczaj bardzo podobne fundusze, które na ogół oferują zbliżone stopy zwrotu oraz pobierają wysokie opłaty. W systemie podobnym amerykańskiemu, pieniądze w II filarze nie byłyby wypłacalne do czasu przejścia na emeryturę, natomiast każdy ubezpieczony mógłby wybrać, czy woli powierzyć je w zarządzanie (jak obecnie), czy zarządzać nimi samemu (poprzez oddzielne konto w domu maklerskim). Pozwoliłoby to także partycypującym w II filarze wybrać inwestycje typu pasywnego ETF oraz inwestycje w nieruchomości typu REIT (gdyby stały się obecne i popularne na rynku).
 | 1) Uwaga **odrzucona**. –Kwestia jest uregulowana w projekcie ustawy o firmach inwestujących w najem nieruchomości –druk nr 2855)2) Uwaga **odrzucona** - Ustawodawca oraz nadzorca nie mogą zmusić podmiotów rynkowych do wyboru wskaźników/stóp procentowych dla produktów3) Uwaga **przyjęta** do wiadomości4) Uwaga **odrzucona** – kwestia pozostaje poza zakresem niniejszego dokumentu. |
|  135 | Chatham Financial | 4.4.2. (zachęty podatkowe dla inwestorów) | Aby zachęcić inwestorów do wybierania inwestycji wspierających realną gospodarkę (w przeciwieństwie do tych o charakterze czysto spekulacyjnym, takich jak forex, kryptowaluty, itp.) należałoby zrobić rozróżnienie w poziomie podatków, na ich korzyść. W przypadku inwestycji długoterminowych, tj. powyżej roku, należałoby całkowicie znieść podatek od zysków kapitałowych.Zachętą do inwestowania oraz dywersyfikacji portfela inwestycji byłoby rozszerzenie gamy produktów, z których strata może zostać wykorzystana na obniżenie obciążeń podatkowych z zysków kapitałowych z innych inwestycji. | Uwaga **odrzucona**. Propozycje mają ujemne skutki dla sektora finansów publicznych. Uwaga jest poza zakresem koncepcji zawartej w SRRK. |
| 136 | Chatham Financial | 4.5.4. (struktura rynku: obligacje korporacyjne) | Obligacje korporacyjne wydają się być niedocenianym produktem na polskim rynku kapitałowym. Świadome inwestowanie w nie wymaga znaczącej wiedzy z zakresu finansów z uwagi na brak jasnych i precyzyjnych informacji o związanym z nimi ryzykiem. Należy dążyć do zwiększenia dostępności oraz popularności obligacji korporacyjnych przez kampanie społeczne, portal informacyjny z wszelkimi kluczowymi informacjami oraz standaryzację sposobu prezentowania informacji odnośnie poszczególnych emisji. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.–  |
| 137 | Chatham Financial | 4.5.5.2 (instrumenty pochodne OTC) | Dzięki wieloletniej obecności na polskim rynku i współpracy w wieloma lokalnymi bankami widzimy, że większość transakcji pochodnych typu OTC jest zawierana w oparciu o przygotowane przez banki umowy ramowe. Są one zazwyczaj jednostronne, zapewniając istotną ochronę bankowi i praktycznie żadną klientowi. Uważamy, że należy promować przygotowaną przez grono eksperckie umowę ISDA, która daje obydwu stronom transakcji podobne prawa i należytą ochronę oraz jest standardem na najbardziej rozwiniętych rynkach zagranicznych. Jej popularyzacja zwiększy bezpieczeństwo zawierania transakcji i będzie pozytywnym sygnałem dla inwestorów zagranicznych, w szczególności instytucjonalnych nawykłych do jej używania. | Uwaga **odrzucona**. Nie wskazano wymiernych korzyści takiego rozwiązania.  |
| 138 | Rzecznik MŚP | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. finansowania MŚP) | Zestawienie wyników badań przeprowadzonych wśród małych i średnich przedsiębiorstw z państw Unii Europejskiej oraz wśród przedsiębiorstw polskich mówi wiele o barierach ich rozwoju. Najbardziej popularnym źródłem finansowania działalności w Polsce są kapitały własne. Najbardziej popularną formą finansowania zewnętrznego są kredyty i pożyczki, przy czym w Strategii zdiagnozowano ich stosunkowo wysoki koszt dla polskich przedsiębiorców w porównaniu z ofertą dostępną dla zagranicznej konkurencji w ich państwach macierzystych. W państwach Unii rozwój MŚP hamują rynki zbytu, w Polsce - dostęp do kapitału.Podobnie jak w poprzednich latach, w 2015 r. dwie trzecie nakładów inwestycyjnych MŚP było finansowanych środkami własnymi (60,3%), ponad jedna piąta z kredytów i pożyczek krajowych (21,1%), a 7,4% stanowiły środki ze źródeł zagranicznych. Pozostałe źródła finansowania inwestycji miały mniejsze znaczenie1.1. Opracowanie PARP: „Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce”, Warszawa, czerwiec 2018.
 | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 139 | Rzecznik MŚP | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. finansowania MŚP) | Sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy może przyczynić się do zapewnienia dodatkowego źródła finansowania także dla małych i średnich przedsiębiorców.Należy zgodzić się więc ze stwierdzeniami zawartymi w Strategii, że „Rozwinięty rynek kapitałowy jest fundamentalnym komponentem rynku finansowego i nie powinien być postrzegany jako konkurencja dla finansowania bankowego, lecz jako jego uzupełnienie i możliwość zapewnienia przedsiębiorstwom większej dywersyfikacji źródeł finansowania ich działalności. Istotnie, instrumenty rynku kapitałowego są znacznie lepiej przystosowane do finansowania bardziej ryzykownych i innowacyjnych przedsięwzięć. Dywersyfikacja źródeł finansowania powinna przyczynić się do obniżki kosztu pozyskiwania kapitału, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw. Dzięki sprawnej infrastrukturze rynku kapitałowego i efektywnej sieci działających na nim instytucji pośredniczących, gospodarka może w sposób bardziej efektywny alokować ryzyko i kapitał, co czyni ją potencjalnie bardziej odporną na wstrząsy” oraz „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 (...). Rynki kapitałowe jedynie umożliwiają wyszukanie inwestorów zainteresowanych samodzielnym podjęciem ryzyka związanego z udzieleniem finansowania. W efekcie rynki kapitałowe nie tyle zastępują banki, ale umożliwiają inwestycje dodatkowe, których klasyczne banki komercyjne nie byłyby gotowe sfinansować „. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 140 | Rzecznik MŚP | Uwaga o charakterze ogólnym (dot. finansowania MŚP) | Pożądane jest znaczne skrócenie czasu potrzebnego na pozyskanie kapitału i znaczne obniżenie związanych z tym kosztów dla emitentów. Ciekawe jest także założenie zawarte w Strategii odnoszące się do uproszczenia procesu emisji papierów wartościowych i podniesienia jego efektywności oraz niezbędności reorganizacji w zakresie notowania akcji MŚP w celu podniesienia ich atrakcyjności. MŚP nadal rzadko pozyskują środki z rynku kapitałowego. Pod rozwagę poddaje zaplanowanie mechanizmów, które wprowadzałyby preferencje w zakresie kosztów emisji papierów wartościowych przez małe lub średnie przedsiębiorstwa. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku |
| 141 | Rzecznik MŚP | 4.1.2.3. | Proponuję, by przykładowe obszary tematyczne grup roboczych poszerzono o „Małe i Średnie Przedsiębiorstwa” (punkt 4.1.2.3 Strategii), jednocześnie deklarując swój udział w pracach. | Uwaga **przyjęta**. |
| 142 | Fundacja Trading Jam | Uwaga ogólna – kompensacja strat | Działając w imieniu Fundacji Trading Jam, zrzeszającej ponad 30 000 inwestorów, pragnę przedstawić nasze uwagi do „strategii rozwoju rynku kapitałowego”. Wyrażamy ogromne zadowolenie, że poprawa losu inwestorów rynków kapitałowych stała się przedmiotem zainteresowania Ministerstwa Finansów. Niestety wśród propozycji w naszej opinii korzystnych, pojawiły się propozycje mające negatywny wpływ na rozwój rynku finansowego.Postulat zniesienia możliwości wspólnego rozliczania podatku od zysków kapitałowych z giełdy, kontraktów CFD, kontraktów terminowych i kryptowalut jest postulatem szkodliwym gdyż dyskryminuje inwestorów dysponujących mniejszym kapitałem oraz zniechęca osoby początkujące do zainteresowania się tematem inwestycji, co długoterminowo będzie szkodliwe dla rynku akcji oraz spowolni rozwój kultury inwestowania w Polsce, która została kompletnie zniszczona przez okres komunizmu. Dlatego apelujemy aby dochody z giełdy, kontraktów CFD oraz kryptowalut podlegały wzajemnej kompensacji w podatku od dochodów kapitałowych.Natomiast limit kwotowy uprawniający do obniżonego podatku od dywidend powinien być określony przynajmniej na poziomie umożliwiającym zgromadzenie kapitału emerytalnego, aby zachęcić inwestorów do odkładania kapitału w bardzo długim terminie. W związku z tym proponujemy aby limit ten był przynajmniej na poziomie 500 000 zł. | Uwaga **przyjęta**. |
| 143 | Stowarzyszenie REIT | Uwaga ogólna (dot. wprowadzenia REIT)  | Podstawowymi celami Projektu Strategii Rozwoju Rynku Finansowego, są między innymi:• wzrost innowacyjności polskich przedsiębiorstw,• wzrost poziomu oszczędności Polaków,• trwałe zwiększenie stopy inwestycji,• wzrost zdolności polskich przedsiębiorstw do sprostania globalnej konkurencji,• a przede wszystkim zapewnienie możliwie swobodnego dostępu do finansowania dla działalności i rozwoju polskich przedsiębiorstw.Dokument SRRF zawiera propozycję rozwiązań w zakresie przepisów podatkowych mających na celu zachęcenie spółek, do większego korzystania z instrumentów oferowanych przez rynek kapitałowy, jak również zaktywizowania inwestorów i pośredników, co powinno przełożyć się na zwiększenie wielkości i płynności rynku. Planowane są również usprawnienia w administracji skarbowej m.in. w odniesieniu do spółek publicznych, ich akcjonariuszy oraz obligatariuszy. Filarem rozwiniętego rynku kapitałowego jest zbudowany na solidnych podstawach infrastrukturalnych i dobrze funkcjonujący rynek giełdowy. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest największą giełdą instrumentów finansowych w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Dlatego tak istotne jest zaufanie do rynku kapitałowego, istotnie zależne od pewności w odniesieniu do otoczenia regulacyjnego i nadzorczego. Jednym z celów SSRK jest zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Polska jest 23 gospodarką świata pod względem nominalnego PKB23, jednak GPW pod względem wartości rynkowej spółek plasuje się dopiero na 33 pozycji na świecie. Jedną z miar pozwalających na określenie wartości danego rynku, a także umożliwiających porównanie poszczególnych rynków kapitałowych, jest wskaźnik kapitalizacji spółek krajowych do PKB. W związku z tym polska giełda powinna lepiej odzwierciedlać poziom wzrostu gospodarczego polskiej gospodarki. Przypływ kapitału na rynkach publicznych powinno zapewnić: między innymi: wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), a w dalszej kolejności pobudzenie aktywności inwestorów indywidualnych. Istotnym elementem powinna być edukacja i lepsze rozumienie wśród polskiego społeczeństwa instrumentów finansowych.Kolejnym celem SSRK jest zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce. Oszczędności stanowią istotny element rozwoju gospodarki państwa, bowiem dzięki nim zachodzi proces akumulacji kapitału, prowadząc do ich przekształcenia w inwestycje. Przekształcenie to możliwe jest dzięki wielu kanałom, m.in. instytucjom finansowym, które pozyskują od gospodarstw domowych środki finansowe. Istotną rolę w tym zakresie odgrywa również rynek kapitałowy, który umożliwia przedsiębiorstwom zgromadzenie nowych funduszy przez emisję nowych akcji . W związku z tym, zarówno instytucje finansowe, jak i rynek kapitałowy odgrywają kluczową rolę stymulatora przepływu oszczędności gospodarstw domowych. Istotną rolę odgrywać będzie edukacja finansowa polskiego społeczeństwa, która ciągle jest niedostateczna.W realizację powyższych celów znakomicie wpisuje się idea REIT.Jest to narzędzie pomocne w budowie i rozwoju nowych struktur rynkowych i dedykowanych zachęt do rozwoju inwestycji giełdowych i budowy polskiego kapitału. Rynek nieruchomości w Polsce jest rynkiem dojrzałym, który powinien móc się rozwijać dzięki strukturom rynku kapitałowego. Całkowicie zgadzamy się ze stwierdzeniami, że Polska potrzebuje przewidywalnego, pro-biznesowego środowiska i elastycznych regulacji, które będą umożliwiać efektywną mobilizację kapitału, jak również zapewniać ochronę inwestorom i usuwać bariery dla rozwoju rynku.Struktury typu REIT wpisują się w takie założenia, co potwierdzają inne rozwinięte rynki, a brak tego typu rozwiązań stanowi istotne ograniczenie akumulacji polskiego kapitału.Formuła REIT została stworzona w szczególności z myślą o inwestorach indywidualnych, osobach fizycznych, których prywatne oszczędności z reguły nie pozwalają na inwestowanie w najatrakcyjniejsze nieruchomości komercyjne, takie jak budynki biurowe oraz centra handlowe i logistyczne, a których nabycie - z uwagi na wartość jednostkowej nieruchomości - możliwe jest wyłącznie w ramach wspólnego inwestowania. Taki rodzaj zagospodarowania oszczędności osób fizycznych służy zrównoważonemu rozwojowi gospodarczemu danego kraju, buduje akcjonariat obywatelski, uzupełnia lub wspiera podstawowy system emerytalny, a także - zwiększając udział inwestycji finansowanych oszczędnościami (i kosztem konsumpcji) - zapewnia zdrowy wzrost gospodarki (mierzony wskaźnikiem PKB). W chwili obecnej, polski inwestor indywidualny chcący inwestować w nieruchomości może inwestować w małe lokale lub mieszkania na wynajem. Struktury typu REIT są alternatywą dla zakupu pojedynczych mieszkań. Tak więc propozycja inwestycji w fundusze REIT jest nowym instrumentem pozwalającym na inwestowanie w nieruchomości komercyjne osobom dotychczas wykluczonym z tego rynku z uwagi na wymagane zaangażowanie kapitałowe. Należy jednak zawsze pamiętać, że inwestycji w REIT nie można utożsamiać z inwestycjami charakteryzującymi się znacznie szerszą ochroną zainwestowanych środków, typu lokata bankowa lub obligacje Skarbu PaństwaZgodnie z genezą, dochody z REIT są opodatkowane jednorazowo, tak jak dochody z inwestycji bezpośrednich w inne typy nieruchomości. W związku z powyższym, jedną z najistotniejszych cech podmiotów działających w formule REIT jest podmiotowe zwolnienie z podatku dochodowego od osób prawnych (CIT). Intencjonalnie, zwolnienie podatkowe jest zatem kluczową formą zachęcania obywateli (inwestorów indywidualnych) do długoterminowego lokowania oszczędności w istniejące nieruchomości komercyjne przynoszące stały dochód, a dodatkowo służy wyrównaniu szans rodzimych inwestorów w konkurencji z podmiotami zagranicznymi, co jest niezbędne dla sukcesu i opłacalności tego typu rozwiązań. Tak więc zasada ta wpisuje się w założenia SRRF.Warto się zastanowić nad doprecyzowaniem zasady akcjonariatu rozproszonego i inwestora indywidualnego w odniesieniu do tego rodzaju instrumentu inwestycyjnego. W innych jurysdykcjach rolę inwestora rozproszonego pełnią struktury zorganizowane, dedykowane fundusze, głównie emerytalne, składające się zazwyczaj z grona inwestorów indywidualnych, z których każdy posiada stosunkowo niewielki udział w inwestycji. Inwestorzy ci są świadomi, że ich środki są inwestowane przez taką zorganizowaną strukturę w REIT-y. Struktury te są i powinny być zarządzane przez profesjonalistów. Zarządzający strukturami inwestorów indywidualnych organ tzw. Partner Zarządzający, powinien być kierowany przez osoby profesjonalne. Taki schemat widzimy w krajach Europy Zachodniej. Inwestorzy stricte indywidualni są obecni na parkietach na poziomie do 10%. Tak więc pojawia się zagadnienie de facto inwestora instytucjonalnego, który gromadzi inwestorów indywidualnych i inwestuje ich środki w REIT-y. W Polsce liczba aktywnych inwestorów instytucjonalnych jest obecnie bardzo ograniczona i widzimy tu możliwość i istotną rolę jaką mogą odegrać fundusze zgromadzone za pośrednictwem Pracowniczych Planów Kapitałowych. Instrumentem, jaki może mieć istotny wpływ na rozwój rynku inwestycyjnego nieruchomości jest stworzenie odpowiedniego benchmarku dla PPK. Systemowe rozwiązanie, np. możliwość inwestowania 10% czy 15% zgromadzonych środków w nieruchomości (struktury REIT) stworzy legitymację do inwestowania w sektor nieruchomości, a jednocześnie wpłynie na budowę instrumentów kontrolnych. Inwestorzy Instytucjonalni ustalają swoją politykę inwestycyjną w odniesieniu do benchmarku - brak takich zapisów powoduje obawę i niechęć do inwestowania w nieruchomości. Nie przesądzając o wysokości ryzyka inwestycyjnego w nieruchomości, w tym w nieruchomości komercyjne, w stosunku do ryzyka inwestycyjnego w inne instrumenty, należy wspomnieć, że inwestycje w nieruchomości nie są inwestycjami wysokiego ryzyka. Są one postrzegane przez inwestorów jako bardziej bezpieczne niż inwestycje w akcje spółek innych giełdowych czy obligacje korporacyjne, o czym świadczą wysokości oczekiwanych stóp zwrotu z włożonego kapitału. Założeniem REIT-ów jest nabywanie nieruchomości dających stabilne a nie spekulacyjne zwroty. Istotą REIT-u są regularne wypłaty dywidendy. Inwestor spółek typu REIT powinien liczyć na regularna wypłatę dywidendy (niektóre spółki typu REIT wypłacają ja w okresach kwartalnych a nawet miesięcznych).Jeszcze raz należy podkreślić konieczność doprecyzowania w przyszłości mechanizmów dotyczących przejrzystości inwestycji w REIT oraz ochrony inwestora indywidualnego. Jednak należy otwarcie stwierdzić, że celem takich działań nie jest i nie może być wprowadzenie mechanizmów gwarantujących inwestorom pełny zwrot zainwestowanych środków oraz uzyskanie z góry określonego zysku, natomiast istotną kwestią jest maksymalna możliwa ochrona inwestora indywidualnego inwestującego w REIT.Znaczenie edukacji ekonomicznej dla polskiego, świadomego inwestora indywidualnego jest niezwykle istotne. Polski Inwestor zaczyna z powodzeniem odnajdywać się rynku inwestycyjnym. Stopień edukacji ekonomicznej społeczeństwa polskiego w obecnym okresie jest bowiem znacznie wyższy niż 10 czy 20 lat temu. Całkowicie zgadzamy się więc z podkreślaną w SRRK potrzebą i koniecznością prowadzenia procesu edukacji finansowej w Polsce. Doświadczenia rozwiniętych rynków kapitałowych wskazują, że inwestorzy indywidualni wraz z rozwojem nowych form inwestowania zdobywają podstawowe doświadczenie oraz wiedzę, pozwalające im z pełną świadomością inwestować w takie instrumenty jak REIT, nie zaś ograniczać się do utrzymywania swoich środków finansowych na depozytach bankowych.Warto nadmienić, że polski rynek nieruchomości jest rynkiem rozwiniętym i dysponuje dużą pulą specjalistów w tej dziedzinie, o lokalnych i międzynarodowych kwalifikacjach i doświadczeniu zdobytym na rynkach zagranicznych. Odpowiednio przygotowany program informacyjno-edukacyjny dla inwestorów indywidualnych powinien stanowić podstawę kampanii marketingowej, wprowadzającej strukturę REIT na rodzimy rynek. Stowarzyszenie REIT Polska zostało powołane przez przedstawicieli rynku nieruchomości między innymi dla realizacji celu edukacyjnego Uważamy, że istnieje duża potrzeba edukacji zarówno dla inwestorów indywidualnych, ale także instytucjonalnych i Stowarzyszenie REIT-Polska może chętnie włączyć się w ten proces.Istotne jest aby REIT, inwestował w bardzo dobre nieruchomości, o niekwestionowalnej lokalizacji. Nie oznacza to rezygnacji z zakupu mniejszych obiektów. Jest to sprawa subiektywna - mniejsze obiekty mogą być istotnym uzupełnieniem portfela REIT, pod warunkiem oczywiście, trafnego wyboru nieruchomości i przemyślanej strategii dywersyfikacji w ramach konkretnego podmiotu REIT. Na dojrzałych rynkach mamy do czynienia ze zróżnicowanymi produktami i nie każdy produkt będzie produktem adresowanym do inwestorów REIT-owych. Dlatego też założeniem REIT-ów powinno być nabywanie nieruchomości dających stabilne, a nie spekulacyjne zwroty i regularne wypłaty dywidendy. Doświadczeni zarządzający będą więc w pierwszej kolejności patrzeć na możliwości utrzymania najemców długofalowo w danej lokalizacji a nie tylko i wyłącznie na chwilowe trendy na danych rynkach. Rynek nieruchomości biurowych w Polsce obserwowany jest już w kolejnym cyklu rynkowym, przeżył bardzo dobrze kryzys na rynku finansowym lat 2009-2011 bez spektakularnych upadków w sektorze komercyjnym, ale i z kilkoma doświadczeniami, które pokazały zarówno właścicielom, jak i instytucjom finansowym, gdzie na polskim rynku są bezpieczne dla obu stron poziomy finansowań oraz jakie struktury umów najmu minimalizują ryzyka wyjścia najemcy.Mamy nadzieję, że powyższe uwagi będą przydatne w dalszych pracach i ze swojej strony chcemy zadeklarować gotowość Stowarzyszenie do dalszej współpracy przy tworzeniu strategii i instrumentów polskiego rynku kapitałowego dla nieruchomości. | Uwaga **odrzucona**. Kwestie pozostają poza zakresem niniejszego dokumentu. |
| 144 | CFA Society Poland | Uwaga ogólna | Stowarzyszenie CFA Society Poland bardzo wysoko ocenia przedstawiony projekt Strategii w zdecydowanej większości podziela proponowane rozwiązania i argumentacje zawartą w jego uzasadnieniu.Z radością przejmujemy projekt Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, w szczególności, iż zauważono od dawna podnoszone przez uczestników i organizacje eksperckie problemy rynku kapitałowego w Polsce - miedzy innymi w postaci niskiej aktywności inwestorów indywidualnych oraz spadającej atrakcyjności giełdy jako środka pozyskiwania kapitału.W wyczerpujący sposób przedstawiono powody dla których rynek kapitałowy, w tak dynamicznie rozwijającym się kraju, przeżywa w najlepszym razie stagnacje. Niewątpliwie rozwój nowych struktur rynkowych, poprawa efektywności nadzoru (rozumiemy przez to również zmniejszenie ciężaru biurokratycznego), poprawa świadomości finansowej, wzmacnianie zaufania do rynku (choć nie jest to prostym zadaniem) są kluczowymi obszarami. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 145 | CFA Society Poland | Uwaga ogólna (dot. edukacji finansowej) | Rozwój edukacji finansowej jest absolutnie kluczowy dla rozwoju i bezpieczeństwa rynku kapitałowego w Polsce. Pragniemy zwrócić uwagę, że w dłuższej perspektywie absolutnie kluczowe do uzyskania tego efektu jest wprowadzenie edukacji finansowej w odpowiednio dużym zakresie do szkół powszechnych. | Uwaga **przyjęta**. |
| 146 | CFA Society Poland | Pkt. 4.3.  | W zdecydowanej większości podzielamy przedstawioną w Strategii ocenę sytuacji w obszarze Nadzoru i Regulacji zawartą w rozdziale 4.3 i postulowanych kierunków zmian. Wprowadzenie przejrzystości, terminowości, sprawności i przyjazności dla podmiotów rynku działania organów nadzoru jest absolutnie kluczowe. Naszym zdaniem należałoby również położyć nacisk na bieżący i dwukierunkowy dialog nadzorcy (jak również regulatora) z podmiotami rynku, oraz skupienie się nadzorcy w większym stopniu na działaniach ex-ante (w celu niedopuszczenia do naruszeń), niż ex-post (kiedy te naruszenia już nastąpią).Likwidacja ‘goldplatingu’ i to zarówno w sensie wprowadzania faktycznych regulacji wprowadzających dalej idące restrykcje niż wymagają tego przepisy europejskie (a przede wszystkim niż warunki w jakich funkcjonują analogiczne firmy na innych rynkach Unii Europejskiej), jak i w sensie wymogów faktycznie wymuszanych na podmiotach rynku przez nadzorcę jest absolutnie niezbędna dla przywrócenia konkurencyjności polskich instytucji rynku kapitałowego wobec podmiotów z innych krajów. Sytuacja, w której polskie firmy inwestycyjne i inne instytucje rynku kapitałowego nie mogą skutecznie konkurować ze swoimi odpowiednikami z innych krajów (i są de facto dyskryminowane), nie ze względu na działania tych krajów, lecz ze względu na działania ich własnego polskiego nadzorcy, regulatora czy legislatora należy uznać za nieakceptowalne.Nie mniej ważne, jak likwidacja ‘goldplatingu’ jest dążenie do jak największej precyzyjności i jasności obowiązujących regulacji i to zarówno przez legislatora, jak i regulatora, czy nadzorcę. W obliczu rosnących restrykcji, ograniczeń i obostrzeń na rynku kapitałowym, jak i rozmiaru możliwych do nałożenia na podmioty i osoby z rynku kapitałowego kar, w dużej mierze wynikających z regulacji europejskich, absolutnie kluczowe jest ich doprecyzowanie tak, by ryzyko nieświadomego łamania przepisów było absolutnie ograniczone do minimum. Wysokie kary występują w wielu dziedzinach życia nie budząc takich kontrowersji, jak ma to miejsce na rynku kapitałowym. W większości wypadków zdarzenia czy przestępstwa mogące spowodować nałożenie takich sankcji są precyzyjnie określone. W takiej sytuacji najprostszym i skutecznym sposobem uniknięcia tych sankcji jest stosowanie się do porządku prawnego, co zdecydowana większość obywateli i podmiotów czyni. Obecność wysokich kar, które mogą być nałożone za działania bądź zaniechania, które nie są precyzyjnie określone powoduje dopiero wzrost ryzyka nałożenia ich na osoby, bądź podmioty, które zamierzały działać legalnie i według swojej najlepszej wiedzy tak działały. Wbrew pozorom w kontekście chociażby wprowadzenia przepisów MAR/MAD czynnikiem bodaj najbardziej dotkliwym była nie tyle wysokość kar, ale nieprecyzyjny katalog działań i zaniechań za które mogą być nałożone w połączeniu z mechanizmem ich nałożenia w drodze procedury administracyjnej. Dążenie do maksymalnej transparentości i uszczegółowienia przepisów wraz z kontrolą sądową ich nakładania (która została poruszona w pkt 4.3.3 projektu Strategii), oraz dostępnością interpretacji wydawanych przez organ nadzoru, powinno zminimalizować negatywne konsekwencje i ryzyko tych regulacji dla podmiotów i osób zamierzających działać legalnie.Zgadzamy się z faktem, że jedną z przyczyn niewystarczającej efektywności działania KNF jako nadzorcy rynku są problemy kadrowe związane z koniecznością zatrudnienia wysoko wykwalifikowanych specjalistów i zapewnienia odpowiedniego budżetu umożliwiającego przyciągnięcie tych specjalistów z doświadczeniem w instytucjach finansowych i instytucjach rynku kapitałowego.Problem ten ma rozwiązywać nowy sposób finansowania organu, na budżet którego składają się między innymi kary nakładane przez organ na uczestników rynku. O ile samo zwiększenie budżetu organu nadzoru należy uznać za pozytywne, o tyle sam fakt wpływania do budżetu organu wpływów z kar nakładanych przez ten sam organ należy uznać, za wysoce ryzykowne, generujące ogromny konflikt interesów, a czasami wpływające na motywacje pracowników organu w sposób odwrotny do pożądanego.Zgodnie ze swoją misją UKNF ma za zadanie dbałość o stabilne funkcjonowanie i bezpieczny rozwój rynku finansowego.W realizowaniu tej misji ma on być niezależną instytucją, ograniczającą nadmierne ryzyko w działalności podmiotów nadzorowanych, wzmacniającą przejrzystość rynku finansowego i wspierającą budowanie jego pozycji w Europie.Z punktu widzenia tak postawionych zadań idealną sytuacją, do której należałoby dążyć (choć w 100% z pewnością nigdy nie zostanie ona osiągnięta) jest sytuacja, w której organ nadzoru funkcjonuje w przejrzysty sposób, dając jasne wytyczne uczestnikom rynku oraz podejmując działania *ex-ante* w momencie dostrzeżenia sytuacji mogących stanowić naruszenie przepisów, bądź prowadzących do ich naruszenia. Poprzez takie działanie, współpracę uczestników rynku, a także świadomość że każde naruszenie przepisów będzie zauważone przez organ nadzoru podmioty rynku finansowego nie naruszałyby w ogóle przepisów i nie byłyby nakładane żadne kary, ani podejmowane inne sankcje. Organ nadzoru działający w interesie uczestników rynku powinien dążyć do takiej sytuacji, choć osiągnięcie jej w 100% wydaje się oczywiście nie możliwe.Sytuacja, w której kary nakładane przez organ nadzoru wchodzą do budżetu tego organu i pokrywane są z nich m.in. wydatki na płace i premie pracowników, jak również wydatki związane z rozwojem organu powodują pojawienie się motywacji przeciwnej. Powstaje ryzyko, że organ oraz jego pracownicy zamiast maksymalizowania bezpieczeństwa na rynku i dążenie do sytuacji powyżej, zaczną dbać o interes samego organu i swój własny maksymalizując wpływy do budżetu organu.Przyjęcie takiego podejścia powodowałoby, że sytuacja optymalna to nie sytuacja aktywnego działania - braku naruszeń - braku nałożonych kar, ale sytuacja, w której organ nie dążyłby do zbyt wczesnego wykrywania naruszeń i tolerowałby funkcjonowanie naruszeń o których ma wiedzę do czasu osiągnięcia przez te naruszenia dużych rozmiarów. Organ nie funkcjonowałby w sposób przejrzysty chociażby w zakresie wydawania interpretacji, lecz dążył do jak najbardziej niejasnej interpretacji przepisów powodujących, że naruszeń przepisów nie dokonywałyby tylko podmioty świadomie łamiące prawo, lecz również podmioty w których zamiarze jest przestrzeganie obowiązującego porządku prawnego. Następnie podmioty w sposób świadomy, bądź nie, dopuszczające się naruszania przepisów, byłyby karane nałożeniem jak najwyższych kar finansowych, które następnie trafiały by do budżetu organu nadzoru, a część ich następnie w postaci premii na konta pracowników organu, podejmujących decyzje w ww. zakresie.Taka sytuacja, podobnie jak przedstawiony powyżej stan idealny w czystej postaci pewnie nie wystąpi. Powyższy przykład pokazuje jednak zagrożenie i konflikt interesów, jaki generuje taki sposób finansowania organu nadzoru.Podobne sytuacje występowały w polskim porządku prawnym w kontekście regulacji innych sfer życia, jak chociażby przynależność wpływów z nakładanych mandatów karnych przez Policję do budżetu Policji, czy nakładanych przez Straż Miejską/Gminną do budżetu gminy. Prowadziło to do szeregu działań nie współgrających z celami funkcjonowania tych instytucji, lecz maksymalizujących wpływy finansowe. Z tego też powodu wprowadzono regulacje odmienne mające na celu zapobieżenie tego rodzaju sytuacjom. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 147 | CFA Society Poland | Pkt 4.2.2. | W kontekście faktu, że w całej Strategii kładzie się nacisk na zmniejszenie ciężaru biurokratycznego, zastanawia nas nieco fakt, że w punkcie 4.2.2. mówi się o kolejnym podmiocie, jakim miałaby być GPW, który będzie mógł, w nie do końca jeszcze sprecyzowanym zakresie, penalizować uczestników rynku. Naszym zdaniem aby uniknąć negatywnych konsekwencji, ten punkt i związane z tym przyszłe regulacje należałoby zdecydowanie doprecyzować. | Uwaga **przyjęta**. |
| 148 | CFA Society Poland | Uwaga ogólna (dot. sądu dla rynku kapitałowego) | Poruszane w Strategii wypracowanie zasady proporcjonalności odnośnie przepisów i regulacji, w szczególności o charakterze karnym należy uznać za absolutnie uzasadnione i kluczowe.Zdecydowanie popieramy powołanie sądu specjalizującego się w orzekaniu w sprawach dotyczących rynku finansowego i kapitałowego, oraz dedykowanej prokuratury zgodnie z zapisami Strategii. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości |
| 149 | CFA Society Poland | Pkt. 4.3.3. (str. 41) | Rozwiązanie problemu missellingu jest bardzo istotne. Nie wydaje się ono jednak tak proste, jak można to wywnioskować z zapisów Strategii i samo skłonienie pośredników do przestrzegania zasad adekwatności i odpowiedniości zgodnie z dyrektywą MiFID, dokonywania oceny zdolności kredytowej emitenta instrumentów finansowych, lepszego ujawniania ryzyka finansowego związanego z oferowanymi produktami oraz dopasowania modelu dystrybucji opłat w całym okresie życia oferowanych instrumentów finansowych może tego problemu nie rozwiązać. Po pierwsze same zasady i testy adekwatności i odpowiedniości, które reguluje MIFID nie są dostosowane do wszystkich usług inwestycyjnych. Zakres wiedzy i doświadczenia klienta jakie są sprawdzane w toku analizy nie różni się zbytnio niezależnie od świadczonej usługi inwestycyjnej. Wiedza, którą powinien posiadać klient otwierający rachunek papierów wartościowych, na który zamierza we własnym zakresie nabywać akcje czy instrumenty pochodne jest zgodnie z obowiązującymi procedurami taka sama jak klienta zawierającego z firmą inwestycyjna umowę o zarządzanie portfelem obejmującym między innymi te instrumenty. W rzeczywistości sytuacja klienta w tych dwóch usługach jest skrajnie inna. Klient dokonujący transakcji samodzielnie powinien posiadać dogłębną więdzę o instrumentach w które zamierza inwestować, aby móc to w sposób sensowny robić. Klient powierzający zarządzanie swoimi środkami firmie inwestycyjnej (a za jej pośrednictwem fachowcom) nie musi posiadać takiej wiedzy. Po to bowiem powierza zarządzanie specjalistom, żeby to oni (firma inwestycyjna) taką wiedze posiadali i ją wykorzystywali. Klient zawierający umowę o zarządzanie portfelem w którym znajdować się ma 95% akcji, czy innych ryzykownych instrumentów podlega ocenie na takiej samej zasadzie jak klient zawierający umowę o zarządzanie portfelem w którym ryzykowne instrumenty stanowić mają 5%. Dzieje się tak mimo, że zgodnie z zasadami sztuki w ryzyko portfela papierów wartościowych nie jest tożsame z ryzykiem najbardziej ryzykownych instrumentów wchodzących w skład tego portfela. W rezultacie tak funkcjonujących regulacji i mechanizmów klient, który posiada znikomą wiedzę i małą skłonność do ryzyka nie może nie tylko zawrzeć umowy o zarządzanie portfelem złożonym w 95% z bardzo ryzykownych aktywów (jakiego faktycznie nie powinien posiadać), ale również portfelem zawierającym takie aktywa w ogóle (np. złożonym w 5% z takich aktywów), który taki inwestor, zgodnie z zasadami sztuki powinien posiadać.Po drugie wprowadzanie zbyt sztywnych mechanizmów oceny i zbyt daleko idących restrykcji często powoduje, że zamiast rzeczywistego wypełniania tych obowiązków, mogą one być wykonywane wyłącznie ‘na papierze’. Sytuacja, w której to sprzedawca, czy pośrednik namawia klienta do podania niezgodnych z prawdą danych jest ewidentnie patologiczna. Sytuacja, w której to klienci domagają się od przedstawicieli firmy inwestycyjnej ‘pomocy’ w takim wypełnieniu ankiet by mogli nabyć produkt, który chcą nabyć, świadczy już raczej o niedoskonałości przepisów i obowiązującego.Również wprowadzanie zbyt sztywnych regulacji może powodować zamiast nakłonienia części legalnie działających podmiotów, do ich wypełniania spowodować ‘wypchnięcie’ części usług i segmentów rynku do podmiotów z założenia działających niezgodnie z prawem, bądź nakłonienia części obecnie działających podmiotów do takiego działania. Podmioty takie nie są już w żaden sposób nadzorowane i nie mają żadnej motywacji do zgodnego z prawem działania. W odróżnieniu od podmiotów działających legalnie często są one tak skonstruowane, by odzyskanie środków, czy pociągnięcie właściwych osób do odpowiedzialności było niemożliwe. Regulacja i mądrze prowadzony nadzór nad rynkiem powinien eliminować takie podmioty z rynku. Jest to jednak możliwe gdy istnieje rynek podmiotów oferujących daną usługę legalnie i klienci mają do niego dostęp. Jeżeli klienci przestają mieć dostęp do wymaganego przez nich produktu czy usługi u legalnie działających i nadzorowanych firm zaczynają oni sami szukać innych firm, które im to zapewnią. W takiej sytuacji zwalczanie takich, prowadzących działalność niezgodnie z przepisami podmiotów, jest mocno utrudnione, a czasem niemożliwe. Postulujemy otwarcie szerokiej dyskusji odnośnie tego tematu z udziałem wszystkich zainteresowanych grup uczestników rynku i wypracowanie optymalnych rozwiązań dla wszystkich stron, oczywiście w zachowaniu zgodności z regulacjami MIFID.Wprowadzenie obowiązku nagrywania wszystkich rozmów w relacji firma inwestycyjna-klient w przypadku usługi przyjmowania i przekazywania zleceń była w oczywisty sposób związana z charakterem takiej usługi. Wprowadzenie obowiązku nagrywania wszystkich rozmów związanych ze świadczeniem usług zarządzania portfelami wydaje się zbyt daleko idące i nieuzasadnione charakterem usługi. W usłudze tej klient wyraża swoją wolę poprzez podpisanie umowy i towarzyszących jej załączników, które precyzują wybraną strategię i towarzyszące jej ograniczenia inwestycyjne. W odróżnieniu od usługi przyjmowania zleceń w rezultacie samej rozmowy klient z reguły nie składa dyspozycji zmieniającej jego strategię, bądź inne warunki świadczenia tej usługi (jeżeli tak by było, obowiązek nagrywania byłby oczywiście uzasadniony). W większości rozmów klient jest informowany o sytuacji na rynku, wynikach inwestycyjnych, jak również poglądach firmy inwestycyjnej na rynek. W takich rozmowach klient bardzo często porusza kwestie związane ze swoim majątkiem, sytuacją, planami finansowymi, życiowymi i rodzinnymi. Obowiązek nagrywania takich rozmów spowodowałby utrudnienie kontaktu z klientem, gdyż wielu klientów nie będzie zainteresowanych nagrywaniem informacji odnośnie jego zamożności, czy planów finansowych nie stanowiących części strategii inwestycyjnej, ale mogące być szalenie istotne dla planowania finansowego i skalibrowania właściwej usługi dla klienta. Postulujemy, by obowiązkowi nagrywania, w odniesieniu do usług zarządzania portfelem, podlegały wyłącznie rozmowy, gdzie klient składa dyspozycję, bądź inne oświadczenie woli wobec firmy inwestycyjnej. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 150 | CFA Society Poland | Pkt. 4.3.4. | Postulowane wprowadzenie wystandaryzowania części prospektu emisyjnego i automatyzacja jego akceptacji przez nadzorcę rynku KNF z pewnością przyczyni się do zwiększenia zainteresowania rynkiem kapitałowym, jeżeli tylko spowoduje to faktyczne skrócenie procesu zatwierdzenia prospektu do czasu 1-2 miesięcy o których mówi ustawa. Emitenci rozpatrują proces dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym jako całościowy proces o określonym koszcie i określonym czasie trwania. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 151 | CFA Society Poland | Uwaga ogólna (zachęty podatkowe dla inwestorów) | Zachęty podatkowe odnoszące się do inwestowania przez osoby fizyczne, wyszczególnione w Strategii należy ocenić bardzo pozytywnie, w szczególności odnoszące się do obniżenia stawki podatkowej dla inwestycji długoterminowych i możliwości kompensacji strat i zysków kapitałowych. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości |
| 152 | CFA Society Poland | Uwaga ogólna (skarbowe papiery wartościowe) | Bardzo pozytywnie oceniamy chęć udostępnienia skarbowych produktów oszczędnościowych szerszej grupie inwestorów indywidualnych. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości |
| 153 | CFA Society Poland | Pkt 4.5.4.  | Usprawnienie funkcjonowania rynku obligacji korporacyjnych, o którym mowa w pkt 4.5.4 wraz ze zwiększeniem bezpieczeństwa funkcjonowania tego rynku ewidentnie wydaje się istotne, zwłaszcza w kontekście niedawnych bankructw emitentów tych obligacji. Dążenie do zwiększenia transparentności i dostępu do informacji dla inwestorów jest niewątpliwie pożądane. W tym procesie należy jednak zwrócić szczególną uwagę na nie generowanie dodatkowych kosztów dla emitentów ani dodatkowych utrudnień dla inwestorów i emitentów. Z uwagi na charakter polskiej gospodarki, dużą liczbę średnich firm i do niedawna relatywnie duży, rozwijający się rynek kapitałowy rynek obligacji korporacyjnych powinien stanowić istotne źródło pozyskiwania kapitału dla firm w skali całej gospodarki, a dla inwestorów interesującą i dostępną alternatywę inwestycyjną. W odróżnieniu od rynku akcji, rynek obligacji korporacyjnych nie rozwinął się w takim stopniu, napotykając na swojej drodze rozliczne przeszkody. Występujące co jakiś czas bankructwa emitentów tych obligacji, nierzadko połączone z missellingiem tych produktów finansowych również nie sprzyjały jego stabilnemu rozwojowi. Nie zmienia to jednak faktu, że rynek ten jest polskiej gospodarce potrzebny i aby rynek ten mógł się rozwinąć muszą być likwidowane bariery jego rozwoju, a koszty związane z wejściem na niego zmniejszane, a nie zwiększane. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku |
| 154 | CFA Society Poland | Pkt. 4.5.7.  | Odnośnie opłat i kosztów o których mowa w pkt. 4.5.7 zgadzamy się z faktem, że są one istotnym elementem konkurencyjności rynku kapitałowego. W wielu segmentach polskiego rynku kapitałowego opłaty te są wysokie, znacząco wyższe niż w większości krajów Unii Europejskiej. Taka struktura kosztów nie jest jednak wynikiem działania pojedynczych firm inwestycyjnych, czy instytucji finansowych, ale wynika z mechanizmów strukturalnych funkcjonujących na polskim rynku od dawna, w tym mechanizmów dystrybucji usług finansowych. Oczywiście należy dążyć do obniżania opłat. Nie wydaje się nam jednak, aby najlepszą formą ich obniżania były wprowadzane odgórnie regulacje obniżające bez uwzględnienia specyfiki rynku i konsekwencji, które mogą z nich wynikać. Dotyczy to w szczególności dystrybucji usług inwestycyjnych świadczonych przez mniejsze podmioty, które nie posiadają swojej wewnętrznej sieci dystrybucji. Odgórne ograniczenie opłat i kosztów w połączeniu z wprowadzonymi poprzez regulacje MIFID ograniczeniami odnoszącymi się do zachęt może powodować że część podmiotów nie będzie w stanie utrzymać swojej sieci dystrybucji przez co mogą one zniknąć z rynku. Zniknięcie z rynku mniejszych podmiotów i oferowanych przez nich usług w istotny sposób przyczyniłoby się do ograniczenia konkurencyjności na rynku i zubożenia oferty produktowej dostępnej dla klientów. Wydaje się, że konieczność ujawniania wszystkich pobieranych opłat i prowizji wobec klientów w połączeniu z wolnym rynkiem i występowaniem na nim produktów o niższych opłatach powinno spowodować obniżenie opłat bez negatywnych skutków dla rynku i jego konkurencyjności. |   |
| 155 | CFA Society Poland | Pkt. 4.6. | Strategia w punkcie 4.6 słusznie zauważa coraz większe zainteresowanie finansowaniem mini projektów i startupów poprzez platformy Crowdfundingowe. W naszej ocenie zainteresowanie Crowdfundingiem czy ICO jest w dużej mierze odpowiedzią inwestorów na brak prostej platformy pozyskiwania kapitału na obecnie funkcjonującym rynku kapitałowym. Najmniejsze podmioty (startupy, firmy micro), decydujące się na emisję niepubliczną, pozyskanie kapitału drogą nieformalną czy też poprzez Crowdfounding lub ICO mogłyby szukać wsparcia technicznego i merytorycznego właśnie na rynku kapitałowym (dokładniej New Connect, bądź inna platforma zorganizowana przez GPW), który co do zasady powinien właśnie te cele spełniać. Pozwoliłoby to nie tylko na zwiększenie dość ograniczonych możliwości finansowania mikro projektów czy Startupów jeszcze w fazie Seed, ale również na zagospodarowanie inwestorów skłonnych inwestować w niezwykle ryzykowne projekty realizujące wybrane przez nich cele. Forum to ułatwiłoby również dostęp do takich inwestycji wyspecjalizowanym Domom czy Funduszom inwestycyjnym. Oferowałoby więc jasną drogę awansu do regulowanego rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 156 | Dentons | Dot. funduszy inwestycyjnych  | Zakaz wykonywania zleceń zbiorowych oraz tzw. konstrukcji ‘nominee’ dotyczący funduszy zagranicznych, o którym mowa w art. 256 ust. 1b Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach Inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („Ustawa o funduszach”) powinien zostać zniesiony.Zniesienie powyższego zakazu otworzy rynek finansowy dla większej liczy inwestorów w Polsce pozwalając na wypełnienie następujących celów przyświecających Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego:i) dopuszczenie większej liczby podmiotów do prowadzenia działalności na polskim rynku finansowym;ii) zwiększenie kompetencji przy jednoczesnym zmniejszaniu opłat ponoszonych przez inwestorów i zwiększaniu ich zysków;iii) korzystania z doświadczeń funkcjonowania rynków finansowych na rynkach globalnych. Zniesienie zakazu spowoduje skopiowanie rozwiązań zastosowanych przez sąsiednie państwa, które doprowadziły do znacznego wzrostu zaangażowania podmiotów krajowych i zagranicznych na rodzimym rynku finansowym.Wyłączenie od powyższego zakazu odnosi się obecnie tylko do tytułów uczestnictwa dopuszczonych do obrotu na polskim rynku regulowanym prowadzonym przez GPW, zaś nie dotyczy tytułów uczestnictwa dopuszczonych na pozostałych rynkach regulowanych Unii Europejskiej, co stoi w sprzeczności z prawem unijnym i założeniami unijnej harmonizacji rynków kapitałowych. Przyjęcie postulowanych zmian poprawi pewność i zaufanie wśród polskich inwestorów, jako że lokalni dystrybutorzy tytułów uczestnictwa w funduszach zagranicznych będą mogli oferować swoim klientom portfele dyskrecjonalne portfeli modelowych złożone z tytułów uczestnictwa zarówno krajowych, jak i zagranicznych funduszy. Rynek inwestycyjny w Polsce jest wyraźnie ograniczony przez zakaz wykonywania zleceń zbiorowych poprzez detalizację systemów operacyjnych mającą negatywny wpływ na ofertę skierowaną do polskich klientów. Ofertę, z której mogą skorzystać polscy inwestorzy charakteryzuje niska jakość usług inwestycyjnych i procesu nabywania tytułów uczestnictwa. Mając powyższe na uwadze należy stwierdzić, że zakaz, o którym mowa powyżej powoduje również zahamowanie rozwoju branży FinTech w Polsce.Co więcej zakaz korzystania z konstrukcji „nominee” znacząco ogranicza możliwość korzystania z kosztowo-efektywnych rozwiązań transakcyjnych przez fundusze tworzone w ramach Pracowniczych Planów Kapitałowych oraz w efektywne przekazywanie informacji o produktach klientom detalicznym.Ograniczenie w zastosowaniu konstrukcji „nominee” negatywnie wpływa na działalność polskich dystrybutorów tytułów uczestnictwa, nie pozwalając im na efektywne agregowanie zleceń i na różnorodność w doborze portfeli ich klientów.Ponadto, zakaz wykonywania zleceń zbiorowych nie pozwala klientom prywatnej bankowości i wealth managemnentu na korzystanie z usług finansowych na poziomie europejskim, ponieważ instytucje finansowe oferujące usługi z zakresu bankowości prywatnej i wealth managementu nie mogą w odpowiedni sposób agregować transakcji. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. Kwestia będzie przedmiotem dyskusji jednej z grup roboczych przez RRRF. |
| 157 | Dentons | Pkt. 4.3.4. (dot. SICAV)  | Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego zakłada wprowadzenie funduszu SICAV na polski rynek finansowy. Wprowadzenie takiej zmiany musiałoby się wiązać z umożliwieniem zagranicznym spółkom zarządzającym zarzadzania zarejestrowanymi w Polsce funduszami SICAV. Możliwość zarządzania przez zarządzających zarejestrowanych w pozostałych państwach członkowskich powinna również dotyczyć funduszy alternatywnych zakładanych w Polsce.KNF zawsze postulowało zarządzanie funduszem przez krajowe TFI jako wymóg dla polskich funduszy inwestycyjnych. Było to związane z brakiem instytucji funduszu SICAV w polskim porządku prawnym oraz niedopuszczalność zarządzania polskimi funduszami inwestycyjnymi przez zagraniczne spółki zarządzające. Żywię nadzieję, że sugerowane zmiany dotyczące wprowadzenia SICAV do polskiego porządku prawnego pozwolą zagranicznym podmiotom zakładać w Polsce fundusze, co z resztą jest jednym z założeń dyrektywy UCITS. Niestety Polska zaimplementowała wspomnianą dyrektywę w sposób uniemożliwiający zakładanie polskich funduszy przez zagraniczne podmioty. Zasugerowane zmiany mają na celu uwspólnianie pewnych standardów dotyczących podmiotów zarządzających funduszami ze standardami obowiązującymi w pozostałych państwach Unii Europejskiej. Są to postulaty, które z pewnością korzystnie wpłyną na konkurencyjność Polskiego rynku kapitałowego oraz na inwestycje dokonywane przez polskich inwestorów. Ponadto zagraniczne spółki zarządzające wniosą na polski rynek know-how i doświadczenie z innych rynków europejskich | Uwaga **odrzucona**. Obowiązujące regulacje nie uniemożliwiają zarządzania krajowymi funduszami inwestycyjnymi przez podmioty zagraniczne. Podmioty te nie mogą jedynie być organem takiego funduszu, a co za tym idzie nie mogą być założycielami funduszu inwestycyjnego.  |
| 158 | Dentons | Pkt. 4.3.4. (dot. SICAV)  | Jako konsekwencję uwagi z punktu nr 2, chciałbym zasugerować możliwość zagwarantowania tego, że w momencie w którym struktura SICAV zostanie wprowadzona do polskiego porządku prawnego, polskie fundusze inwestycyjne, które zostały zarejestrowane przed tą zmianą otrzymają możliwość przekształcenia w fundusz SICAV bez żadnych nadzwyczajnych przeszkód oraz konieczności spełniania przesadnie uciążliwych warunków.Opisana gwarancja z pewnością zwiększyłaby konkurencyjność polskiego rynku. Gdyby nie istniała możliwość przekształcenia funduszy założonych przed wejściem w życie postulowanej zmiany w SICAV, byłby to oczywisty przykład nierównego traktowania (zarówno funduszy jak i ich inwestorów). Taka restrukturyzacja nie powinna się jednak odbywać wbrew woli inwestorów, którzy powinni przegłosować ją (przykładowo większością 75% głosów). Jeśli funduszom odebrano by możliwość względnie łatwej restrukturyzacji, fundusze te byłyby zmuszone do funkcjonowania w warunkach zmniejszonej atrakcyjności dla inwestorów. | Uwaga **odrzucona.**Propozycja zbyt szczegółowa jak na formę opracowywanego dokumentu. |
| 159 | Dentons | Propozycja dot. funduszy inwestycyjnych | Podobnie jak ma to miejsce w pozostałych państwach Unii Europejskiej, polska Ustawa o funduszach powinna zawierać specjalne, mniej restrykcyjne wymogi dla funduszy, których tytuły uczestnictwa są oferowane jedynie klientom profesjonalnym. Takich funduszy nie powinny obowiązywać obowiązki zatrudniania krajowych agentów płatności ani krajowe przepisy ustanawiające wymogi dotyczące przygotowywania dokumentów określających sposób i warunki dystrybucji.Wprowadzenie proponowanego w tym punkcie rozwiązania pozwoli na da im możliwość inwestowania w szeroki wachlarz produktów inwestycyjnych oferowanych przez podmioty obecne na globalnym rynku przez inwestorów instytucjonalnych. Rozwiązanie to przybliży strukturę polskiego rynku finansowego do struktur znanych z zachodnich, bardziej rozwiniętych rynków. Pozwoli ono także na wzrost konkurencyjności na polskim rynku funduszy inwestycyjnych, w zakresie tytułów uczestnictwa oferowanych klientom profesjonalnym, dając inwestorom możliwość doboru bardziej im odpowiadających produktów inwestycyjnych. | Uwaga **odrzucona**.Proponowane rozwiązanie funkcjonuje już na gruncie ustawy o funduszach inwestycyjnych. |
| 160 | MRPiPS | Pkt. 4.3.4. | W związku z nadesłaniem projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, pragnę zwrócić uwagę, że zawarte w nim rekomendacje odnoszące się do reform w zakresie regulacji obejmują m.in. propozycje wprowadzenia nowych rozwiązań legislacyjnych, dotyczących w szczególności zezwolenia udzielania pożyczek papierów wartościowych funduszom inwestującym w celach emerytalnych, czy też zabezpieczania przez nie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. W tym kontekście należy mieć na uwadze, że propozycje ewentualnych zmian regulacyjnych powinny uwzględniać wyniki przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego, dokonanego na podstawie art. 32 ust. 2 ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz. U. poz. 398 i 1175 oraz z 2013 r. poz. 1717). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.Strategia zawiera jedynie kierunkowe rozwiązania  |
| 161 | Analizy Online | Uwaga ogólna (dot. wstępu i 2.2.4.) | W naszej ocenie głównym problemem rynku kapitałowego w Polsce jest brak systemu dystrybucji kapitału na giełdę. Motorem napędowym jego rozwoju musi być zaufanie oraz wymierne korzyści wynikające z przekazywania kapitału na rynek kapitałowy. W naszej ocenie Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego powinna uwzględniać tzw. „błędne koło”, z jakim wszyscy uczestnicy rynku mają do czynienia. Problemem są nie tylko bariery kapitałowe i strukturalne, ale również bariera zaufania będąca pokłosiem misselingu, afer finansowych oraz aktywnej sprzedaży nieatrakcyjnych rozwiązań finansowych (niektóre Fundusze Inwestycyjne Zamknięte tzw. FIZ, niektóre polisy z funduszem inwestycyjnym tzw. UFK).Odnosząc się wprost do głównego założenia i celu nowej strategii pragniemy zwrócić uwagę, że podniesienie stopy oszczędności do poziomu 11% dochodu brutto do dyspozycji do 2030 roku przy wykorzystaniu wyłącznie narzędzi przedstawionych w projekcie SRRK uważamy za mało prawdopodobne. Stopa oszczędności, w myśl definicji Eurostat, zawiera w sobie komponent związany z aktywami zgromadzonymi w funduszach emerytalnych. Z tego też względu pragniemy również zauważyć, że sukces strategii będzie uzależniony m.in. od ścieżki rozwiązania kwestii OFE, która w projekcie SRRK nie została rozwinięta. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 162 | Analizy Online | Pkt 4.3.2.  | Równe traktowanie dystrybutorów produktów inwestycyjnychObecnie w branży inwestycyjnej mamy do czynienia z wyraźnym przeregulowaniem. Jednym z kluczowych aspektów jest kwestia dystrybucji produktów inwestycyjnych. Ich dystrybutorzy w praktyce nie mogą pobierać żadnego wynagrodzenia, gdyż wprowadzona została restrykcyjna interpretacja przepisów MIFID 2 (dużo dalej idąca niż przepisy UE). W praktyce wymusza ona model biznesowy oparty na pobieraniu przez dystrybutorów wynagrodzenia od klienta w formie zapłaty za tzw. usługę doradztwa. Na polskim rynku jest to niemożliwe ze względu na, po pierwsze, niski poziom edukacji finansowej i, po drugie, niechęć klientów do płacenia za tego typu usługi. W rezultacie, wspomniane przeregulowanie prowadzi do absurdalnej sytuacji, w której dystrybutor może być wynagradzany wyłącznie w formie dywidendy, co w polskich realiach odbywa się w ramach grup kapitałowych (bankowych i ubezpieczeniowych), pomijając (dyskryminując) podmioty niezależne takie jak licencjonowane domy maklerskie oraz licencjonowane firmy dystrybucyjne, które powinny być krwioobiegiem rynku kapitałowego.Przeregulowanie będzie skutkowało rozwinięciem rynku dystrybucji instrumentów inwestycyjnych w stronę zamkniętej architektury sprzedaży, czy nawet oligopolu kilku największych grup kapitałowych, które będą wynagradzały swoje sieci sprzedaży poprzez dywidendę. Tego typu praktyka wypchnie klientów do nielicencjonowanych usług i podmiotów finansowych. Naszym zdaniem jest to uregulowanie, które zabija konkurencyjność i może zepchnąć niezależne instytucje na margines rynku kapitałowego, tym samym hamując rozwój całego rynku kapitałowego.Propozycja: w nawiązaniu do stanowiska KNF ws. zachęt z dnia 21 grudnia 2018 r. oraz w duchu rozporządzenia Ministra Finansów dot. ograniczenia opłat stałych w funduszach inwestycyjnych FIO i SFIO proponujemy stworzenie jednolitego mechanizmu dla wszystkich dystrybutorów otwartych funduszy inwestycyjnych (banki, firmy pośrednictwa, domy maklerskie), który będzie służył transmisji wynagrodzenia płaconego przez klienta z aktywów funduszu na rzecz dystrybutora. Mechanizm transmisji wynagrodzenia powinien być jednakowy dla wszystkich podmiotów:• wysokość wynagrodzenia dla dystrybutora powinna być jednakowa niezależnie od rodzaju funduszu jaki posiada klient np. 0,5%-0,7% aktywów pod zarządzaniem rocznie.• wynagrodzenie powinno być redystrybuowane przez Agentów Transferowych z aktywów funduszu na rzecz dystrybutora.• wynagrodzenie dystrybutora oraz stała opłata za zarządzanie funduszem powinny mieścić się limicie 2% zaczynając od roku 2022. | Uwaga **odrzucona**. Przyjęte rozwiązania stanowią odpowiedź regulatora na nieprawidłowości zaobserwowane w zakresie kosztów dystrybucji ponoszonych przez uczestników funduszy inwestycyjnych.  |
| 163 | Analizy Online | Pkt. 4.5.7. (nowa propozycja) | Ograniczenie prowizji i opłat up-front za sprzedaż wszelkich licencjonowanych i nielicencjonowanych produktów inwestycyjnychJedną z przyczyn, dla których wielu potencjalnych inwestorów nie dostrzega korzyści płynących z produktów finansowych opartych na instrumentach rynku kapitałowego są ich wysokie koszty. W przypadku niektórych produktów (np. wybranych ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych czy funduszy zamkniętych) struktura wspomnianych kosztów praktycznie uniemożliwia wypracowanie zysków inwestorom. W związku z doniosłym charakterem tego zjawiska, chcemy zwrócić uwagę na tzw. opłatę up-front (pobieraną z góry od zainwestowanej kwoty), która w wielu przypadkach sięga kilku procent pierwszej wpłaty. Dodatkowo, naszym zdaniem, należy wprowadzić górny limit opłat jednorazowych na rzecz dystrybutora tzw. opłat za sprzedaż (prowizji za sprzedaż), tak aby wyeliminować patologie, do których dochodziło m.in. przy sprzedaży obligacji GetBack. W projekcie SRRK czytamy o ograniczaniu misselingu, tymczasem jest często wynikiem rozbieżności pomiędzy celem dystrybutora a celami klienta. Naszym zdaniem zdrowym rozwiązaniem jest stworzenie takich mechanizmów rynkowej gry, aby cel ten być wspólny. Właściwym kierunkiem jest stworzenie środowiska biznesowego zachęcającego do długoterminowego oszczędzania, w którym głównym źródłem przychodów banku, domu maklerskiego czy dystrybutora produktów finansowych będą opłaty uzależnione od wielkości zgormadzonych aktywów pobierane proporcjonalnie do okresu utrzymania inwestycji w portfelu inwestora. Rola opłaty początkowej w przychodach dystrybutorów i czy samej prowizji należnej dla dystrybutora powinna być niska, gdyż jest ona kosztem (niezależnie od formy jej pobierania) pokrywanym przez klienta. Wysoka prowizja lub opłata up-front może zachęcać do tzw. szybkiej sprzedaży produktu finansowego i nie daje przestrzeni do czerpania korzyści z długoterminowego oszczędzania/inwestowania. W związku z powyższym uregulowanie wysokości opłat up-front i prowizji dla dystrybutora wydaje się kluczowe. Ten postulat ma jednak wyłącznie sens wtedy, gdy pośrednicy będą wynagradzani przez klienta w ciężar aktywów produktu finansowego.Propozycja: Ograniczenie opłat up-front i prowizji dystrybucyjnej od instrumentów finansowych do maksymalnego poziomu 3%. Stworzenie mechanizmu, w którym otrzymywanie opłaty up-front od klienta uniemożliwia pobranie prowizji za sprzedaż i odwrotnie. | Uwaga **odrzucona**, niemniej projekt umożliwia, iż kwestia ta może być przedmiotem dyskusji grupy roboczej prze RRRF. |
| 164 | Analizy Online | Propozycja dot. IKE i IKZE  | Połączenie IKE i IKZE - unikalny produkt w skali świataW Polsce obecnie produkty z III filaru emerytalnego cieszą się niską popularnością. Na koniec 2018 roku aktywa z nich zgromadzone wyniosły zaledwie 11 mld zł, blisko 50- krotnie mniej niż obecnie na depozytach bankowych. Świadomość społeczna odnośnie funkcjonowania lub w ogóle istnienia tych rozwiązań jest bardzo niska, a demografia w Polsce w praktyce wymusza konieczność większej partycypacji oszczędności prywatnych (III filar) w emerytalnych ogółem. W tym celu system trzeba dodatkowo uprościć i tym samym zachęcić do korzystania z niego:Propozycja: Unifikacja obu rodzaju kont IKE i IKZE, przy zachowaniu korzyści każdego z nich. W związku z tym nowe konto emerytalne dawałoby prawo do ulgi podatkowej (IKZE), jak i byłoby zwolnione z podatku od zysków kapitałowych przy wypłacie świadczenia po osiągnięciu wieku emerytalnego (IKE). Byłby to unikatowy w skali całego świata produkt emerytalny.Dodatkowo zwiększenie rocznego limitu wpłat. Obecnie funkcjonujące, szczególnie dla IKZE, są skromne, szczególnie biorąc pod uwagę wzrost zamożności społeczeństwa w ostatnich latach. Nadal mogą być one powiązane z przeciętnym wynagrodzeniem, jednak mnożnik powinien być (istotnie) wyższy. | Uwaga **odrzucona**. Multiplikowanie zwolnień rodziłoby negatywne skutki dla budżetu. |
| 165 | Analizy Online | Pkt. 4.4.2. | Obniżenie podatku od zysków kapitałowychProblemem rynku giełdowego w Warszawie jest brak płynności. Pojawiające się postulaty dotyczące obniżenia podatku od zysków kapitałowych od inwestycji długoterminowych to naszym zdaniem propozycja niewystarczająca. Aby skutecznie przyczynić się do uatrakcyjnienia instrumentów finansowych w oczach potencjalnych inwestorów warszawskiego parkietu proponujemy obniżenie podatku od zysków kapitałowych, bez względu na okres w jakim przetrzymane są papiery wartościowe. Pojawienie się w SRRK zapis o obniżeniu podatku od dywidend jest pozytywne, ale naszym zdaniem nie przyczyni się w znaczącym stopniu do wzrostu zainteresowania GPW.W Polsce oszczędności o charakterze długoterminowym nadal stanowią skromny udział w oszczędnościach ogółem. Powoduje to brak kapitału zarówno na cele emerytalne, jak i na inwestycje i przedsięwzięcia wymagające finansowania długoterminowego. W tym celu potrzeba zachęt dla inwestorów, by lokowali swoje środki na dłuższy termin. Aby zachęcić do myślenia długoterminowego, postulujemy zarówno obniżenie podatku od zysków kapitałowych jak również skalę degresywną, aż do ostatecznego zwolnienia z podatku w sytuacji utrzymywania kapitału powyżej 10 lat. Skala i konkretne podziały są kwestią wtórną, kluczowa jest znacząca zachęta podatkowa dla osób, które swoimi oszczędnościami mogłyby zapewnić długoterminowe finansowanie krajowym przedsiębiorstwom.Propozycja: Istotne obniżenie podatku od zysków kapitałowych oraz wprowadzenie stawki degresywnej ww. podatku dla inwestycji długoterminowych | Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 166 | Analizy Online | Pkt . 4.3.3. (nowa propozycja) | Publikacja składów portfeli funduszy inwestycyjnych przynajmniej raz na kwartałJednym z powodów, dla którego polski rynek funduszy inwestycyjnych nie cieszy się dużą popularnością wśród Polaków, jest jego ograniczona transparentność. Dyrektywa MIFID 2 adresuje kwestię m.in. transparentności kosztów w produktach finansowych. Jednak na szerokorozumianą transparentność składa się kilka czynników. W przypadku funduszy inwestycyjnych zwracamy uwagę na rzadką i opóźnioną publikację składów portfeli funduszy. Co do zasady odbywa się ona tylko dwa razy w roku przy okazji publikacji sprawozdań finansowych. Co więcej, w skrajnym przypadku różnica pomiędzy datą publikacji sprawozdania a jego datą bilansową wynosi aż cztery miesiące. Naszym zdaniem, składy portfeli funduszy FlO, SFIO powinny być podawane z częstotliwością co najmniej raz na kwartał. Kilka towarzystw funduszy inwestycyjnych już teraz udowadnia, że to możliwe. Taki zapis zbliżyłby polski rynek kapitałowy do standardów zachodnich.Propozycja: Publikacja pełnego składu portfeli funduszy otwartych (FIO i SFIO) do 15 dnia roboczego po zakończeniu każdego kwartału. | Uwaga **odrzucona**, niemniej projekt umożliwia, iż kwestia ta może być przedmiotem dyskusji grupy roboczej prze RRRF. |
| 167 | Analizy Online | Pkt. 4.4.(Propozycja podatkowa)  | Zwolnienie z VAT usług doradztwa i zarządzania portfelem aktywów przez licencjonowane domy maklerskieW obecnej praktyce rynkowej domy maklerskie są nierentowne na swojej podstawowej działalności. Domy maklerskie, w zgodzie ze swoją podstawową rolą, powinny zajmować się nie tylko transmisją kapitału od inwestorów na giełdę, ale również zarządzaniem portfelem aktywów w imieniu swoich klientów. W obecnych realiach, zwłaszcza z uwagi na opodatkowanie usługi zarządzania aktywami, skutecznie hamowany jest rozwój tej części rynku kapitałowego. Co nie dotyczy innych usług finansowych. Zniesienie opodatkowania lub obniżenie do 0% stawki VAT za zarządzanie portfelem aktywów stworzy przestrzeń do rozwoju tej usługi. Na rozwiniętym rynku kapitałowym jest ona niezwykle potrzebna. W chwili obecnej usługa zarządzania aktywami na rachunek klienta jest w domach maklerskich działalnością o charakterze niszowym.Propozycja: Wykluczenie opodatkowania VAT z usług zarządzania aktywami przez domy maklerskie | Uwaga **odrzucona**. Przepisy w zakresie podatku VAT podlegająharmonizacji, co oznacza konieczność zapewnienia zgodności przepisów prawa krajowegoz przepisami prawa unijnego. W opinii Departamentu Podatku od Towarów i Usług wprowadzenieproponowanych rozwiązań nie byłoby zgodne z przepisami dyrektywy 2006/112/WE. |
| 168 | PIBR | 4.3.3. (str. 41) | Wprowadzenie obowiązku dostarczania przez emitentów sprawozdań dotyczących stabilności finansowej do KNF: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 poprawy ochrony konsumentów, należy określić reżim regularnej sprawozdawczości stabilności finansowej do KNF. Proponuje się zmianę modelu obowiązku ujawniania informacji oraz wprowadzenie przepisów zobowiązujących dyrektorów, zarządy i biegłych rewidentów emitentów oraz dystrybutorów produktów do zachowania należytej staranności wobec rynku, tak aby ryzyko związane z inwestowaniem w obligacje niepubliczne nie było jedynie po stronie inwestora. Wzór stosownego sprawozdania powinien być dostępny na stronach KNF. Należy również wdrożyć obowiązek przeprowadzania audytu.  | Uwaga **przyjęta**.  |
| 169 | PIBR | 4.3.3 | Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym:Działanie, jakie naszym zdaniem należałoby wprowadzić, to:- obowiązkowa dematerializacja w KDPW,- większy zakres odpowiedzialności i transparentność w zakresie całkowitych zobowiązań emitentów,- wprowadzenie wystandaryzowanej dokumentacji, pozwalającej obniżyć koszty, poprawić i przyspieszyć dostęp do rynku oraz zmniejszyć ryzyko systemowe, ryzyko kontrahenta i ryzyko prawne,- utworzenie systemu informacji dla prospektów emisyjnych i niestandardowych emisji; | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 170 | PIBR | Pkt. 4.3.3. (nowy postulat) | Wprowadzenie badania wspólnego do praktyki badania sprawozdań finansowych w Polsce.Proponujemy:- wprowadzenie definicji badania wspólnego do słowniczka w ustawie: „badanie wspólne - rozumie się przez to badanie ustawowe przeprowadzane przez dwie różne, niezależne od siebie i niepowiązane firmy audytorskie wpisane na listę firm audytorskich, o której mowa w art. 57 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach..., w szczególności nie należące do tej samej sieci, gdzie wyniki badania są uzgadniane między tymi firmami i przedstawiane we wspólnym sprawozdaniu z badania zawierającym wspólną opinię z badania i podpisanym przez kluczowych biegłych rewidentów reprezentujących każdą z firm audytorskich.”;- wprowadzenie następujących zapisów (art.) do ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach...:1. Wyboru firm audytorskich przeprowadzających badanie wspólne dokonuje organ zatwierdzający sprawozdania finansowe.2. Firmy audytorskie przeprowadzające badanie wspólne zobowiązane są do złożenia wspólnego sprawozdania z badania, a także innych wspólnych sprawozdań składanych komitetowi audytu, zarządowi bądź innym organom. W przypadku różnicy zdań każda firma audytorska przedstawia swoją opinię w osobnym punkcie sprawozdania z badania wraz z uzasadnieniem różnicy zdań.3. Firmy audytorskie ponoszą solidarną odpowiedzialność za wydaną opinię z badania.4. Każda firma audytorska uczestnicząca w badaniu wspólnym powinna otrzymać od 40% do 60% całkowitego wynagrodzenia z tytułu badania. Jeśli podział wykonany jest w innych proporcjach, musi być nadzorowany przez Komisję Nadzoru Audytowego (Finansowego?).5. Krajowa Rada Biegłych Rewidentów zobowiązana jest do przygotowania i opublikowania standardu badania wspólnego.6. W przypadku jednostek zainteresowania publicznego - powierzenie dwóm odrębnym firmom audytorskim badania wspólnego wydłuża okres obowiązkowej rotacji określony w art. 128 ust. 1 do 10 lat.”.Celem regulacji jest dekonsolidacja rynku audytorskiego oraz polepszenie jakości badania sprawozdań finansowych. Dekoncentracja rynku zapobiegnie problemom związanym ze znalezieniem audytora w związku z wymogami niezależności. Wybór dwóch firm audytorskich do wspólnego badania w założeniu podniesie wiarygodność badania i bezpieczeństwo dla interesariuszy (większy sceptycyzm i niezależność). Wspólny audyt z kolei umożliwi przekazywanie wiedzy i nabywanie doświadczenia mniejszym firmom audytorskim poprzez wspólne wykonywanie procedur badania.Propozycja wprowadzenia ww. zapisów do ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach... oparte są na rozwiązaniach stosowanych w innych państwach Unii Europejskiej takich jak Francja czy Niemcy. Korzyści z nich płynące to:- dekoncentracja rynku i wsparcie dla Komitetów Audytu w realizacji ustawowego obowiązku przeprowadzenia procedury wyboru firmy audytorskiej w związku z wprowadzonymi w ww. ustawie wymogami niezależności,- rozwój wiedzy i doświadczenia mniejszych firm audytorskich poprzez wspólne wykonywanie procedur badania,- zwiększenie zaufania do sprawozdawczości poprzez zwiększenie sceptycyzmu zawodowego audytorów (przedstawienie wspólnych wniosków z badania).Badania przeprowadzone we Francji wykazały, że koszt badania wspólnego jest wyższy o 3-5 % od badania prowadzonego przez jedną firmę audytorską co powoduje, że mowa jest o poziomie kosztów akceptowalnych w odniesieniu do wagi propozycji zmian; | Uwaga **odrzucona**. Kwestia wykracza poza zakres tematyczny przyjęty w projekcie.  |
| 171 | PIBR | Pkt. 4.3.3. (nowy postulat) | System kontroli wewnętrznej w obszarze sprawozdawczości finansowej oraz atestacja tego systemu przez niezależnego biegłego rewidenta:Należałoby zobowiązać zarządy spółek do zaprojektowania i wdrożenia skutecznych systemów kontroli wewnętrznych zapewniających prawidłowe sporządzanie sprawozdań finansowych. W przypadku spółek nadzorowanych przez KNF niezbędnym byłoby wprowadzenie oświadczenia o zaprojektowaniu i wdrożeniu skutecznego systemu kontroli wewnętrznej powinno znaleźć się w treści sprawozdania finansowego. W odniesieniu do spółek nadzorowanych przez KNF oświadczenie to powinno podlegać niezależnej ocenie firmy audytorskiej w ramach innej usługi niż badanie sprawozdania finansowego.Propozycja oparta jest o rozwiązanie amerykańskie wprowadzone po aferze Enron (ustawa Sarbanesa-Oxleya, 2002 r.). W regulacji tej zobowiązano spółki giełdowe do prawidłowego zaprojektowania i wdrożenia skutecznych systemów kontroli wewnętrznej w obszarze raportowania finansowego i dołączania do raportów rocznych oświadczenia zarządów odnośnie ich skuteczności. Niezależny biegły rewident przeprowadza audyt skuteczności kontroli wewnętrznej a przez to audyt prawdziwości tego oświadczenia. Doświadczenia amerykańskie wskazują że poziom oszustw i manipulacji w sprawozdaniach finansowych zmniejszył się znacząco w wyniku tej regulacji. Doświadczenia polskich firm audytorskich wskazują że spółki skupiają się na kontrolach w odniesieniu do celów operacyjnych i strategicznych. Kontrole w obszarze raportowania finansowego nie podlegają w spółkach niezależnemu audytowi, pozwalającemu wydać opinię czy zostały prawidłowo zaprojektowane i skutecznie wdrożone (taki audyt nie jest elementem badania sprawozdania finansowego).Istnieje obecnie błędne przekonanie, że wszelkie słabości kontroli wewnętrznych w obszarze raportowania finansowego, a nawet ich brak niweluje biegły rewident wykonując badanie sprawozdania finansowego. Za system kontroli wewnętrznej, jego zaprojektowanie i wdrożenie odpowiada zarząd spółki. Zgodnie z amerykańskimi regulacjami, CEO oraz CFO mają obowiązek osobiście poświadczyć (pod rygorem odpowiedzialności karnej, kara finansowa od 1-5 mln USD, 10-20 lat więzienia, lub obie kary), że:1. W oparciu o posiadaną wiedzę raport roczny nie zawiera istotnych zniekształceń, które mogłyby wprowadzić czytelnika sprawozdania finansowego w błąd.2. W oparciu o posiadaną wiedzę informacja finansowa zawarta w raporcie rocznym nie zawiera istotnych zniekształceń odnośnie sytuacji finansowej, przepływów pieniężnych i wyników spółki.3. Ponoszą odpowiedzialność za wdrożenie, utrzymanie oraz ocenę kontroli wewnętrznej. Ostatnią ocenę kontroli wewnętrznej przeprowadzono w okresie 90 dni przed datą raportu rocznego i wnioski z tej oceny odnośnie skuteczności zostały zawarte w raporcie rocznym.4. Przekazali biegłym rewidentom oraz komitetowi audytu informacje o wszelkich słabościach w kontrolach oraz nadużyciach, bez względu na ich istotność.5. Wskazali w raporcie rocznym czy miały miejsce istotne zmiany w systemie kontroli wewnętrznej.Drugi element amerykańskiej regulacji wymaga, aby raport roczny zawierał „raport na temat kontroli wewnętrznych”, który:1. Stwierdza, że zarząd odpowiada za wdrożenie i utrzymanie odpowiednich kontroli wewnętrznych, w tym procedur w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdania finansowego.2. Zawiera ocenę zarządu odnośnie skuteczności kontroli wewnętrznej, w tym procedur w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdania finansowego.„Raport na temat kontroli wewnętrznych” podlega badaniu przez niezależnego biegłego rewidenta; | J.w.  |
| 172 | PIBR | Pkt. 4.3.3. (nowy postulat) | Szerokie działania na rzecz podniesieniu jakości audytu prowadzone przez samorząd zawodowy:Proponujemy opracowanie standardów w zakresie pracochłonności badania sprawozdań finansowych, które dotyczyłyby wszystkich badań, jak również wprowadzenie regulacji zobowiązujących biegłych rewidentów/firmy audytorskie do przedstawienia ofert na badanie zawierających wystandaryzowaną kalkulację ceny z uwzględnieniem godzin i stawek biegłego rewidenta i zespołu, a także wprowadzenie wymogów zawodowych - obligatoryjnego szkolenia sektorowego dla biegłych rewidentów badających banki, w tym banki spółdzielcze, ubezpieczycieli, spółki giełdowe, i inne podmioty nadzorowane.Celem realizacji ww. propozycji, należałoby - naszym zdaniem:- przeprowadzić szeroką akcję edukacyjną w zakresie działalności ww. jednostek, w tym tematów specyficznych (wyceny, szacowanie ryzyka, modele impairmentowe, instrumenty finansowe, stosowanie MSB w praktyce badania wybranych podmiotów, badanie systemów IT). Szkolenia byłyby obejmowane 3 letnim cyklem ze wskazaniem na obowiązkową liczbę godzin;- opracować biblioteki procedur do wykorzystania w badaniu wybranych jednostek;- opracować systemowe rozwiązania związane z identyfikacją firm audytorskich stwarzających podwyższone ryzyko związane z niską jakością audytu oraz decyzji dotyczących częstotliwości kontroli, jak również wdrożyć działania zapewniające możliwość dedykowania do takich kontroli osób posiadających dobrą znajomość branży i procedur audytu obejmujących w szczególności dobór i edukację kontrolerów. | J.w. |
| 173 | PFR Ventures |  | Biorąc pod uwagę obecnie trwające prace konsultacyjne nad projektem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK) przygotowywanym przez Ministerstwo Finansów przesyłamy propozycje dodatkowych inicjatyw wspomagających rozwój polskiego rynku kapitałowego, ze szczególnym uwzględnieniem inwestycji kapitałowych na rynku niepublicznym tzw. inwestycji venture capital oraz private equity.Lista proponowanych inicjatyw:1) Nadzór i zaufanie do rynku:a. Rozdzielenie wymogów regulacyjnych (uzyskiwanie zgód, wypełniania obowiązków informacyjnych, możliwości wprowadzania do obrotu etc.) dla różnych grup inwestorów w przypadku prowadzenie ASI/ZASI oraz TFI/FIZ:i. Klient profesjonalny jako inwestor Instytucjonalny (fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, etc.),ii. Klientów detalicznych jako inwestorów indywidualnych,iii. Zamożnych inwestorów indywidualnych jako kwalifikowanego klienta detalicznego.b. Specjalizacja wewnętrznych komórek organizacyjnych instytucji kontrolno-nadzorczych:i. Rynki notowane,ii. Rynki nienotowane,c. Specjalizacja i usprawnienie sądów gospodarczych:i. Rynki notowane,ii. Rynki nienotowane,d. Rozpoczęcie systematycznego badania rynku niepublicznego (private equity), szczególnie w spółki start-up oraz publiczne udostępnianie tych danych wszystkich uczestnikom rynku; | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.   |
| 174 | PFR Ventures | Pkt. 4.4. | Kwestie podatkowe:a. Wprowadzenie zwolnień oraz ulg podatkowych dla inwestorów indywidualnych (aniołów biznesu, oraz inwestorów w funduszach venture capital) np. w formie łączenia zysków i strat kapitałowych z działalnością zawodową w ramach rozliczenia PIT (jak ma to miejsce w takich krajach jak Francja, Korea Południowa czy Hiszpania); obniżenia podstawy opodatkowania (np. Wielka Brytania - British Business Scheme dla inwestorów typu Anioł Biznesu, Australia czy Francja); czy zwolnienie z opodatkowania zysków kapitałowych (przypadek Francji);b. Zwolnienie z podwójnego opodatkowania Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych, które posiadają mniej niż 10% udziałów w inwestycji; | Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 175 | PFR Ventures | 4.5.  | Rozwój i struktura rynku polskiego:a. Wprowadzenie odpowiednich mechanizmów (takich jak preferencje podatkowe, czy określanie odpowiednich limitów) mających za zadanie skutecznie zachęcić inwestorów instytucjonalnych takich jak fundusze emerytalne firmy ubezpieczeniowe czy fundusze inwestycyjne do zaangażowania części swoich aktywów na rynku niepublicznym w roli Limited Partners, w szczególności w fundusze venture capital;b. Rozszerzenie oferty programowej w obszarze innowacyjność i formy jej finansowania (venture capital / private equity) w edukacji na studiach ekonomicznych i na innych poziomach;c. Opracowanie skutecznych mechanizmów kontraktowania przez instytucje i firmy państwowe rozwiązań biznesowych na etapie prototypów i testów (dopasowanie prawa zamówień publicznych). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 176 | PFR Ventures | 4.6. | Polska regionalnym centrum finansowym:Biorąc pod uwagę nacisk położony w Projekcie na rozwój sektora FinTech warto wprowadzić inicjatywy mające uczynić z Polski tzw. hub technologiczny FinTech m.in. poprzez przyciągnięcie do Polski profesjonalnych międzynarodowych inwestorów inwestujących w tym obszarze. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 177 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna | Z punktu widzenia strategicznego rozwoju rynku kapitałowego, nadania znaczenia i wykorzystania w gospodarce - mogłoby tego dokumentu nie być, gdyż w istocie nie zawiera on rekomendacji, które mogłyby pomóc polskiej giełdzie. Nie odpowiada bowiem na podstawowe dwa pytania:Dlaczego polski rynek kapitałowy po ponad 20 latach rozwoju i wzrostu zaczął kilka lat temu zamierać?- Jak zbudować większą skalę i znaczenie polskiego rynku kapitałowego tj. czy jeśli ten rynek będzie bardziej „przyjazny”, jeśli usunięte zostaną zidentyfikowane w dokumencie bariery, to nasz rynek uzyska większą skalę i znaczenie?W dokumencie bowiem zebrano zbiór mniej lub bardziej opisanych działań usprawniających, nie jest to jednak materiał wypełniający definicję strategii, która nada mocne znaczenie i dynamikę rozwoju polskiemu rynkowi kapitałowemu, poprawi jego obecny status, czy rozwiąże od lat pęczniejące problemy.Diagnoza:Polski rynek kapitałowy rozwijał się i budował swoją pozycję w CEE w procesie transformacji pomimo dwóch czynników hamujących tj. niedokończonej prywatyzacji GPW oraz zbyt wysokich opłat dla uczestników rynku. Państwowa własność GPW ograniczała możliwości zbudowania pozycji międzynarodowej, zwłaszcza w zakresie M&A. Zbyt wysokie koszty zaś, zwłaszcza transakcyjne, ograniczały konkurencyjność GPW. Ale generalnie, kierunki rozwoju dla rynku kapitałowego były w przeszłości ustawione właściwie.Początek procesu destrukcji polskiego rynku to likwidacja OFE. Skutki tego widoczne dzisiaj to osłabienie segmentu polskich inwestorów instytucjonalnych i pierwszy poważny impuls dla utraty zaufania do polskiego rynku (zaufanie do NBP i GPW maleje i wynosi odpowiednio w latach: 2006, 2011, 2016: 68%, 62%, 60% - 43%, 45%, 37%). Decyzja dotycząca OFE była bardzo szkodliwa, ale można by ją uznać za jednostkową, a jej skutki za możliwe do naprawienia.Od 2015 - obecne rządy i polityka gospodarcza - zapoczątkowały systemowy proces destrukcji rynku kapitałowego poprzez silną etatyzację gospodarki i polityczne nią zarządzanie. Skutki dla giełdy warszawskiej: wzrost ryzyka politycznego, wzrost niepewności, nieprzewidywalności i nieracjonalnej redystrybucji pomiędzy SSP, a także destrukcja w obszarze ładu korporacyjnego. Stan obecny 2019 roku: giełda funkcjonuje jako miejsce dla krótkookresowych inwestycji spekulacyjnych i oportunistycznych inwestorów, dominacja inwestorów zagranicznych w obrotach akcjami (59%), zdalnych członków giełdy, niski poziom zaufania, brak warunków do długookresowego oszczędzania. Jest to sytuacja adekwatna do aktualnego charakteru polskiej gospodarki: gospodarce upaństwowionej i rządzonej przez polityków giełda nie jest potrzebna.Większości w/w fundamentalnych, strategicznych kwestii dokument SSRK nie porusza tj. własności w gospodarce, prywatyzacji GPW i systemowego modelu funkcjonowania rynku kapitałowego (for-profit czy non-for-profit infrastruktury transakcyjnej i post- transakcyjnej), wzmocnienia segmentu polskich inwestorów instytucjonalnych, pozycji na rynku CEE, spadku zaufania wynikającego z ogólnej oceny wiarygodności instytucji rządowych. Dokument trudno zatem nazwać strategią. Zawiera on zestaw postulatów i rekomendacji, z których część jest słuszna, a część niepotrzebna, ale które na pewno nie odnoszą się do spraw najważniejszych dla przyszłości rynku kapitałowego. Rekomendacje usprawniające działania administracji są oczywiście pozytywne, jednakże nie są wystarczające dla rewitalizacji i stworzenia silnego rynku kapitałowego w Polsce. Będzie funkcjonował jako marginalny mechanizm alokacji i inwestycji, tak jak w pozostałych krajach CEE. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości |
| 178 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna | Dokument typowy dla programów tworzonych przy pomocy środków zewnętrznych w krajach rozwijających się i scentralizowanych, gdzie władza ma przekonanie, że decyzjami administracyjnymi można naprawiać gospodarkę -PL- EBRD, (przykład Malezja, Turcja - World Bank, Jordania - EBRD, Bułgaria). SRRK pokazuje kierunki działań, jednakże niektóre obszary są bardziej szczegółowo opisane, ale większość w sposób bardzo ogólny. Przykładowo - dość szczegółowo skupiono się na reformie nadzoru czy kwestiach podatkowych, zaś rozwój rynków np. repo potraktowano bardzo ogólnie (tu brak nawet kierunkowych kroków co zrobić, aby wydłużyć okres zapadalności rynku repo, aby banki były zainteresowane handlem na platformie BondSpot). W przypadku zachęt podatkowych - wydaje się, że powinny być zdecydowanie większe, aby w istocie pobudzić polski rynek kapitałowy. Niestety dokument jest bardzo skoncentrowany na lokalnym rynku i w ogóle pomija kwestie konkurencyjności i konkurencji międzynarodowej, nie analizuje i nie wyciąga wniosków z zachodzących zjawisk, zmian i trendów na europejskich oraz globalnych rynkach kapitałowych. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 179 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna | SRRK jest raczej analizą i katalogiem barier do usunięcia. Brak jednak wskaźników i liczb, a zwłaszcza określenia poziomu wzrostu skali rynku w wyniku implementacji strategii. Pytanie czy, jeśli w wyniku usuwania barier wskazanych w SRRK i implementacji działań strategicznych, polski rynek kapitałowy, poza tym, że będzie bardziej „przyjazny”, zanotuje wzrost zainteresowania inwestorów a brokerzy zyskają skalę? | j.w. |
| 180 | Pracodawcy RP | Pkt 2  | Zbyt wąskie podejście do zagadnień o kompleksowym charakterze:a) Budowa zaufania - rozumiana zbyt wąsko (ograniczona do przewidywalności regulacji, odpowiedzialności pośredników), bez uwzględnienia zaufania do władzy publicznej w ogóle. Ład Korporacyjny stanowi jeden z fundamentów zaufania; brak refleksji nad łamaniem Ładu przez SSP (łupy polityczne).b) Wśród fundamentalnych zasad wdrażania strategii (str.18) nie ma wzmocnienia segmentu inwestorów instytucjonalnych, który byli jednym z czynników rozwoju polskiego rynku w przeszłości. Bardzo mało uwagi poświęcono PPK. Jedyna wzmianka o PPK, jako o wsparciu dla pośredników. Brak analizy z perspektywy struktury podmiotowej rynku.c) cel SRRK (str. 21) - zwiększenie poziomu oszczędności w gospodarce; nie zależy to wyłącznie od rynku kapitałowego i od edukacji ekonomicznej, ale od poziomu zamożności, zaufania do instytucji finansowych, wzorców zachowań. | j.w.  |
| 181 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna Pkt. 4.3.2. (str. 39)Uwaga ogólna | Niespójność ocen i celów. Dysonanse:a) z jednej strony satysfakcja w związku z zaliczeniem Polski do rynków rozwiniętych przez FTSE Russell i jednocześnie postulat zasady proporcjonalności ze względu na specyfikę regulacyjną dla CEE jako rynków i gospodarek słabiej rozwiniętych?b) Outsourcing (BPO) - centra usług wspólnych jest krytykowany, a jednocześnie przy innej okazji traktowany jest jako dowód skutecznego przyciągania zagranicznych inwestorów. A więc, czy to dobrze, czy źle?c) Wiara w moc decyzji administracyjnych: liczne, w tym nowotworzone, podmioty biurokratyczne do realizacji SRRK oraz dokumenty, które mają poprawić sytuację? | a) Uwaga **odrzucona** – uznanie Polski za rynek rozwinięty nie zwalnia nas z dążeń do jego dalszego rozwoju, zresztą zostało to wspomniane w SRRK b) Uwaga **przyjęta** co do kierunku c) Uwaga **niezrozumiała.** Brak przedstawiciela Pracodawców RP na konferencjach uzgodnieniowych. |
| 182 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.1. | Niejasna i zagmatwana struktura do realizacji SRRK: Pełnomocnik Ministerstwa Finansów ds. wdrożenia SRRK, zespół specjalistów w MF ds. zarządzania projektem SSRK, trójstronne porozumienie (MF, KNF, NBP), Rada Rozwoju Rynku Finansowego (z 2006) i w jej ramach tematyczne grupy robocze (w liczbie 9!) koordynowane przez zespół roboczy SRRK. Dodatkowa komplikacja za sprawą Rady Edukacji Finansowej (utworzonej w 2018) mającej współpracować z zespołem SRRK, Fundusz Edukacji Finansowej, Polskie przedstawicielstwo w Brukseli (uczestnicy rynku i rząd) - precyzyjnie określić cele, zadania, ale i koszty oraz transparencję działań. Wśród podmiotów zaangażowanych w realizację nie ma GPW i KDPW, dlaczego? Ponadto trójstronne porozumienie KNF/MF/NBP na rzecz implementacji rozwiązań SRRK wydaje się ruchem PR-owym, niewnoszącym żadnych konkretnych wartości dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, a tym bardziej jak napisano w SRRK nie przyczyni się do „wzmocnienia zaufania ze strony podmiotów rynku do tworzonego prawa i wyznaczanych przez Rząd kierunków działań zmierzających do rozwoju tego rynku”. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 183 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.2.3.3. | Edukacja ekonomiczna - ma być realizowana poprzez kompleksową Strategię Edukacji Finansowej i Fundusz Edukacji Finansowej, chociaż edukacja ekonomiczna i finansowa powinna być realizowana poprzez cały system edukacji. | Uwaga **przyjęta**. |
| 184 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.5.1. (str. 52) – kropka druga od góry | Postulat ustalania maksymalnych stawek opłat prowizyjnych; czy to powrót do czasów słusznie minionych i kontroli cen? Powinna działać konkurencja. O tym w ogóle nie pisze się w strategii. | Uwaga **odrzucona** – opłaty są czynnikiem, który zniechęca m.in. inwestorów indywidualnych do inwestowania |
| 185 | Pracodawcy RP | 4.2.2. | Ład Korporacyjny powinien być jednakowy dla wszystkich spółek (nie ma potrzeby specjalnego dla SSP, tak jak postuluje dokument). | Uwaga **przyjęta**. |
| 186 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna (dot. celów SRRK) | Nierealistyczne postulaty:a) Kapitalizacja giełdy do PKB - już było ok.50% w latach 2006-2010 (IPO GPW), jednakże wskaźnik 75% nie jest realny.b) Pozyskanie oszczędności Polaków z zagranicy (zachęty) - życzeniowe myślenie.c) Powrót zagranicznych inwestorów instytucjonalnych z proprietary trading to kwestia zaufania i głębokości rynku, a nie decyzji administracyjnych.d) Idea GPW jako hub-u dla CEE nierealna i nieobudowana konkretami w SRRK. Język angielski nie wystarczy.e) Inwestycje w nowe technologie branży maklerskiej wymagają środków. Branża słabo zarabia. Pytanie - jeśli brokerzy mają zainwestować w nowe technologie, to kiedy im się to zwróci? Po Warsecie system UTP nie przyniósł bowiem dla skali rynku żadnych zmian | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 187 | Pracodawcy RP |  Pkt. 4.5.4. | Rynek obligacji:a) Catalyst i Bond Spot - bez refleksji nad strukturą rynku - czy nie czas na zmianę tej wynikowej struktury? Od początku była niezrozumiała.b) obligacje korporacyjne; co z ratingiem? agencja ratingowa - nie ma o tym w ogóle mowy. | a) Uwaga **odrzucona**. Zarzut bezzasadny. b) Uwaga **odrzucona**. W Polsce nie ma przeszkód do powołania agencji ratingowej, kwestie działania takiego podmiotu reguluje rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie agencji ratingowych - zmieniające rozporządzenie 1060/2009. Brak takiej krajowej agencji, która oceniałaby lokalnych emitentów był często wskazywany, jako jedna z barier rozwoju krajowego rynku obligacji korporacyjnych. W 2018 r. zaprezentowana została inicjatywa GPW, PFR i BIK, które miały współdziałać w celu powołania w oparciu o Instytut Analiz i Ratingu (IAiR) silnej, lokalnej i rozpoznawalnej agencji ratingowej.  |
| 188 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.3.  | Zmiany w nadzorze KNF:a) Niewystarczające doświadczenie KNF - dlaczego? Nadzór nad rynkiem w Polsce funkcjonuje przecież od prawie 30 latb) Zasady funkcjonowania KNF - zwiększenie budżetu, zmiana zasad (czy coś nowego w stosunku do zmian z 2016 i 2018 ?). Strategia biznesowa KNF - po co? przecież to urząd działający zgodnie z regulacjami. | Uwaga **odrzucona** – Projektodawca ma na myśli doświadczenie rynkowe, a nie liczbę lat przepracowanych w Urzędzie.b) uwaga **odrzucona**. Kwestia była przedmiotem dyskusji i została wyjaśniona na konferencji uzgodnieniowej – brak przedstawiciela podmiotu zgłaszającego uwagę.  |
| 189 | Pracodawcy RP |  | W całym dokumencie nie ma wzmianki o kosztach ponoszonych przez pośrednich uczestników rynku kapitałowego, czyli np. osoby inwestujące w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Koszty te, jak wskazują porównania międzynarodowe (vide np.: Cremers M., Ferreira M.A., Matos P., Starks L. (2016), Indexing and active fund management: International evidence, Journal of Financial Economies, Volume 120, Issue 3, June 2016, 539-560) są w Polsce ponad dwukrotnie wyższe niż w innych krajach. Niewątpliwie stanowi to barierę rozwoju rynku kapitałowego, której znaczenie jest szczególnie istotne w otoczeniu historycznie niskich stóp procentowych, a co za tym idzie stóp zwrotu. Koszty obciążające inwestorów pomniejszają bowiem ich stopę zwrotu. Ponieważ w najbliższej przyszłości fundusze inwestycyjne będą zarządzały środkami zgromadzonymi w PPK, to koszty ponoszone przez uczestników mogą po pewnym czasie stać się przedmiotem kontrowersji, z którymi pracownicy będą zwracali się do pracodawców, którzy zgodnie z ustawą zdecydują o wyborze podmiotu zarządzającego PPK w swoim przedsiębiorstwie. Stanie się tak szczególnie wtedy, jeśli stopy zwrotu będą nadal niskie. Oczywiście ustawa o PPK wprowadza limity na opłaty pobierane przez zarządzających, ale nadal na tle instytucji zarządzających aktywami na świecie są one wysokie, szczególnie w porównaniu z funduszami pasywnie zarządzanymi. Fundusze zarządzane pasywnie, które wydają się być szczególnie predestynowane do zarządzania inwestycjami długoterminowymi, jakimi są oszczędności emerytalne, pobierają bowiem, np. w Stanach Zjednoczonych opłaty za zarządzanie na poziomie 10-, a nawet 20-krotnie niższym niż jest to zaplanowane w przypadku instytucji zarządzających PPK. Bez znaczącego obniżenia opłat pobieranych przez instytucje zarządzające aktywami trudno będzie przekonać potencjalnych inwestorów do rynku kapitałowego. Zapisane w rozporządzeniu ministra finansów ograniczenia opłat za zarządzanie w funduszach inwestycyjnych są krokiem w dobrym kierunku, ale z pewnością niewystarczającym. | Uwaga **odrzucona**. Postulat obniżania opłat jest wspomniany w pkt 4.5.1 Natomiast kwestia PPK jest poza zakresem tematycznym niniejszego projektu. |
| 190 | Pracodawcy RP | Pkt. 2.1. (str. 18) | Przedstawione na s. 18 projektu porównanie kosztu kredytu bankowego w różnych krajach abstrahuje od poziomu stóp procentowych banku centralnego. Podejście takie wydaje się niepoprawne metodologicznie, gdyż nie zawiera podstawowej informacji o tym, jaka jest marża ponad stopę wolną od ryzyka, która jest oferowana klientom. A to ona decyduje o dostępności kredytu i chęci jego zaciągania, a nie bezwzględne oprocentowanie. | Uwaga **odrzucona** – kwestia była wewnętrznie analizowana w MF. Przytoczone porównanie zdaniem projektodawcy jest zdecydowanie wystarczające na potrzeby niemniejszego dokumentu.  |
| 191 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna (dot. PPK) | Ograniczenia w polityce inwestycyjnej Funduszy Zdefiniowanej Daty w ramach Pracowniczych Planów Kapitałowych. Jednym z istotnych dla przedsiębiorców argumentów związanych z wprowadzeniem Pracowniczych Planów Kapitałowych było przekonanie o możliwości zbudowania zasobów kapitałowych pozwalających na stworzenie nowe źródła finansowania inwestycji. Obecnie ponad 90% inwestycji finansowych jest długiem ze względu na łatwiejszą, ale droższą możliwość pozyskania środków. Jeżeli jednak udałoby się stworzyć odrębny strumień finansowania inwestycji, który pochodziłby z długoterminowych oszczędności przedsiębiorcy mieliby szansę wybrać pomiędzy finansowaniem dłużnym, a kapitałowym. Należy jednak podkreślić, że ustawowe ograniczenia polityki inwestycyjnej w ramach PPK będą determinowały inwestowanie znaczącej części środków w spółki w WIG20 i WIG40 zamiast stanowić realny zasób dla przedsiębiorstw szukających kapitału. Warto także zauważyć, że stały dopływ środków do notowanych w ramach WIG20 i WIG40 spółek będzie wiązał się z ryzykiem spekulacji oraz bańki, która powstanie w wyniku oderwanego od wycen sztucznego „pompowania” środków w instrumenty akcyjne największych spółek utrudniając mniejszym podmiotom zdobycie kapitału. | Uwaga **odrzucona**. Kwestia jest poza zakresem tematycznym niniejszego projektu. |
| 192 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna (dot. OFE) | Brak decyzji co do przyszłości Otwartych Funduszy Emerytalnych Zapowiedziana przez rząd, 4 lipca 2016 roku, reforma Otwartych Funduszy Emerytalnych stanowiąca o podziale pozostających w OFE aktywów na: 25% środków przekazanych do Funduszu Rezerwy Demograficznej oraz 75% środków rozdysponowana na Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego nie została przeprowadzona. Co więcej od czasu przedstawienia koncepcji zmian wielokrotnie prezentowane były stanowiska o charakterze politycznym odnoszące się do innego podziału środków. Niepewność związana z perspektywą funkcjonowania Otwartych Funduszy Emerytalnych nie sprzyja rozwojowi rynku kapitałowego oraz może oddziaływać negatywnie na nastroje inwestorów oraz chęć do podejmowania ryzyka inwestycyjnego. | J.w. |
| 193 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.1.  | Niedostateczne wskazanie realizatorów oraz wskaźników realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Należy podkreślić, że nawet najlepiej opracowany dokument strategiczny bez odpowiedniej formy operacjonalizacji działań nie pozwoli na osiągnięcie zakładanych rezultatów. Strategia nie precyzuje, która instytucja państwowa; Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, Polski Fundusz Rozwoju, czy Komisja Nadzoru Finansowego jest odpowiedzialna za wytyczanie głównych kierunków rozwoju i realizowanie kluczowych przedsięwzięć w zakresie rynku kapitałowego. Pomimo iż Strategia zakłada powołanie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK w randze Sekretarza lub Podsekretarza Stanu, nie określono w wyczerpujący sposób jego kompetencji i możliwości ingerowania w procesy rynkowe. Co więcej polityczne usytuowanie realizatora SRRK sprawi, że będzie on rozliczany przez władze polityczne, a także Sejmową Komisję Finansów Publicznych. Wydaje się, że rozwiązanie to może nieść ze sobą więcej ryzyk, niż potencjalnych korzyści. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 194 | Pracodawcy RP | Pkt. 2 | W SRRK nie ma racjonalnych wskaźników, jest część, ale w wielu aspektach nakreślono tam zaledwie działania kierunkowe. Są wskaźniki będące w istocie rezultatem, a nie celem. Przykładowo - pisze się, że powinno się obniżyć koszt pozyskania kapitału lub że jest zbyt droga infrastruktura, natomiast nie wskazuje się docelowego poziomu (do jakiego poziomu obniżenie kosztów; o ile za droga infrastruktura?). Brak przy tym zaadresowania tematu utrzymywania niewspółmiernie wysokich opłat, niekonkurencyjnych wobec innych giełd, przy bardzo słabym wizerunku i sytuacji rynku kapitałowego. | Uwaga **odrzucona**. Strategia jest dokumentem rządowym o charakterze programowym, co do zasady powinna wskazywać jedynie kierunki proponowanych działań.  |
| 195 | Pracodawcy RP | Pkt 2 i pkt. 4.1.  | Zaufanie do rynku kapitałowego i weryfikowalność działań. Niezbędnym jest także określenie wskaźników realizacji SRRK oraz poszczególnych faz i etapów jej wdrażania. Wobec tego pożądanym kierunkiem działań powinno być operacjonalizowanie działań oraz precyzyjne ustalenie punktów odniesienia. Próżno także oczekiwać, że samo powołanie trójstronnego porozumienia (MF, NBP, KNF) przyczyni się do wzmocnienia zaufania ze strony uczestników rynku kapitałowego. Wraz za deklaracjami politycznymi powinny pójść realne działania i możliwości ich weryfikacji. Warto, aby uczestnicy rynku kapitałowego zwrócili uwagę na konieczność prowadzenia działań związanych z edukacją finansową, a także dostarczaniem klientom indywidualnym narzędzi umożliwiających ich aktywność na rynku kapitałowym. | Uwaga **odrzucona**. J.w.  |
| 196 | Pracodawcy RP |  | SRRK nie porusza kontekstu miejsca polskiej giełdy w Europie i świecie, ani nie definiuje najbardziej optymalnego modelu funkcjonowania rynku kapitałowego (struktura Giełdy, Krajowego Depozytu, izb rozliczeniowych, ich własność, orientacja biznesowa czy rentowność). Autorzy zupełnie pominęli strategię międzynarodową, a przecież mamy zagraniczne spółki, dual-listing, na rynkach finansowych zachodzą trendy związane z konsolidacją, obniżaniem kosztów, szerszym dostępem do infrastruktury, swobodą przepływu kapitału i Unią Rynków Kapitałowych, zabieraniem rynku giełdom przez MTFy, aż po skutki implementacji regulacji europejskich i zaostrzającą się konkurencję w odniesieniu do oferowania usług finansowych. W tym kontekście też brak jasnej strategii dotyczącej systemu notującego UTP, który nie jest rozwijany przez Euronext i co może stanowić potencjalnie duży problem dla domów maklerskich. W kontekście j.w. jako nieefektywne działanie - stworzenie przedstawicielstwa w Brukseli, zwłaszcza, że większość regulacji post-kryzysowych jest już w fazie implementacji, a z kolei dokument SRRK pomija kwestie poszukiwania i wykorzystywania przez nasz rynek szans wynikających z tychże regulacji. W kwestii umiędzynarodowienia rynku, nie ma właściwie żadnych propozycji, brak odniesienia do konkurencji, brak pomysłów na specjalizację, brak odniesienia do systemu rozrachunku w Europie tj. T2S i wprowadzenia euro w Polsce. | Uwaga **niezrozumiała** – brak przedstawiciela podmiotu zgłaszającego uwagę na wszystkich konferencjach uzgodnieniowych |
| 197 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.3.2. | Gold Plating - z jednej strony słusznie proponuje się odejście od tego procederu, a z drugiej proponuje rozwiązania odmienne od europejskich - takie które podniosą koszty i zniechęcą do rynku, np. na poziomie KDPW rejestr akcjonariuszy aktualizowany codziennie - pytanie po co?, kto za to zapłaci? Kto zechce być akcjonariuszem publicznym i jak wzrosną koszty KDPW. Ponadto wraca ciągle temat ewidencji opartej o direct holding - po pierwsze niezgodnie z europejskim prawem, po drugie jest to drogi i małp efektywny system skierowany raczej do mniej rozwiniętych rynków. Inne propozycje również nijak nie odnoszą się do europejskich regulacji i standardów międzynarodowych | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 198 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.5.7. i 4.5.8.  | SRRK pomija wspomniane wcześniej ważne rynkowo dylematy związane z modelem for-profit versus non-for-profit polskiej infrastruktury rynkowej oraz modelu funkcjonowania pośredników rynkowych. Ważny temat z punktu widzenia obniżania kosztów rynku, wzrostu skali oraz finansowania edukacji rynkowej. W tym ostatnim zakresie też pozostawiono niedosyt - oddając jak w wielu otwartych kwestiach inicjatywę grupom roboczym czy RRRF (co po latach funkcjonowania trzeba uznać za nieskuteczne). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 199 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.6.  | Nowoczesne technologie, dużo się o tym pisze, a jednocześnie krytykuje kryptowaluty i nie wspomina za dużo o aktywach cyfrowych, tak jakby nowoczesne technologie miały konserwować tradycyjny rynek kapitałowy. FinTech - zupełnie na wyrost przypisuje się rolę akceleratora fintechowego GPW. Dodatkowo należy zauważyć, że FinTech rozwija się zwłaszcza tam, gdzie nie ma regulacji - jak te technologie mają się dostosować do rynku tak ściśle regulowanego? W zakresie technologii poza brakiem zaadresowania problemu UTP - nie widać wniosków z punktu widzenia kosztów i skali rynku: GPW wprowadziła UTP co nie wpłynęło na wzrost obrotów, czy spadek kosztów, czy też zmianę modelu biznesowego. Stąd tematy innowacji technologicznych trzeba rozpatrywać z perspektywy małego rynku, wpływu na koszty i ryzyko biznesowe takich operacji (kiedy to się zwróci). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 200 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna (dot. zakresu pkt 4.5.) | Brak strategii dla rozwoju rynku towarowego, z którego GPW czerpie znaczące przychody. A gdzie nowe obszary budowania skali polskiego rynku kapitałowego? | Uwaga **odrzucona** – rynek nie zgłaszał postulatów odnośnie rynku towarowego |
| 201 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna (dot. kwestii podatkowych)Uwaga ogólna (dot. branży maklerskiej) | SRRK nie koncentruje uwagi na kwestiach podstawowych związanych ze wzrostem skali rynku - budowanie popytu i podaży, dobrych prywatnych spółek na GPW, nowych podmiotów atrakcyjnych dla inwestorów. Nie ma żadnych propozycji dla emitentów, a możliwość zaliczenia kosztów IPO jest z jednej strony niewystarczająca, z drugiej przecież można nie robić IPO i nie będzie kosztów. Proponowana ulga dla banków w zakresie repo, czy rozpoczęcie dyskusji o podatku u źródła dla euroobligacji jest doraźnym działaniem naprawiającym to co zepsuły pomysły w ostatnich trzech latach. Jeśli zaś chodzi o zachęty podatkowe dla emitentów i inwestorów oraz uczestników rynku. Zaproponowane rozwiązania są mniej niż znikome i żadnego istotnego wpływu na rynek mieć nie będą: podatek od zysków kapitałowych trzeba znieść, co też nie będzie ze znaczącym wpływem na decyzje inwestycyjne, ale jak się mówi o oszczędnościach, to warto je promować, a nie penalizować, stąd kompensacja zysków i strat to za mało, a nawet bardzo mało.W strategii ponadto nie dostrzega się znaczenia krajowych domów i biur maklerskich. Branża ta od lat z podstawowej działalności notuje straty (w 2018 r. branża pokazała 215 mln zł straty na działalności podstawowej). Bez silnych domów maklerskich, obsługa inwestorów i pozyskiwanie kapitału dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych polskich firm będzie niemożliwe. Obecna sytuacja w branży maklerskiej to skutek, między innymi nadmiernych regulacji, kosztów infrastruktury, polityki umacniania znaczenia i roli zagranicznych domów maklerskich - tzw. zdalnych członków.Z kolei konstatacja w SRRK o zacofaniu technologicznym polskich domów maklerskich, które w konsekwencji osłabiają rynek kapitałowy jest szkodliwa i nieprawdziwa - zasadniczym problemem bowiem jest mała skala polskiego rynku, wysokie koszty transakcyjne i nieproporcjonalne obciążenia regulacyjne, dające nieuzasadnioną przewagę zdalnym członkom giełdy. Podsumowując brak działań i postawionego celu jakim jest wzmocnienie roli i znaczenia polskich firm inwestycyjnych, jako kluczowych pośredników przyczyniających się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego, w szczególności w zakresie obsługi małych i średnich przedsiębiorstw. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 202 | Pracodawcy RP | Pkt. 4.4. | Uwagi szczegółowe do części podatkowej SRRK:a) proponowany pakiet instrumentów fiskalnych jest niewystarczający dla stymulowania rozwoju rynku kapitałowego w Polsce;b) większość proponowanych rozwiązań fiskalnych ma charakter zachowawczy zarówno co do rodzaju proponowanych instrumentów, jak i zakresu ich stosowania (w SRRK wielokrotnie pojawia się zastrzeżenie o potrzebie wprowadzenia limitów dla proponowanych ulg podatkowych);c) brak jest propozycji nowatorskich (np. zniesienie podatku od zysków kapitałowych dla osób fizycznych) - propozycje w większości stanowią modyfikacje już obowiązujących regulacji (np. programy akcyjne) albo mają stanowić ich doprecyzowanie (np. koszty IPO);d) niewielka ilość propozycji fiskalnych skierowanych do emitentów - większość propozycji dotyczy inwestorów.e) koszty IPO - brak jest racjonalnego uzasadnienia dla wprowadzenia proponowanego limitu dla kosztów IPO, które będą mogły podlegać odliczeniu; za takie trudno bowiem uznać obawę o sztuczne zawyżanie kosztów doradztwa w ramach IPO;f) programy akcji pracowniczych - brak jest racjonalnego uzasadnienia dla ograniczenia proponowanych rozwiązań podatkowych jedynie do programów, w ramach których pracownicy otrzymują rzeczywiste akcje z wyłączeniem programów, w ramach których pracownicy otrzymują inne instrumenty finansowe będące pochodną akcji spółki (np. phantom shares, opcje na akcje z rozliczeniem pieniężnym itp.); rozwiązania fiskalne dla programów akcji pracowniczych powinny ponadto zostać poszerzone o doprecyzowanie obecnie obowiązujących regulacji w zakresie programów akcyjnych opartych o warranty subskrypcyjne; dla spółek publicznych jest to obecnie najczęściej wybierana forma realizacji programów akcyjnych; tymczasem nieprecyzyjne brzmienie przepisów dotyczących programów akcyjnych wywołuje wątpliwości praktyczne, czy preferencje podatkowe obejmują również nabycie akcji w ramach programów opartych o warranty; niejednolita jest tu również praktyka organów podatkowych oraz sądów administracyjnych;g) kompensacja zysków kapitałowych i strat - w projekcie SKRR mowa jest o tym, że umożliwienie kompensacji strat i zysków kapitałowych w ramach różnych klas instrumentów ma dotyczyć w szczególności jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych; na analogicznych zasadach powinny być traktowanerównież certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych zamkniętych; brak jest racjonalnego uzasadnienia dla różnicowania tych klas aktywów inwestycyjnych;h) brak jest uzasadnienia dla powoływania wyspecjalizowanych urzędów skarbowych dla emitentów - specyfika podatkowa emitentów nie odbiega od specyfiki podatkowej podmiotów niepublicznych | Uwaga **odrzucona**. SRRK jest dokumentem programowym, szczegółowe rozwiązania zostaną zaproponowane w fazie implementacyjnej projektu.  |
| 203 | Pracodawcy RP | Uwaga ogólna | W dokumencie rangi rządowej należałoby wyeliminować błędy merytoryczne, uaktualnić okres danych (niektóre dane kończą się na roku 2016, inne 3Q2018) i uzupełnić analitykę.Przykładowo:a) Na stronie 14 w sojuszu giełd Euronext pominięto giełdę w Lizbonie.b) Na stronie 20 w kontekście europejskim ilustruje się wyłącznie wskaźnik płynności, pomijając dane i ilustracje podstawowych wskaźników obrazujących pozycję danego rynku w Europie, jak: udział w obrotach akcjami, udział w kontraktach terminowych, udział w kapitalizacji giełd.c) Na stronie 21 wskazuje się, niejako panaceum - że „wybierając danego pośrednika, uczestnik rynku często przywiązuje się do rynku na którym działa ten pośrednik” bez refleksji, że tenże pośrednik najczęściej działa na wielu rynkach i z pewnością nie jest przywiązany do jednego rynku.d) Na stronie 24 - zadziwiająco i bez rozwinięcia w dalszej części i w postaci diagnozy i konkretnych działań wskazano jako barierę „braki w infrastrukturze post- transakcyjnej, w celu zapewnienia większego bezpieczeństwa rynku”e) SRRK wskazuje od lat powtarzane w środowisku problemy czy prawdy, którym nie adresuje konkretnych działań - przykładem jest tu wypunktowanie na stronie 22. Jednocześnie wymienione tu kwestie mają charakter usprawniający, a nie strategicznie zmieniający funkcjonowanie rynku. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 204 | Polska Agencja Ratingowa | Uwaga ogólna  | 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 2018 r. 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: | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 205 | Polska Agencja Ratingowa | Nowy postulat – dot. pkt. 4.5.4 | Agent emisji jako obligatoryjny element emisji niepublicznejDo 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 zakreślenie 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. | Uwaga **odrzucona**. Postulat został zawarty w projekcie UC130. |
| 206 | Polska Agencja Ratingowa | Nowy postulat – dot. pkt. 4.5.4. Pkt. 4.5.4.4.5.1  | Zakaz obrotu obligacjami po terminie ich zapadalnościUstawa wprowadza przepis, który systemowo ograniczać będzie popyt na obligacje. Zgodnie bowiem z obowiązującym od dn. 1 lipca 2019 r. 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 nie zwiększa poziomu ochrony inwestorów i równocześnie istotnie uderza w segment rynku wyspecjalizowany w obrocie obligacjami niewykupionymi. W dłuższej perspektywie de facto może prowadzić do likwidacji tego segmentu rynku. Wydaje się, że nowe przepisy wydłużą tym samym okres oczekiwania przez obligatariuszy na uzyskanie częściowego zwrotu zainwestowanych środków aż do zakończenia się postępowania upadłościowego emitenta. Zmienia to w istotny sposób kalkulacje inwestorów podnosząc ryzyko do poziomu, który nie będzie akceptowalny dla znacznej części z nich. Z tego punktu widzenia ten zakaz powinien zostać zniesiony.Istotnym wątkiem Strategii jest ochrona inwestorów. Specyfiką polskiego rynku obligacji jest stosunkowo duży udział osób fizycznych wśród bezpośrednich nabywców obligacji. Zgodnie z zasadami zawartymi w MIFID II powinni oni znajdować się 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 wiarygodnym 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” posiadanie przez emitenta ratingu jest podstawowym czynnikiem wpływającym na jego zdolność do pozyskania finansowania poprzez emisję długu. W tej sytuacji warte rozważenia jest 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 tj. 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 wyłączenie 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 S.A. deklaruje gotowość aktywnego uczestniczenia w tych pracach i wniesienia swoich, dotychczasowych doświadczeń. Natomiast nietrafionym pomysłem wydaje się wprowadzenie obowiązku raportowania do KNF przez emitentów obligacji niepublicznych informacji dotyczących stabilności finansowej, gdyż taki obowiązek podnosi koszty emisji obligacji natomiast jego przydatność dla inwestorów jest wątpliwa.Szczególne zastrzeżenia budzą:• wzrost wymagań regulacyjnych: w tym konieczność przygotowywania memorandum dla każdej nowej emisji (uciążliwe, gdy planuje się ich kilka w ciągu roku), w tym w sytuacji, gdy emisja jest kierowana do maksimum 149 odbiorców,• konieczność powołania agenta emisji prywatnych skoro wszystkie emisje i tak mają być publiczne oraz prowadzona będzie rejestracja emisji publicznych w/przez KNF, pomimo prowadzenia takiego rejestru przez KDPW,• spodziewany wzrost kosztów emisji: w tym KDPW (opłata rejestracyjna i z tytułu wypłaty pożytków z obligacji), koszt nadania kodu LEI (Ustawa z 9 listopada 2018 r. wprowadza taki obowiązek także dla emisji niepublicznych) i prowizje agenta emisji (szerszy poziom odpowiedzialności cywilnoprawnej i karnej za niedopełnienie obowiązków regulacyjnych i informacyjnych w całym okresie do wykupu obligacji wymusi pozyskiwanie przez agenta opinii prawnych, modyfikacji polis ubezpieczenia OC etc.).Ustawa w jej obecnym kształcie może spowodować obniżenie się atrakcyjności finansowania działalności przez emisję obligacji w porównaniu do kredytu bankowego, co jest sprzeczne z celami określonymi w Strategii.Zobowiązanie banków do raportowania danych kredytowych swoich klientów i umieszczenie ich w planowanym rejestrze, celem umożliwienia korzystania z tych informacji wszystkim inwestorom, mogłoby spowodować konflikt z obowiązującymi przepisami i doprowadzić do naruszenia tajemnicy bankowej. Zgodnie z aktualnym stanem prawnym zwolnienie z tajemnicy bankowej może nastąpić jedynie:• na żądanie sądu lub prokuratora w związku z toczącym się postępowaniem odnośnie przestępstwa lub przestępstwa skarbowego,• w przypadku uzasadnionego podejrzenia wykorzystania banku dla prania brudnych pieniędzy lub finansowania terroryzmu.Bank jest zwolniony z obowiązku dochowania tajemnicy, jeżeli z jakichś względów nie może należycie wykonać umowy z klientem, co może być spowodowane istniejącymi przepisami prawa lub zleceniem wykonania zobowiązań innym podmiotom na zasadzie outsourcingu.Istnieje również katalog podmiotów, którym banki zobowiązane są dostarczyć informacji poufnych. Są to: Komisja Nadzoru Finansowego, sąd lub prokurator, Prezes NIK, Szef Służby Celnej, Generalny Inspektor Kontroli Skarbowej, Prezes Zarządu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, biegły rewident upoważniony do kontrolowania sprawozdań banku, Agencja Wywiadu, Centralne Biuro Antykorupcyjne, Policja, Żandarmeria Wojskowa, Straż Graniczna, Służba Więzienna, komornik sądowy, GIODO, Prezes UOKiK, NBP.Nie zwalnia to jednak tych instytucji z obowiązku zachowania poufności powierzonych im danych. W efekcie informacji tych nie wolno jest rozpowszechniać w formie innej, niż zagregowana, uniemożliwiająca identyfikację podmiotu. Biorąc pod uwagę, że celem rejestru jest określenie stopnia zadłużenia i ryzyka kredytowego w odniesieniu do konkretnego emitenta, cel taki nie byłby spełniony. Co więcej, emitenci mogliby obawiać się ujawnienia informacji swoim konkurentom i kontrahentom, a banki - konkurencyjnym instytucjom finansującym. Mogłoby to mieć wymiernie negatywny wpływ na działalność biznesową obu stron.Także z punktu widzenia przydatności danych, udostępnienie szczegółowych informacji w rejestrze byłoby nieuzasadnione, ponieważ inwestorzy indywidualni (klasyfikowani zgodnie z MIFID II do kategorii „nieprofesjonalnych”), będący grupą najbardziej narażoną na straty, nie mogliby wykorzystać tych danych dla samodzielnej analizy ryzyka. Racjonalne wydawałoby się natomiast rozwiązanie, zapewniające dostęp do danych szczegółowych jednostkom wyspecjalizowanym w sporządzaniu ocen ryzyka kredytowego, takim jak np. agencje ratingowe o zasięgu ogólnopolskim. Podmioty takie mogłyby udostępnić „nieprofesjonalnym” uczestnikom rynku kapitałowego miarodajną i porównywalną ocenę ryzyka kredytowego poprzez nadanie ratingu emitentom i emisjom zwłaszcza w przypadkach, gdyby emitentami były podmioty małe i średnie nie mogące, z racji wysokich kosztów, uzyskać ratingu agencji międzynarodowych. Jednocześnie dla zapewnienia w rejestrze kompletności i aktualności danych na dzień powstania zobowiązania z tytułu emisji, raportowanie przez banki i firmy finansujące zobowiązań emitentów powinno być zautomatyzowane na bazie codziennej (zamknięcie dnia) i nie ograniczać się jedynie do informacji o łącznych zobowiązaniach finansowych emitenta (obligacjach, kredytach, pożyczkach, leasingu, instrumentach pochodnych, produktach strukturyzowanych, leasingu, faktoringu etc.), ale obejmować w wydzielonej części także informacje o niewykorzystanych saldach udostępnionych linii o finansowanie nawet, jeśli zostały one przyznane na podstawie umów typu otwartego („uncommitted facility”).Jest to istotne szczególnie w sytuacjach, gdy możliwe jest zaciągnięcie przez emitenta „z dnia na dzień” zobowiązań finansowych znacznej wartości w obrębie niewykorzystanych sald, lub w przypadku wysokiego zaangażowania w instrumenty pochodne o teoretycznie nieograniczonych progach ryzyka. Dostarczanie takich informacji w dłuższych interwałach czasowych może spowodować niedostępność kluczowej informacji w okresie pomiędzy powstaniem zadłużenia, a faktycznym ujawnieniem wzrostu ryzyka kredytowego. | Uwaga **odrzucona** –zmiana w tym zakresie została skonsultowana z uczestnikami rynku   |
| 207 | Polska Agencja Ratingowa | Nowy postulat – dot. pkt. 4.5.4.  | Usprawnienia dotyczące pierwotnego rynku obligacji korporacyjnychDalszych prac wymaga sprawa dodatkowych obowiązków sprawozdawczych nałożonych na emitentów, aby uniknąć potencjalnego ryzyka związanego z nadmiernymi obowiązkami sprawozdawczymi. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 208 | Polska Agencja Ratingowa | Pkt. 4.1.2.3. (str. 26) | Tematyczne grupy robocze przy RRRFPAR S.A. zgłasza gotowość do uczestnictwa w pracach związanych z pkt. 9 Zarządzanie ryzykiem i ochrona konsumentów w dedykowanej grupy roboczej przy RRRF | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 209 | ZBP | Pkt 4.4.1.  | ZBP popiera inicjatywę przekazania zadań związanych z wdrożeniem Strategii nowo powołanemu Pełnomocnikowi Ministra Finansów w randze Sekretarza lub Podsekretarza Stanu. W opinii środowiska bankowego jest to rozwiązanie optymalne, które powinno zapewnić sprawny i efektywny proces wdrażania Strategii oraz poszczególnych aktów prawnych powstających w jej ramach. Uzasadnionym jest także, aby - po podpisaniu trójstronnej umowy pomiędzy Ministerstwem Finansów, Narodowym Bankiem Polskim oraz Komisją Nadzoru Finansowego - Pełnomocnik ten posiadał także prawo do dokonywania interpretacji nowych przepisów z zakresu rynku kapitałowego, co pozwoli uczestnikom rynku na ich szybkie i właściwe wdrożenie.W celu zapewnienia efektywnego przepływu informacji pomiędzy instytucjami państwowymi zaangażowanymi we wdrażanie Strategii oraz uczestnikami rynku sugerujemy także formalne powołanie odrębnego gremium konsultacyjnego w skład, którego wchodziliby przedstawiciele ww. instytucji, podmiotów pełniących funkcje infrastrukturalne oraz organizacji zrzeszających uczestników rynku | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 210 | ZBP | Uwaga ogólna | Wskazane byłoby, aby w Strategii przynajmniej odnotować toczące się aktualnie prace legislacyjne dotyczące szeroko pojętego rynku kapitałowego, jak np. procedowaną obecnie w Ministerstwie Finansów nowelizację ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych przyjmującą przepisy umożliwiające wykonywanie rozporządzenia UE 2017/w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz implementację dyrektywy UE 2017/828 zmieniającej’ dyrektywę w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania.Warte uwzględnienia w Strategii w kontekście przyszłych zadań dla ww. Pełnomocnika są także przygotowywane obecnie na poziomie unijnym regulacje dotyczące „zrównoważonego finansowania” (Sustainable Financing), które najprawdopodobniej będą miały znaczący wpływ na obowiązki informacyjne emitentów czy firm inwestycyjnych. Celem nowych przepisów jest także przesunięcie punktu ciężkości zainteresowań inwestorów (w tym także detalicznych) na finansowanie projektów inwestycyjnych wykazujących pozytywny wpływ na ochronę środowiska lub wzmacnianie inicjatyw ważnych ze społecznego puntu widzenia. Można założyć, iż finalne rozstrzygnięcia w tej sprawie nastąpią już po przyjęciu Strategii, jednak takie inicjatywy legislacyjne będą rzutowały na funkcjonowanie rynku kapitałowego, a więc także na realizację celów w niej określonych. | Uwaga **przyjęta** kierunkowo.  |
| 211 | ZBP | Uwaga ogólna (dot. listów zastawnych) | ZBP chciałby także zasugerować uwzględnienie w Strategii listu zastawnego jako odrębnego instrumentu. Biorąc pod uwagę potrzeby sektora bankowego w zakresie refinansowania działalności na rynku finansowania nieruchomości oraz składane w UKNF kolejne wnioski licencyjne dotyczące banków hipotecznych, można zaryzykować stwierdzenie, iż jest to rodzaj papieru wartościowego bardzo interesujący z punktu widzenia rozwoju polskiego rynku kapitałowego, chociaż do tej pory emisje listów zastawnych przeprowadzane były głownie do inwestorów zagranicznych.Z debaty przeprowadzonej w środowisku emitentów listów zastawnych wynika, że dla osiągnięcia tego celu wymagane byłyby następujące działania:• przywrócenie zwolnienia podatku u źródła lub usprawnienie/ przyspieszenie procedury zwrotu pobranego podatku u źródła (WHT) od inwestorów zagranicznych z tytułu transgranicznych wypłat odsetek i dyskonta od listów zastawnych,• usprawnienie i odformalizowane procedury akceptacji prospektu emisyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego poprzez wprowadzenie możliwości składania uzupełnień do wniosków banków hipotecznych za pośrednictwem poczty elektronicznej (skanów dokumentów) oraz np. stworzenie możliwości wskazania pracowników UKNF delegowanych do bezpośrednich kontaktów z wnioskodawcą - jak wynika z doświadczeń banków hipotecznych pozyskanych w innych jurysdykcjach całość tej procedury nie powinna trwać dłużej niż 2-4 tygodnie,• skrócenie do 24 godzin procedury rejestracji listów zastawnych w KDPW.o wprowadzenie możliwości na GPW i BondSpot, aby dopuszczenie iwprowadzenie do obrotu listów zastawnych mogło się odbyć w trakcie jednego dnia roboczego,• liberalizacja przez Narodowy Bak Polski zasad traktowania polskich listów zastawnych w transakcjach repo i operacjach kredytowych z bankami, w tym obniżenie stosowanych haircut-ów do poziomu stosowanego przez Europejski Bank Centralny, przyjmowanie także listów emitowanych w euro,o umożliwienie nabywania listów zastawnych przez instytucje publiczne (np. BFG, Fundusz Rezerwy Demograficznej itp.).Warto także pamiętać, iż jedynie w 2018 roku trzy polskie banki hipoteczne wyemitowały listy zastawne o łącznym wolumenie 4.659,61 min zł. | Uwaga **odrzucona**. Kwestia poza zakresem tematycznym niniejszego projektu. |
| 212 | ZBP | 4.5.2.  | Jednym z założeń przyjętych przez autorów Strategii jest uwzględnianie w procesie jej wdrażania nie tylko zmian legislacyjnych, ale także aktywnej roli środowiska rynku finansowego w tworzeniu różnego rodzaju standardów rynkowych, co Związek Banków Polskich ocenia bardzo pozytywnie. ZBP chciałby zadeklarować podjęcie inicjatyw wskazanych w pkt. 4.5.2 dotyczących standardu dokumentacyjnego dla transakcji repo oraz 4.5.2.1.2 dotyczących usprawnień dla pierwotnego rynku obligacji korporacyjnych.Odniesienia do przedstawionych kwestii znajdują się w uwagach szczegółowych zamieszczonych poniżej | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 213 | ZBP | 4.1.2.3. | Biorąc pod uwagę zaplanowane w Strategii działania, wskazane byłoby także utworzenie grup roboczych zajmujących się rozwojem rynków repo oraz nieskarbowych papierów dłużnych.Natomiast w kontekście przewidywanych w zakresie implementacji na polskim rynku nowoczesnych technologii istnieje także potrzeba koordynacji prac z powstającym dorobkiem dotychczasowych prac zespołów o podobnych celach i strukturze, jak: Zespół roboczy ds. rozwoju FinTech przy KNF, Zespół roboczy ds. blockchain i kryptowalut przy KNF czy Grupa robocza ds. rejestrów rozproszonych i blockchain przy Ministerstwie Cyfryzacji. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 214 | ZBP | 4.1.3. | W tym fragmencie przewidywane jest „utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych”. ZBP chciałby zaproponować jako punkt wyjścia do tego rodzaju inicjatywy istniejące już w Brukseli od kilku lat Przedstawicielstwo ZBP, które stanowi już mocno osadzoną na tamtym rynku infrastrukturę. Nie ma przeszkód, aby - na ustalonych wcześniej warunkach - placówka ta mogła rozszerzyć profil swojej działalności i służyć pomocą także izbom z innych segmentów polskiego rynku finansowego. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 215 | ZBP | 4.2.1. | ZBP chciałby podkreślić, iż obszar wzmacniania zaufania do rynku i jego uczestników jest jak najbardziej słuszny, a jego realizacja jest jednym z kluczowych warunków dla przyszłego sukcesu Strategii. Jednak z drugiej strony określona w działaniu 1 „stabilność i przewidywalność regulacji” sama w sobie nie powinna być celem, jako że legislacja powinna dostosowywać się do zmieniającego się otoczenia i wyzwań, czy technologii. Kluczem, gwarantującym jednocześnie przewidywalność regulacji, powinna być wysoka jakość procesu legislacyjnego i adekwatność rozwiązań regulacyjnych do realiów rynkowych, rozumiana przez właściwie prowadzony proces konsultacji społecznych i uzgodnień międzyresortowych, odpowiednią ilość czasu przeznaczoną na konsultacje społeczne i dostosowany do wymogów danej regulacji (i zakresu zmian na rynku) okres vacatio legis i wreszcie stworzenie odpowiednich przepisów przejściowych zabezpieczających przed raptowną zmianą warunków zawierania transakcji i operowania na rynku. | Uwaga **przyjęta**. |
| 216 | ZBP | 4.2.2. | Cieszy fakt, iż w Strategii poświęcono dużo miejsca wdrażaniu zasad ładu korporacyjnego (w tym także w spółkach z udziałem Skarbu Państwa), jako że jest to jedno z podstawowych czynników budowania zaufania do polskiego rynku kapitałowego zarówno wśród akcjonariuszy krajowych, jak i zagranicznych. Tym niemniej, ZBP chciałby zwrócić uwagę na fakt, iż dodatkowe uprawnienia GPW w celu skutecznego egzekwowania standardów ładu korporacyjnego mogą dawać przesłankę do stawiania zarzutów o konflikt interesów. Tak więc, ZBP sugerowałby powierzyć to zadanie nie tyle Zarządowi czy Radzie Giełdy, ile (GPW jest także spółką publiczną, a pozostałe spółki to także jej klienci) powołać w ramach GPW dedykowane do rozstrzygania kwestii z tego obszaru gremium, w skład którego wchodziłyby osoby niezależne od samej Giełdy. Istotne jest natomiast aby takie gremium miało odpowiednie uprawnienia do określania, badania wdrażania oraz ewentualnego rozstrzygania sporów z zakresu ładu korporacyjnego. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 217 | ZBP | 4.2.3.3. | W rozdziale dotyczącym edukacji w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego wskazano na potrzebę edukacji również w odniesieniu do klientów detalicznych niekorzystających aktualnie z usług bankowych. Nie negując potrzeby tego rodzaju działań, ZBP chciałby jedynie wskazać, że w finalnej wersji strategii wymagane byłoby bardziej konkretne określenie celów edukacji do tej grupy celowej. W chwili obecnej bowiem np. wprowadzony został obowiązek dla banków czy skok-ów oferowanie tzw. nieodpłatnych „podstawowych rachunków płatniczych”, która to oferta skierowana jest do osób nieposiadających do tej pory rachunków bankowych. Trudno sobie raczej wyobrazić, aby osoby z najmniej zamożnych grup polskiego społeczeństwa rozpoczynały inwestowanie na rynku kapitałowym bez posiadania rachunku bankowego.Ponadto Związek chciałby zaproponować, aby w planach związanych z edukacją uwzględnić obszar edukacji od najmłodszych lat oraz dokonanie przeglądu programów nauczania pod kątem poszerzania wiedzy z obszaru rynku kapitałowego - inicjatywa taka powinna być realizowana we współpracy z Ministerstwem Edukacji Narodowej. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 218 | ZBP | 4.3.1. | ZBP z uznaniem przyjął kompleks propozycji dotyczących „Zapewnienia przewidywalnego i skutecznego nadzoru”, jak np. określenie maksymalnych terminów wymaganych na przeprowadzenie analizy dokumentów, co z oczywistych względów powinno uwzględniać także przegląd ograniczeń organizacyjnych, instytucjonalnych i prawnych, które obecnie wpływają na sposób działania Urzędu KNF.W naszej ocenie zasadnym byłoby np. utworzenie działających w sposób stały grup roboczych/skrzynek kontaktowych, w których uczestnicy rynku kapitałowego mieliby możliwość wyjaśniania w trybie roboczym wątpliwości w trakcie realizacji wymogów prawnych i nadzorczych.W odniesieniu do postulatu zapewnienia przejrzystości i proporcjonalności nadzoru postulujemy zapewnienie proporcjonalności kar nakładanych na podmioty nadzorowane przez KNF. Regulacje wspólnotowe przewidują nakładanie kar administracyjnych w wysokościach sięgających w niektórych przypadkach setek milionów złotych. Mimo określenia górnej granicy takich kar, nie jest określona żadna gradacja przewinień i stosownych do tych przewinień kar, a taki stan uniemożliwia efektywne zarządzanie ryzykiem niefinansowym, a w konsekwencji może prowadzić do zachwiania stabilności finansowej nadzorowanych podmiotów nawet w sytuacji wolnej od incydentów. Jako przykład należy podać regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych (TFI i depozytariusze) a także MAR. Z punktu widzenia uczestników rynku wskazane byłoby bardziej szczegółowe dookreślenie rodzajów błędów/nieprawidłowości/naruszeń przepisów i wysokości kar do nich się odnoszących. Ponadto warto podkreślić, że każdorazowo wysokość kar, których górna granica została określona w przepisach prawa UE, powinna być dostosowywana i adekwatna do warunków i kondycji polskich uczestników rynku. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 219 | ZBP | 4.3.4. | 1.Rozważane w tym rozdziale stworzenie rejestru powinno dotyczyć jedynie papierów zapisanych na rachunkach papierów wartościowych / zdematerializowanych w KDPW. Należy pamiętać, że istnieją i przez jakiś czas na pewno będą istnieć (do dnia wykupu), obligacje zapisane w ewidencjach prowadzonych np. przez banki zgodnie z obowiązującymi przepisami Ustawy o obligacjach. Dopiero od 1 lipca br. wszystkie papiery będą trafiać do KDPW. Tym samym wydaje się nam, że rejestr posiadaczy dotyczyć może tylko papierów zaewidencjonowanych przez KDPW.2.Odnosząc się do propozycji wprowadzenia ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT- Distributed Ledger Techonology) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku, ZBP chciałby podkreślić, iż technologia Blockchain/DLT nie może być traktowana jako synonim rynku kryptowalut, ponieważ jest ona jedynie narzędziem informatycznym, które - ze względu na swoją specyfikę może być używane jako podstawowa platforma wykorzystywana w przedsięwzięciach z udziałem dużej liczby uczestników oraz wymagających szybkiej wymiany wiarygodnych informacji; wiele z takich innowacyjnych projektów biznesowych z powodzeniem działa już obecnie, nie tylko w obszarze usług finansowych, ale także w wielu inicjatywach realizowanych przez instytucje rządowe na świecie. Nie powinna ona być więc opisywana w debacie publicznej jako technologia dedykowana szczególnie (lub wyłącznie) do rynku kryptowalut.Ze względu na to, że coraz więcej Polaków aktywnie uczestniczy w rynku kryptowalut i można przyjąć założenie, iż dokonują transakcji na tym rynku bez odpowiedniej świadomości związanej z ryzykiem z nim związanym, należy jak najszybciej wprowadzić przepisy regulujące tę sferę działalności oraz zasady ochrony klientów/kontrahentów. ZBP zaleca daleko idącą ostrożność w inwestowaniu w kryptowaluty. W ocenie ZBP pilnego rozważenia wymaga podjęcie decyzji, co do wprowadzenia wymogu uzyskania zezwolenia na oferowanie związanych z kryptowalutami oraz objęcie podmiotów działających na tym rynku bezpośrednim i stałym nadzorem ze strony odpowiedniego organu państwowego. W tym celu należy określić w przepisach rangi ustawowej wymogi dotyczące co najmniej dopuszczalnych form prawnych takich podmiotów, minimalnej wysokości kapitałów własnych i weryfikacji źródeł ich pochodzenia, wymogów dla członków kierownictw w zakresie kwalifikacji, etyki oraz bezpieczeństwa środków powierzonych przez konsumentów. Prowadzenie tego rodzaju działalności powinno także być uzależnione od przestrzegania obowiązków dotyczących pełnej identyfikacji tożsamości klientów/kontrahentów.Konieczne jest także wskazanie organu sprawującego nadzór nad tym rynkiem, określenie sankcji za nieprzestrzeganie ww. wymogów oraz umiejscowienie go w szerszym systemie ochrony praw konsumentów usług finansowych w Polsce, jak też poddanie tego segmentu rynku kompetencjom Rzecznika Finansowego.Na rozważenie zasługuje także wprowadzenie zakazu realizacji przelewów bankowych na rachunki podmiotów, które nie dysponowałyby odpowiednią licencją do prowadzenia działalności w zakresie kryptowalut.ZBP zwraca także uwagę, iż dla rosnącego zapotrzebowania rynku na usługi płatnicze oparte na technologii blockchain najlepszą alternatywą powinna być emisja elektronicznej polskiej waluty, która mogłaby być wykorzystywana w funkcji płatniczo- rozliczeniowej np. w procesie rozliczeń na rynku kapitałowym. Emisja takiej „elektronicznej złotówki” powinna być dokonywana i gwarantowana przez Narodowy Bank Polski. Taka forma rozliczeń mogłaby być dostępna jedynie na wydzielonej, prywatnej platformie blockchain wraz z systemem przeprowadzania procesu weryfikacji tożsamości jej uczestników, którymi powinny być nadzorowane przez KNF instytucje finansowe lub też ich klienci korzystający z usług zaufania przez nie udostępnionych.ZBP proponuje w związku z tym rozszerzyć listę działań przewidzianych w Strategii o dokonanie przez Narodowy Bank Polski analizy wydawania pieniądza elektronicznego banku centralnego (central bank digital currrency), w tym przy wykorzystaniu technologii rejestru rozproszonego | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 220 | ZBP | 4.4.2. | W kontekście działań mających na celu usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów, ZBP chciałby zwrócić uwagę na wprowadzone w ostatnich miesiącach znaczące utrudnienia. Jako barierę należy wskazać faktyczne zawieszenie możliwości stosowania umów o unikaniu podwójnego opodatkowania dla podatku pobieranego u źródła spowodowane zmianą w ustawie o podatku dochodowym w 2018 r. Taki stan rzeczy obniża konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego w oczach zagranicznych inwestorów, co jest dodatkowo pogłębiane poprzez skomplikowanie procesu tax reclaim z powodu podzielenia go na dwa równoległe procesy.  | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 221 | ZBP | 4.5.2. | 1.ZBP z uznaniem przyjmuje zawartą w Strategii deklarację dotyczącą zwolnienia środków otrzymywanych w wyniku transakcji repo pod warunkiem, ze transakcje te zostaną przeprowadzone na unijnym rynku regulowanym lub ASO i rozliczone za pośrednictwem CCP prowadzącego działalność na podstawie rozporządzenia EMIR. ZBP podziela pogląd, iż transakcje repo powinny być neutralne dla każdej ze stron z podatkowego punktu widzenia. Konkretne przepisy wprowadzające zapowiedziane w Strategii zwolnienie powinny też niwelować występującą obecnie przewagę konkurencyjną banków zagranicznych na tym rynku.Właściwe jest także wprowadzenie obowiązku rozliczania transakcji repo w CCP ze względu na wyartykułowaną przez uczestników rynku potrzebę gwarantowania rozliczeń i dostarczania papierów stanowiących zabezpieczenie.W tym kontekście proponujemy także rozważenie uwzględnienia transakcji zawieranych - pod ww. warunkami - przez banki z innymi instytucjami finansowymi, jako że ten segment rynku jest obecnie dominujący pod względem wolumenu obrotu.2.W Strategii, w odniesieniu do transakcji repo, pojawia się postulat stosowania dokumentacji GMRA. Jest to między innymi jeden z warunków rozważanego zwolnienia z podatku od niektórych instytucji finansowych oraz postulat artykułowany w pkt 4.5.2. ZBP zwraca uwagę, iż dokumentacja GMRA opiera się na prawie angielskim i strony poddają się jurysdykcji sądów angielskich - co nie będzie rozwiązaniem optymalnym w relacjach między dwoma podmiotami krajowymi, szczególnie w kontekście zbliżającego się brexitu.Jednocześnie ZBP wypracował krajowy standard dokumentacji repo, którego ostatnia wersja została opublikowana w połowie 2016 roku, stąd wydaje się wskazane by postulaty Strategii dotyczące oparcia transakcji repo na standardowej dokumentacji dopuszczały, poza dokumentacją GMRA, dokumentację 1 krajową bazującą na standardzie ZBP. Oczywiście, pracując nad polskim lokalnym standardem powinno się w miarę możliwości uwzględniać zasady określone w GMRA.ZBP deklaruje gotowość podjęcia prac nad wypracowaniem dobrych praktyk i wzorcowych dokumentów, także w zakresie dokumentacji przeznaczonej na rynek niebankowy i skonsultowania jej z odpowiednimi organizacjami zrzeszającymi innych uczestników rynku finansowego.3.Po przeprowadzeniu dyskusji na ten temat ZBP pragnie zaproponować uwzględnienie w Strategii innych – poza zwolnieniem podatkowym – działań mających na celu aktywizację rynku repo na naszym kraju. Mogłyby do nich należeć np.:* uwzględnienie aktywności na rynku repo w zasadach punktacji wynikających z konkursu na Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych organizowanych przez Ministerstwo Finansów. Nie budzi wszakże wątpliwości twierdzenie, iż bardziej płynny rynek wtórny skarbowych papierów wartościowych czyni je bardziej atrakcyjnymi dla potencjalnych nabywców na rynku pierwotnym,
* położenie większego nacisku na pożądaną aktywność banków na rynku repo (transakcji zabezpieczonych) przez Komisję Nadzoru Finansowego, np. poprzez odpowiednie modyfikacje w Rekomendacji P (dotyczącej zarządzania ryzykiem płynności finansowej banków) oraz uwzględnienia tego rynku w punktacji do ocen BION.

Z przeprowadzonych wstępnych rozmów wynika, że realizacja ww. postulatów wymagałaby także zmian w systemie Bondspot wydaje się być możliwe i racjonalne w niedługim czasie. | Uwagi **wyjaśnione**.   |
| 222 | ZBP | 4.5.4.1. | W tym rozdziale znalazły się też zapisy o obowiązkowym raportowaniu przez banki, które udzieliły emitentowi kredytów lub pożyczek, zobowiązań finansowych spoczywających na emitencie. Wydaje się, że taki obowiązek powinien spoczywać na emitencie a nie na podmiocie udzielającym finasowania: Zwracamy uwagę, że kredyt może być zaciągany w innym podmiocie niż np. banku organizującym emisję i wówczas bank - kredytodawca może nie posiadać informacji na ten temat i trudno mu będzie się wywiązać z obowiązku raportowania takiego finansowania. To emitent zna wszystkie źródła pozyskiwania swojego kapitału, a więc to na nim powinien spoczywać taki obowiązek. Szczególnie ma to znaczenie gdy ¡finansowanie nie płynie wprost z sektora bankowego (pożyczki, weksle, leasing itp.) | Uwaga **przyjęta**. |
| 223 | ZBP | 4.5.4.1.2. | Nawiązując do naszej deklaracji przyjęcia aktywnej roli przez ZBP w procesie standaryzacji dokumentacji na rynku pierwotnym obligacji nieskarbowych, chcielibyśmy zwrócić uwagę, że w ramach działającej w ramach Związku Rady ds. Nieskarbowych Papierów Dłużnych przeprowadziliśmy wstępną dyskusję na ten temat. Wynikało z niej, iż - ze względu na różne typy emitentów (formy prawne działalności) - nie będzie możliwe przygotowanie pełnej jednolitej dokumentacji, a takie działania powinny się skoncentrować na standaryzacji jej kluczowych elementów (np. definicje, sposób obliczania odsetek etc.), które są z kolei kluczowe dla inwestorów. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 224 | ZBP | 4.5.6.2. | Doprecyzowania i pewnego ograniczenia wymaga także podniesiona w tym punkcie konieczność wykazywania przez instytucję pośredniczącą (w oparciu o dowody empiryczne i przyszłe prognozy), że produkty od których pobierane są wyższe opłaty zapewniają klientowi zwrot poniesionych kosztów i większy zysk, niż tańsze alternatywy. Trudno będzie tę zasadę egzekwować np. w stosunku do transakcji pochodnych zawieranych przez przedsiębiorstwa z bankami w celach zabezpieczających - transakcje te nie mają na celu pokrycia kosztów / osiągnięcia zysku, ale zabezpieczenie ryzyka rynkowego podstawowej działalności klienta. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 225 | ZBP | 4.5.6.5. | ZBP popiera zaproponowane w Strategii rozwiązanie zmierzające w kierunku eliminacji barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach. Należy także wspomnieć, że obowiązujące przepisy obniżają zdolność do konkurowania z bankami zagranicznymi działającymi na GPW na podstawie przepisów z ich krajów macierzystych, które nigdzie nie przewidują restrykcji, jakie występują na naszym rynku.Wprowadzone na początku lat 90-tych ubiegłego wieku przepisy regulujące te kwestie wynikały między innymi z funkcjonowania odrębnych organów nadzoru, nad różnymi segmentami rynku finansowego, co nie ma obecnie miejsca. W świetle obowiązujących przepisów świadczenie usług maklerskich w ramach biura maklerskiego i usług maklerskich w ramach banku podlega, co do zasady, identycznym wymogom określonym w MIFID II, w tym także w zakresie ochrony interesów klienta (np. zarzadzanie konfliktem interesów, zakres przekazywanych inwestorom informacji). Ponadto należy wskazać, że usługi świadczone w ramach biur maklerskich podlegają dwóm dodatkowym wymogom, mającym istotne znaczenie dla praktycznej organizacji procesów w bankach; są to: wymóg ochrony tajemnicy zawodowej oraz wymóg wydzielenia organizacyjnego. W wyniku tej sytuacji banki zmuszone są ponosić zawyżone koszty działalności poprzez obowiązek utrzymywania autonomicznych (w stosunku do istniejących w bankach) komórek compliance, zarządzania ryzykiem czy audytu wewnętrznego. Powielane są także dwukrotnie funkcje back office (księgowania i rozliczania transakcji) czy też systemy informatyczne.Ta z zasady anormalna i pozbawiona jakiegokolwiek uzasadnienia sytuacja powoduje między innymi, iż biura maklerskie nie mają możliwości korzystania z dużo większych zasobów znajdujących się w bankach. To niewątpliwie ma negatywny wpływ na zakres i sposób świadczenia przez nie usług klientom. Utrudnione jest także wykorzystywanie najprostszych metod maksymalizacji skuteczności działania i efektywności kosztowej, która mogłaby także spowodować obniżenie opłat ponoszonych przez inwestorów.Zdaniem ZBP, należałoby wprowadzić co najmniej zmiany w przepisach Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, m.in. przez wprowadzenie zmiany do art. 69 ust. 2 pkt 3 dopuszczającej także banki do czynności związanych z akcjami, prawami poboru oraz prawami do akcji. A docelowo doprowadzić do zmian prawnych likwidujących dualny podział licencji maklerskiej i licencji bankowej. W chwili obecnej banki mogą nabywać lub zbywać na własny rachunek bez zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej jedynie instrumenty finansowe wymienione literalnie w art. 70 ust. 2 pkt 3 ustawy o obrocie. Zakres tych instrumentów jest niewątpliwie zbyt wąski. Taka zmiana pozwoliłaby bankom na znaczące poprawienie płynności rynku kapitałowego na instrumentach wymienionych powyżej oraz zwiększenie atrakcyjności całego rynku kapitałowego. Warto podkreślić, że to banki z racji wielkości kapitałów, rozbudowanych systemów zarządzania ryzykiem, odpowiednio rozbudowanej infrastruktury IT mogły stać się w krótkim czasie znaczącym uczestnikiem rynku, wypełniając lub uzupełniając istniejące luki rynkowe (np. aktywne pełnienie funkcji animatora rynku na nowych wnioskowanych instrumentach). Wdrożenie proponowanej przez nas zmiany art. 70 ust. 2 pkt 3 ustawy o obrocie przełoży się w krótkim czasie na większe zainteresowanie polskim rynkiem kapitałowym zarówno ze strony inwestorów krajowych jak i zagranicznych.Banki mogłyby także zwiększyć swoją aktywność w zakresie działalności na rachunek własny na rynkach regulowanych (czyli podejmować się pełnienia funkcji market makera) i zdecydowanie częściej proponować nowym klientom świadczenie usług maklerskich.O pozytywnym potencjale takiej zmiany dla polskiego rynku kapitałowego świadczy poniższy wykres przedstawiający udział członków giełdy w rynku kasowym. Pragniemy wskazać, iż najszybciej rozwija się segment zdalnych członków giełdy, którzy nie są obciążeni takimi ograniczeniami, jak ma to miejsce w przypadku polskich banków, a biura maklerskie niewątpliwie dotarły już do granic możliwości naturalnego rozwoju w ramach obecnych przepisów prawa.Niewątpliwie także o potencjale rozwoju tej grupy członków GPW (a tym samym całego rynku) świadczy także poniższy wykres obrazujący udział w obrocie na rynku terminowym tych samych grup podmiotów, gdzie biura maklerskie uczestniczą w 40% obrotu . W 2016 roku nastąpiło zatrzymanie tendencji wzrostowej.Należy pamiętać, iż utrzymywanie dotychczasowego stanu tylko będzie pogłębiać brak konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego i utrudniać osiągnięcie (lub wręcz czynić niemożliwym) zakładanych w Strategii celów.Ze względu na zapewnienie stabilności funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego oraz dostosowanie się np. organu nadzoru do nowej sytuacji, pożądane byłoby wprowadzenie dłuższych okresów przejściowych dotyczących usuwania barier dla banków w dostępie do działalności na rynku kapitałowym lub też stopniowe wprowadzenie kompleksowych zmian. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 225 | ZBP | 4.5.7. | W tym punkcie wprowadza się - w opinii ZBP - nadmiarowe propozycje uregulowań w zakresie opłat i prowizji. Nie kwestionując zasadności pełnej transparentności w relacji klient - pośrednik w zakresie opłat, w tym wykluczenia możliwości wprowadzania opłat ukrytych lub opłat transgranicznych, Związek nie podziela zawartej w Strategii tezy iż maksymalna wysokość opłat w relacji klient - pośrednik, powinna być ograniczona regulacyjnie. Nadto należy zwrócić uwagę, że w kwestii tej funkcjonują już wdrożone w naszym kraju przepisy m.in. MIFID II, które regulują to zagadnienie.Ewentualnym wyjątkiem mogą tu być jedynie segmenty rynku, na których struktura rynku lub uwarunkowania prawno-organizacyjne powodują ograniczenie pozycji konkurencyjnej klienta (np. opłaty związane z funduszami emerytalnymi czy planami emerytalnymi, opłaty w zakresie produktów lub instrumentów korzystających ze specyficznych zwolnień podatkowych jak IKE czy IKZE). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 226 | ZBP | 4.5.8.1. | 1.ZBP sugeruje w tym kontekście rozważenie ujęcia w Strategii rozwoju infrastruktury KDPW pozwalającym na rejestrację / rozliczanie specyficznych emisji obligacji, np. emisja z progiem emisji, rolowanie emisji obligacji;2. Zawarta w tym rozdziale możliwość przeniesienia / sprzedaży obligacji po przypadku niewypłacalności uczestnika KDPW (czyli braku wykupu obligacji), wynika zapewne z art. 8.4 ustawy o obligacjach mówiącym, że „po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji, prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone”. W opinii ZBP, taki zapis właściwie stoi w sprzeczności z interesem inwestorów, gdyż w momencie wymagalności papierów i braku środków na spłatę przez emitenta, nie mogą oni sprzedać / przenieść takiego papieru np. do podmiotu profesjonalnie zajmującego się takimi przypadkami i skupem tego rodzaju wierzytelności. W wielu przypadkach, szczególnie inwestorów detalicznych, preferowanym przez nich rozwiązaniem mogłaby być np. odsprzedaż obligacji, za część jej wartości nominalnej, np. 50% nominału, niż uczestniczenie w, z natury swojej długotrwałym, procesie restrukturyzacji zadłużenia. | 1. Uwaga **odrzucona**. Postulat został zawarty w projekcie UC130.2. Uwaga **przyjęta**.  |
| 227 | IGTE | Uwaga o charakterze ogólnym  | Część analityczno-diagnostyczna strategii jest znacznie mniej obszerna od listy planowanych działań. Co do zasady może być to słuszne - strategia ma przede wszystkim mówić, o tym, co i jak zostanie zrobione, a nie drobiazgowo analizować zjawiska. Jednak trudno się oprzeć wrażeniu, że braki analityczne rzucają cień na wskazywane cele i deklarowane działania.Przede wszystkim brakuje wprost podanego modelu interwencji. Dokument tej rangi powinien wskazywać, w jaki sposób rynek kapitałowy się rozwija i jak poszczególne działania mogą ten rozwój wspomóc. Bez opisania kluczowych mechanizmów trudno o priorytetyzację proponowanych działań, których duża liczba (60 głównych, jeszcze więcej pomniejszych) każe wątpić w to, czy rzeczywiście zrealizowane zostaną te najważniejsze. Priorytetyzacja jest konieczna także dlatego, że niektóre deklarowane cele oraz powiązane z nimi wskaźniki (KPI) nie mają zasadniczo związku z rozwojem rynku kapitałowego. Wadą jest też nieścisłe rozróżnienie, co jest instrumentem, a co celem interwencji.Cel główny Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK) to obniżenie kosztu finansowania przedsiębiorstw krajowych. Taki cel wydaje się zrozumiały i uzasadniony, ponieważ rynek kapitałowy istnieje głównie po to, by przedsiębiorstwa mogły na nim uzyskiwać finansowanie na odpowiednio korzystnych warunkach. Jednak nie jest to ani jedyny cel istnienia rynku kapitałowego, ani rynek kapitałowy nie jest jedynym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Dlaczego zatem celem SRRK nie jest po prostu rozwój rynku kapitałowego? Wprawdzie trudniej byłoby wtedy znaleźć odpowiedni KPI dla celu głównego, ale uniknięto by wskazania wskaźnika, który jest bardzo luźno związany z rozwojem rynku kapitałowego, czyli podanego w dokumencie kosztu kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych. Tym bardziej, że koszt kredytu bankowego lepiej pasowałby jako główny wskaźnik w strategii rozwoju sektora bankowego niż w SRRK.Cele szczegółowe prezentują się znacznie klarowniej, szczególnie pierwszy i drugi. Wysoka kapitalizacja i wysoka płynność notowanych spółek nie są wprawdzie jedynymi wyznacznikami rozwoju rynku kapitałowego (wymienić można choćby liczbę spółek na mieszkańca czy oferowaną inwestorom stopę zwrotu ), jednak wybór przynajmniej dwóch różniących się od siebie wskaźników daje dużą szansę na uchwycenie rzeczywistej dynamiki zjawiska. Wzrost samej tylko kapitalizacji przy braku rozwoju handlu akcjami to niebezpieczeństwo giełdy teoretycznej - spółki tak naprawdę nie są obecne na rynku publicznym, bo większość akcji nigdy nie trafia do obrotu, często pozostając stale w rękach ich dominujących właścicieli (np. Katar, Malta). Z kolei przyglądanie się wyłącznie obrotom w relacji do kapitalizacji pomija wielkość giełdy, która może być aktywna, choć mała (np. Włochy). W odniesieniu do strategii warto zauważyć, że deklarowane poziomy wskaźników - dwa razy wyższe od obecnych - w ciągu dziesięciu lat są bardzo trudne do osiągnięcia. Szczególnie tak szybki wzrost kapitalizacji wydaje się mało prawdopodobny, gdyż wymagałby albo zainteresowania dużej liczby prywatnych przedsiębiorstw dotychczas stroniących od giełdy, albo nowych prywatyzacji. To drugie rozwiązanie jest szczególnie mało realne, biorąc pod uwagę brak planów rządu w tej kwestii oraz niewielki już potencjał prywatyzacyjny Skarbu Państwa (zaliczyć można do niego między innymi następujące firmy: PLL Lot, Poczta Polska, Polska Grupa Górnicza, Totalizator Sportowy, Polska Grupa Zbrojeniowa). Z ambitnych dążeń nie należy jednak czynić zarzutów, szczególnie jeśli mają mobilizować do podjęcia trudnych działań omówionych dalej.Poważniejsze wątpliwości nasuwają się za to w odniesieniu do celów od trzeciego do piątego. Cel trzeci - zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących - na pewno jest pożądany, jednak autorzy strategii bardzo wąsko rozumieją te instytucje. Początkowo definiuje się je następująco (s. 21: „Instytucja pośrednicząca rynku kapitałowego to instytucja, która stanowi niezbędne ogniwo umożliwiające kontakt pomiędzy podmiotami, które potrzebują kapitału na sfinansowanie swojej działalności, wszelkich projektów inwestycyjnych, badań, etc., z podmiotami, które ten kapitał posiadają.”) Wydaje się, że do grona instytucji pośredniczących należałoby zaliczyć przede wszystkim instytucje zbiorowego inwestowania takie jak TFI czy OFE, które teoretycznie może nie są niezbędnym, ale za to w praktyce są kluczowym ogniwem kontaktującym posiadaczy kapitału z przedsiębiorstwami. Jednak na temat pośredników finansowych tego typu w SRRK praktycznie się nie wspomina (z wyjątkiem 4.5.6.2., ale też nie wymienia się ich z nazwy). Prawie cała uwaga koncentruje się na podmiotach prowadzących działalność maklerską, pomijając palącą kwestię efektywności pośrednictwa finansowego sensu largo.Cel czwarty strategii związany jest z podniesieniem oszczędności gospodarstw domowych. To postulat czysto makroekonomiczny, którego związek z rozwojem rynku kapitałowego jest bardzo luźny. Podobnie jak w przypadku kosztu finansowania przedsiębiorstw trudno nie zauważyć, że oszczędności zależą od wielu innych kwestii niż rozwój rynku kapitałowego, a rozwój rynku kapitałowego zależy od szeregu innych czynników niż oszczędności gospodarstw domowych. W praktyce polskiej wygląda to następująco - oszczędności gospodarstw domowych w relacji do dochodów w przyszłości z powodzeniem mogą maleć, ponieważ coraz więcej gospodarstw będzie brało kredyty na zakup nieruchomości. Nie jest to scenariusz pewny, ale całkiem prawdopodobny, na co wskazuje wciąż niski poziom zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce w relacji do krajów Europy Zachodniej. Czy to oznaczać będzie regres dla rynku kapitałowego? Niekoniecznie, podobnie jak nie było regresu w latach 2005-2010, kiedy to stopa oszczędności gospodarstw domowych nie przekraczała 5%. Oszczędności gospodarstw domowych mało bowiem mówią o rozwoju rynku kapitałowego nie tylko z perspektywy polskiej. Na przykład w Wielkiej Brytanii, która ma bez wątpienia najlepiej rozwinięty rynek kapitałowy w Europie, oszczędności gospodarstw domowych w relacji do dochodu do dyspozycji znajdują się poniżej średniej UE. Z kolei w Niemczech i Francji, którym daleko do roli lidera rozwoju rynku kapitałowego, mają oszczędności znacznie od owej średniej wyższe. Wydaje się więc, że z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego znaczenie ma nie tyle ile się oszczędza, co jak. Oszczędności kierowane wyłącznie w bezpieczne instrumenty (depozyty, obligacje skarbowe) mają niewielkie lub nawet zerowe przełożenie na rozwój rynku kapitałowego. W strategii wspomina się o inwestycjach bardziej ryzykownych (długoterminowych), jednak dopiero na etapie działań, a nie deklarowanych celów.Bardziej efektywne procedury administracyjne są ze wszech miar pożądane, jednak nie jako cel piąty strategii. Procedury te są bowiem środkiem do celu, a nie celem samym w sobie. Cele szczegółowe powinny wprost przekładać się na realizację celu głównego, zaś cel piąty skupia działania, które zgodnie z zakładanym oddziaływaniem przyczynowo-skutkowym przyczynią się w pewnym stopniu do jego realizacji, a to nie to samo. Pomieszanie celów i środków jest niebezpieczne, ponieważ grozi skupieniem się wyłącznie na tych ostatnich. Tymczasem efektywność administracyjnej pracy KNF, choć ważna, nie jest kluczową przeszkodą w rozwoju polskiego rynku kapitałowego i dlatego nawet pełna realizacja celu piątego nie przyniesie znaczącego postępu jeśli chodzi o cel główny.Bariery rozwoju rynku prezentowane w trzecim rozdziale nie są zbyt ściśle powiązane z wymienionymi wcześniej celami. Biorąc pod uwagę to, co wcześniej napisano o celach, nie musi to świadczyć na niekorzyść listy barier. Rzeczywiście lista barier jest dość wyczerpująca, jednak brakuje wskazania, które bariery są kluczowe: ogólne, strukturalne, regulacyjne czy podatkowe? Liczba podjętych działań wskazuje, że najważniejsze są bariery regulacyjne i strukturalne, jednak na wstępie rozdziału czwartego autorzy piszą, że strategia ma odpowiadać na wszystkie bariery.Nie sposób wskazać jednak w dokumencie żadnych działań odnoszących się do bariery 15 (Postrzegana przez rynek niepewność prawna związana z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE)). Dziwi w szczególności brak nawiązania do wcześniejszych dość konkretnych zapowiedzi Ministerstwa Rozwoju oraz Ministerstwa Finansów w kwestii uregulowania własności środków w OFE. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 228 | IGTE |  | Wskazanie kluczowych działań wymaga przyjęcia pewnych założeń na temat tego, jak rozwija się rynek kapitałowy. Dla celów niniejszej analizy wystarczy uproszczony model rozwoju (pomijający szereg dwustronnych zależności i sprzężeń zwrotnych występujących w rzeczywistości) dotyczący przede wszystkim publicznej części rynku kapitałowego. Przedstawia go Schemat 1.Procesem wynikowym utożsamianym w modelu z rozwojem rynku kapitałowego jest wzrost kapitalizacji spółek publicznych. Dokonuje się on na dwa sposoby - poprzez wzrost wartości istniejących spółek oraz w wyniku nowych debiutów na parkiecie. W obu wypadkach kluczem jest wzrost wyceny notowanych na rynku publicznym przedsiębiorstw przekładający się na ich wartość oraz na atrakcyjność finansowania za pośrednictwem giełdy. To wyceny na rynku publicznym decydują o tym, jaka część firm w danej gospodarce decyduje się na taki sposób funkcjonowania. Z kolei wyceny determinowane są przez aktywność inwestorów, którzy decydują się lokować środki na rynku kapitałowym. O tym, ilu ich jest decydują zaś z jednej strony standardy bezpieczeństwa inwestycji, z drugiej wolumen środków przeznaczonych na ryzykowne inwestycje.Wspólnym elementem determinującym zarówno potencjał napływu kapitału na rynek, jak i bezpieczeństwo inwestycji giełdowych jest płynność. Wysoka płynność to bowiem z jednej strony większe możliwości w zakresie produktów inwestycyjnych i typów inwestorów obecnych na rynku (czyli większy potencjalny napływ kapitału), z drugiej łatwiejsze wyjście z inwestycji, co przekłada się na poprawę bezpieczeństwa. Osobnym czynnikiem determinującym bezpośrednio napływ nowych spółek są koszty debiutu, na które składają się opłaty na rzecz agentów emisji oraz koszty postępowania przed organami nadzoru. Koszty te w Europie nie różnią się jednak tak drastycznie, żeby stanowić główny czynnik decydujący o wyborze rynku, na którym ma być plasowana emisja.Większość planowanych w ramach SRRK działań daje się wpisać w omówiony schemat rozwoju rynku. Nie każde jednak jest równie istotne - ostatecznie kilka najważniejszych zdecyduje o tym, czy cele zakładane w strategii uda się osiągnąć. Działania, co do których można spodziewać się największych skutków dla rynku zostaną omówione poniżej. Wybór działań do dalszej analizy wynika z szacunku ich ostatecznego wpływu na dwa pierwsze cele szczegółowe strategii (kapitalizację i obroty). Pominięcie danego działania nie oznacza, że uznawane jest ono za niepotrzebne, ani tym bardziej szkodliwe. Jego oddziaływanie może być po prostu niewielkie, zbyt niepewne lub nazbyt oddalone w czasie, by warto było na tym etapie głębiej je rozważać. Przykładowo wszystkie działania w zakresie edukacji uczestników rynku są ważne, ale nie zastąpią sprawnie działającego rynku. Jeżeli inwestorzy nie zobaczą atrakcyjnych stóp zwrotu, a emitenci wysokich wycen, to sama wiedza o ogólnych zaletach rynku publicznego raczej nie przyczyni się do wzrostu zainteresowania giełdą. Podobnie jak - bardzo słuszny - postulat umożliwienia procedowania prospektu po angielsku, nie przyczyni się istotnie do napływu emitentów na polski rynek, ponieważ to nie w barierach administracyjnych tkwi jego względnie mniejsza atrakcyjność, lecz w ograniczonym potencjale inwestorów, spółek oraz problemach z płynnością, zaś bariery administracyjne wnoszą jedynie niewielki wkład w wymienione problemy. Z drugiej strony ogół działań nadzoru ma wpływ na to, jak odbierany jest polski rynek, dlatego wątek ten zostanie jeszcze poruszony poniżej. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 229 | IGTE |  | ■ Podniesienie standardów ładu korporacyjnego (6-8)Poprawa ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych ma kluczowe znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego. Dla akcjonariuszy mniejszościowych oznacza ostatecznie wyższą stopę zwrotu, a dla większościowych realną możliwość obniżenia zaangażowania kapitałowego w spółkę bez obawy, że ich interesy ucierpią, co w konsekwencji prowadzi do podniesienia free floatu i poprawy płynności. Należy docenić fakt, że autorzy strategii ze szczególną troską pochylili się nad problemem ładu korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa, gdzie sytuacja pod tym względem postrzegana jest jako jeszcze bardziej niepokojąca niż w sektorze prywatnym . **Spośród proponowanych rozwiązań wątpliwości budzi kwestia dodatkowych uprawnień dla GPW, w tym model zróżnicowanych opłat w związku z przestrzeganiem i nieprzestrzeganiem zasad czy obowiązkowe szkolenia dla członków zarządów.** Giełda już dziś posiada szereg możliwości oraz uprawnień, które pozwalają na wyciągnięcie konsekwencji wobec spółek za nieprzestrzeganie lub niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego. Tym samym problemem może być jedynie konsekwentne zastosowanie odpowiednich procedur czy kar. Trzeba przy tym pamiętać, że zbyt daleko idące uprawnienia GPW mogą - przy i tak dużych obowiązkach spółek giełdowych - jeszcze bardziej zniechęcić do wchodzenia na giełdę. Obecnie statystyki i tak pokazują większą ilość wyjść z „parkietu” niż nowych IPO.Równie problematyczna wydaje się kwestia ogłaszania przez GPW ratingów dotyczących ładu korporacyjnego. Sam pomysł jest bardzo dobry, jednak nie powinien być realizowany przez giełdę, która jako spółka publiczna oceniałaby samą siebie, lecz przez niezależny podmiot kontrolowany łącznie przez wszystkich interesariuszy rynku kapitałowego (a nie tylko przez Skarb Państwa). Informacja o jakości ładu korporacyjnego nie zastąpi jego egzekucji, dlatego kluczowe znaczenie ma kolejny punkt. | Uwaga kierunkowo **przyjęta**.  |
| 230 | IGTE |  | ■ Podniesienie jakości obsługi rynku kapitałowego przez sądy powszechne (24)Poprawa działalności sądownictwa w trudnym obszarze rynku kapitałowego jest ze wszech miar pożądana, a wskazywany przez autorów SRRK pomysł specjalizacji sądów i prokuratury bardzo trafny. Warto byłoby doprecyzować, jakie byłyby kompetencje takiego sądu, w szczególności czy dotyczyć będą jedynie spraw administracyjnych i karnych, czy też - jak wskazuje ustęp na str. 40 - cywilnych, np. dotyczących pozwów o naruszenie interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Warto przywołać fragment dokumentu przemawiający na taką interpretacją:„w celu poprawy egzekwowania przepisów chroniących inwestorów potrzebne jest utworzenie prokuratury i składów sędziowskich specjalizujących się w sprawach z zakresu rynku finansowego. Ministerstwo Sprawiedliwości powinno rozważyć stworzenie dedykowanego urzędu prokuratorskiego i odrębnego sądu (podobnego w swym charakterze do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów), którym będą powierzane sprawy cywilne, karne i administracyjne (w ramach odrębnych izb) dotyczące rynku finansowego”.Pozwy ze strony akcjonariuszy funkcjonują z powodzeniem w krajach anglosaskich, gdzie poziom ochrony inwestorów jest bardzo wysoki. Reforma sądownictwa dotyczącego rynku kapitałowego mogłaby więc wydatnie wspomóc wcześniej omawianą kwestię ładu korporacyjnego. | Uwaga kierunkowo **przyjęta**.  |
| 231 | IGTE |  | ■ Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych i zwiększenie konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych (13, 31, 44)Średni poziom opłat za zarządzania w funduszach akcji w 2016 roku wyniósł 3,9% w skali roku . W konsekwencji różnica między stopą zwrotu z indeksów giełdowych a tym, co otrzymuje klient sięga 2,5-3% . Z tego powodu ostateczny wynik inwestycyjny dla segmentu detalicznego jest mocno rozczarowujący - w ciągu ostatnich dwudziestu lat fundusze akcji dały zarobić mniej więcej tyle, co depozyty bankowe i wyraźnie mniej niż obligacje Skarbu Państwa. To rozczarowanie jest jednym z głównych źródeł niechęci wobec kierowania kolejnych środków na polski rynek kapitałowy, a więc pośrednio stanowi jedne z głównych hamulców rozwojowych. Od lat brakuje pomysłów, jak rozwiązać problem nadmiernych opłat wynikających przede wszystkim z wadliwego systemu dystrybucji (70-80% opłat za zarządzanie trafia do dystrybutora, a nie do funduszu). W strategii nie ma wprost postawionej tej kwestii, jednak wymienia się rozwiązania, które mogłyby przynieść pewien efekt (s. 62):> regulacje dotyczące prowizji, w tym maksymalnych stawek opłat, wykluczające możliwość wprowadzania dodatkowych ukrytych opłat lub opłat transgranicznych;> konieczność udowodnienia, bazując na dowodach empirycznych i przyszłych prognozach, że produkty, w związku z którymi pobierane są wysokie opłaty, zapewnią zwrot poniesionych kosztów i przyniosą większe zyski niż tańsze alternatywy;> benchmarking opłat, co przyczyni się do stworzenia konkurencji i transparentnych struktur porównywania opłat;> stworzenie porównywarki opłat i wyników inwestycyjnych w formie strony internetowej, która będzie prezentować opłaty w stosunku do wyników danego instrumentu finansowego lub produktu;> opłaty za najmniej skomplikowane produkty powinny być minimalne.Jeszcze innym wymienianym rozwiązaniem, jest wzrost konkurencji między funduszami, w strategii wspomina się przecież o „oligopolistycznej lokalnej strukturze opłat”. Uruchomienie łatwo dostępnych funduszy ETF oraz umożliwienie polskim inwestorom nabywania udziałów w zagranicznych funduszach SICAV powinno zwiększyć presję konkurencyjną i potencjalnie wpłynąć na obniżenie opłat przez krajowe TFI. Jednak gwarancji sukcesu tu nie ma. Barierą dla funduszy ETF jest mała płynność większości notowanych na GPW papierów, a źródłem wysokich opłat naliczanych przez TFI jest, m. in. wadliwy system dystrybucji, którego nie zmieni dodanie nowej palety funduszy, chyba że one same znajdą jakiś alternatywny sposób przebicia się do inwestorów. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 232 | IGTE | Podniesienie poziomu technologicznego usług związanych z obrotem (35, 42, 51, 52) | Działania istotne, choć niekluczowe■ Podniesienie poziomu technologicznego usług związanych z obrotem (35, 42, 51, 52)Dla inwestorów kluczową kwestią jest to, czym handlują, jednak nie bez znaczenia pozostaje techniczna infrastruktura rynku, ważna szczególnie dla inwestorów krótkoterminowych, zwłaszcza dla high freqency tradingu i handlu algorytmicznego. W strategii znajduje się wiele pomysłów na unowocześnienie handlu na rynku regulowanym i nieregulowanym w tym w szczególności rozliczanie niektórych transakcji za pomocą rozproszonego rejestru (blockchain). Postuluje się również rozszerzenie wykorzystania nowych technologii dla zwiększenia pokrycia analitycznego poprzez szerokie udostępnienie maszynowego przetwarzania danych ze spółek. Prace w tych obszarach na pewno powinny być prowadzone, jednak nie w zastępstwie rozwiązywania kwestii kluczowych.Wspominany kilkukrotnie w strategii blockchain mógłby rzeczywiście zrewolucjonizować polski rynek, zdobywając dlań przewagę konkurencyjną, jaką jeszcze nie dysponuje żadna giełda na świecie. Gdyby wszystkie transakcje były dokonywane i rozliczane z użyciem rozproszonego rejestru, istotnie zmieniłoby to obraz giełdy. Z jednej strony, byłoby istotnie taniej oraz znacznie szybciej, całość operacji wraz z rozliczeniem odbywałaby się praktycznie w czasie rzeczywistym. Z drugiej, giełda jaką dziś znamy, przestałaby istnieć. Nie byłoby w ich obecnej formie domów maklerskich ani KDPW, który sprawowałby już tylko funkcję nadzorczą nad systemem rozliczeń o charakterze ściśle technicznym (informatycznym). Każdy podmiot handlujący na GPW miałby bezpośredni dostęp do rynku, więc wiele pomysłów jak unowocześnić handel papierami wartościowymi w ramach obecnej struktury straciłoby sens, w tym szereg koncepcji wysuwanych w SRRK. Taką daleko idącą zmianę należałby systemowo przemyśleć i zaplanować wdrożenie jako kluczowego elementu strategii rozwoju rynku. Być może jest jeszcze na to za wcześnie, ale z drugiej strony jeśli Polska ma być pierwsza przed innymi rynkami, na których zapewne też ta koncepcja jest teraz analizowana, trzeba zacząć projektować nowy system już dziś, nie marnując energii na doskonalenie tego, co i tak trzeba porzucić. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 233 | IGTE | Zamknięcie luk regulacyjnych przyczyniających się do nieefektywności rynku (16, 18, 25-29, 32, 41, 46, 48, 50) | ■ Zamknięcie luk regulacyjnych przyczyniających się do nieefektywności rynku (16, 18, 25-29, 32, 41, 46, 48, 50)Ważniejsza od pomyślnego rozwiązania kwestii takich jak odejście od metody wewnętrznej stopy zwrotu przy wycenie obligacji korporacyjnych przez fundusze, dematerializacja niepublicznych obligacji w KDPW czy należyte informowanie emitentów w zakresie rozporządzenia MAR, jest zmiana nastawienia regulatora wobec rynku. KNF powinna działać nie tylko w ogólnie pojętym interesie publicznym egzekwując obowiązujące przepisy, ale także mieć na uwadze rozwój rynku i prowadzić z nim dialog. Postulaty zmiany sposobu działania nadzorcy znalazły się w strategii, mówi się na przykład o wymuszeniu na Komisji publikowania rokrocznie informacji „w jaki sposób zamierza poprawić efektywność swojej działalności, w tym w jaki sposób planuje wyeliminować bariery dla innowacji i rozwoju rynku kapitałowego”. Postulaty tego typu wydają się realistyczne pod warunkiem większego jeszcze niż dotychczas zasilenia szeregów urzędników nadzoru osobami z doświadczeniem na rynku kapitałowym w kraju i za granicą, co również w strategii jest proponowane. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 234 | IGTE |  | ■ Zachęty podatkowe (36, 37)Zachęty podatkowe dotyczą emitentów oraz inwestorów. Ci pierwsi mają uzyskać możliwość odliczania szerzej niż do tej pory rozumianych kosztów IPO od dochodu przy obliczaniu podatku CIT oraz zwolnienie od podatku od zysków kapitałowych dla swoich pracowników przy sprzedaży akcji pracowniczych. Na większe ulgi mogą liczyć inwestorzy. Obniżony ma zostać podatek od dywidend z 19% do 9% dla akcji trzymanych co najmniej 3 lata, wymienia się również „obniżenie stawki podatku od zysków kapitałowych dla inwestycji długookresowych” (s .31), ale bez podawania, ile ta obniżka ma wynosić. Strategia przewiduje również umożliwienie kompensacji zysków/strat kapitałowych dla jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych z innymi inwestycjami. Postulaty dotyczące inwestorów mają większe znaczenie dla rynku niż te dla emitentów, jednak budzą większe kontrowersje. Podatek od dywidend na poziomie 9% byłby ponad dwukrotnie niższy od podatku od zysków kapitałowych, co stanowiłoby zakłócenie naturalnego wyboru sposobu dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami - premiowane byłyby przez system podatkowy spółki wypłacające wysoką dywidendę, a więc przy okazji średnio rzecz biorąc wolniej rosnące, o mniejszych możliwościach inwestycyjnych. Lepiej obniżyć podatek od zysków kapitałowych i dywidend proporcjonalnie. Z kolei kompensacie zysków/strat z inwestycji w jednostki uczestnictwa towarzyszyć ma uniemożliwienia takiej kompensaty z tytułu min. kontraktów CFD, które zostały uznane z niezrozumiałych względów za instrumenty niepożądane, mimo iż część z nich opiewa na polskie akcje. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 235 | IGTE | Aktywizacja rynku instrumentów pochodnych (49, 55) | ■ Aktywizacja rynku instrumentów pochodnych (49, 55)Większy rozwój instrumentów pochodnych mógłby przyczynić do wzrostu płynności na polskim rynku i przyciągnąć nowe grupy inwestorów. To ważny temat, jednak postulowane rozwiązania nie wydają się zmierzać w kierunku rozwiązania podstawowego problemu, jakim jest niewielka wyjściowa płynność instrumentu bazowego uniemożliwiająca makret-makerowi odpowiednio tanie zabezpieczenie oferowanego instrumentu pochodnego. Nie pomoże tu edukacja, lepsza ochrona inwestorów indywidualnych czy nowe produkty oferowane przez GPW borykające się z tymi samymi problemami, co te już istniejące. Pomysłami, które mogą zadziałać, choć na niewielką skale są: umożliwienie OFE pożyczania akcji z portfeli, dopuszczenie użycia instrumentów pochodnych do zabezpieczania ryzyka rynkowego w funduszach emerytalnych (por. niżej) oraz obniżenie opłat dla inwestorów końcowych (choć nie napisano, w jaki sposób to ostatnie miałoby być zrobione). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 236 | IGTE | Reorganizacja rynku obligacji nieskarbowych (47) | ■ Reorganizacja rynku obligacji nieskarbowych (47)Rynek obligacji korporacyjnych stanowi ważny element rynku kapitałowego. Z jednej strony uniezależnia przedsiębiorstwa od banków tworząc presję na ogólne obniżenie kosztów kapitału. Z drugiej umożliwia inwestorom skorzystanie z instrumentu o atrakcyjnym profilu wypłaty i poziomie ryzyka niższym od instrumentów udziałowych. Słabość tego segmentu w Polsce stanowi istotną przesłankę świadczącą na niekorzyść naszego rynku. Planowane działania powinny doprowadzić do zmniejszenia kosztów emisji i poprawy płynności, co (w połączeniu ze zmianami dotyczącymi obligacji niepublicznych - działanie 26) może skłonić część emitentów dotychczas korzystających z rynku prywatnego do przejścia na rynek publiczny. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 237 | IGTE | Unikanie gold platingu i stworzenie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli (22, 5, 43) | ■ Unikanie gold platingu i stworzenie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli (22, 5, 43)Polski rynek ma swoją specyfikę polegającą przede wszystkim na rozdrobnieniu - na parkietach notowanych jest dużo małych spółek, obsługiwanych często przez nieduże domy maklerskie. Wiele regulacji UE projektowanych jest z myślą o dużych instytucjach finansowych lub dużych spółkach publicznych, przez co mogą być niedopasowane do interesów polskiego rynku, szczególnie jeśli wdrażane są nadmiernie rygorystycznie (gold plating). Dlatego ważnym pomysłem jest zbudowanie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli. Reprezentacja ta, nazywana w SRRK „biurem lobbingowym w Brukseli” powinna jednak być możliwie szeroka - wpływ na jej działanie powinien mieć nie tylko rząd i instytucje państwowe, lecz także sektor prywatny. Środowiska TFI, OFE, DFE czy domów maklerskich powinny partycypować w organizacji polskiego przedstawicielstwa zachowując głos co do tego, kto i w jaki sposób reprezentuje tam interesy polskiego rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. Intencją projektodawcy jest, aby wpływ na funkcjonowanie biura lobbingowego miały właśnie przede wszystkim podmioty rynku.  |
| 238 | IGTE |  | To, w jakim kierunku będzie podążał polski rynek kapitałowy ma bardzo duże znaczenie dla działających na nim funduszy emerytalnych. Gdyby udało się zrealizować chociaż dwa pierwsze cele szczegółowe przyniosłoby to następujące, pozytywne skutki dla OFE i DFE:* wzrost wartości akcji w portfelach,
* obniżenie ryzyka portfeli spółek polskich dzięki większej dywersyfikacji zapewnionej przez
* większą liczbę spółek i bogatszą reprezentację gospodarki, n poprawa płynności posiadanych akcji,
* podniesienie stóp zwrotu dla uczestników,
* wzrost wpływów z opłat za zarządzanie dla PTE dzięki większemu wolumenowi aktywów.

Pełna realizacja dwóch pierwszych celów SRRK wymaga silnego poparcia politycznego by wysiłków nie popsuło otoczenie rynkowe w postaci, np. kolejnego kryzysu finansowego. Warto więc zastanowić się nad pośrednimi i bezpośrednimi konsekwencjami, jakie mogą przynieść OFE i DFE poszczególne działania, skupiając się ponownie na tych najistotniejszych, wymienionych wcześniej.

|  |  |
| --- | --- |
| Działania proponowane w projekcie SRRK | Skutki dla OFE i DFE |
| Podniesienie standardów ładu korporacyjnego | Poprawa efektywnej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych przyniesie ogólnie zbliżone skutki jak realizacja celów strategii - pozytywne dla OFE i DFE. |
| Podniesienie jakości obsługi rynku kapitałowego przez sądy powszechne | W zakresie w jakim przyniesie poprawę egzekwowania ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz poprawi zaufanie do rynku strategii - pozytywne dla OFE i DFE. |

|  |  |
| --- | --- |
| Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych i zwiększenie konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych | Pozytywne skutki podobnie jak we wcześniejszych punktach. Ponadto obniżenie opłat w TFI powinno przynieść wzrost zainteresowania DFE, które mają niższe opłaty, przez co w tej chwili trudno im konkurować z TFI o zainteresowanie dystrybutorów. W sytuacji, gdy ta (paradoksalna) przewaga dotychczas droższych funduszy zniknie, łatwiej będzie sprzedawać te obecnie tańsze, pod warunkiem porównywalnych lub lepszych historycznych stóp zwrotu. |
| Podniesienie poziomu technologicznego usług związanych z obrotem | OFE i DFE nie należą do instytucji rynku kapitałowego, które bardzo często zmieniają skład swojego portfela. Z tego powodu obniżenie kosztów transakcyjnych nie będzie miało dużego wpływu na ich działalność, choć z pewnością przyniosłoby pewną poprawę osiąganych stóp zwrotu. Ponadto, gdyby niższe koszty transakcyjne przyniosły wzrost płynności dzięki zwiększonemu zainteresowaniu polskim rynkiem, OFE uzyskałyby łatwiejszą możliwość wyjścia z niektórych dotychczas niepłynnych inwestycji, co także przyczyniłoby się potencjalnie do poprawy wyników. |
| Zamknięcie luk regulacyjnych przyczyniających się do nieefektywności rynku | Wymienione luki regulacyjne bezpośrednio w zasadzie nie dotyczą OFE ani DFE. Fundusze emerytalne mogą odczuć poprawę klimatu regulacyjnego pośrednio, jeśli pozytywnie wpłynie on na aktywność innych uczestników rynku, w szczególności emitentów. Skutki będą zbliżone do realizacji celów strategii, choć w ograniczonej skali. |
| Zachęty podatkowe | Jak wyżej |
| Aktywizacja rynku instrumentów pochodnych | Wpływ kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem, dość ograniczony, ponieważ to w większym stopniu płynność instrumentu bazowego decyduje o płynności instrumentu pochodnego niż odwrotnie, a tylko odziaływanie w tę drugą stronę wpłynęłoby na sytuację OFE, które nie korzystają jak na razie z instrumentów pochodnych. W połączeniu z planowanym w SRRK umożliwieniem funduszom emerytalnym zabezpieczania ryzyka rynkowego za pomocą instytucji pochodnych (por. niżej) aktywizacja tego rynku wpłynie dodatkowo na obniżenie kosztów transakcyjnych bezpośrednio. Ogólny wpływ na działalność OFE i DFE nie będzie znaczący, ponieważ fundusze raczej nie będą korzystać z instrumentów pochodnych na dużą skalę. |

|  |  |
| --- | --- |
| Reorganizacja rynku obligacji nieskarbowych | Poprawa transparentności obligacji nieskarbowych powinna zwiększyć zainteresowanie tym rynkiem, również ze strony funduszy emerytalnych. Korzystnie wpłynie to na dywersyfikację portfela funduszy, choć wpływ będzie raczej niewielki, ponieważ już w obecnych realiach prawnych OFE i DFE inwestują w dłużne papiery nieskarbowe, a proponowane instrumenty ochrony przyniosą większą korzyść mniej wyspecjalizowanym inwestorom. Trzeba jednak podkreślić, że postulat rozwoju rynku obligacji korporacyjnych stoi w sprzeczności z dokonanymi ostatnio zmianami w ustawie o obligacjach czy w prawie upadłościowym (np. zakaz obrotu obligacjami po dacie ich zapadalności). |
| Otwarcie dostępu banków do giełdy | Wpływ kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem, raczej ograniczony, ponieważ większość domów maklerskich już teraz powiązana jest kapitałowo z bankami. |
| Unikanie gold platingu i stworzenie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli | Problem gold platingu nie dotknął bezpośrednio OFE i DFE. Wystąpić może wpływ pośredni, kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem. Gdyby środowisko OFE i DFE partycypowało w polskim lobbingu w Brukseli, mogłyby wyniknąć z tego dodatkowe korzyści m.in. lepsze przygotowanie się na kolejne zmiany wychodzące od UE czy wypromowanie rozwiązań korzystnych dla funduszy i polskiego rynku na forach unijnych. |

Kwestie dotyczące bezpośrednio funduszy emerytalnych pojawiają się w dokumencie zaledwie w kilku miejscach. Ściśle rzecz biorąc, nie licząc definicji w przypisach i słowniczka na początku, skrót OFE pojawia się raz (wspomniana bariera 15), DFE ani razu. Dwukrotnie wspomina się o IKE i IKZE, nieco częściej pada słowo „emerytalny”, bo 8 razy. Poniżej krótkie omówienie emerytalnych wątków strategii.■ (s. 8) „Ze względu na postępujący proces starzenia się społeczeństw, konieczne jest również wypracowanie rozwiązań zapewniających godziwe emerytury obywatelom. Dobrze rozwinięty i efektywny rynek kapitałowy może być istotnym wsparciem w podejmowaniu się obu tych wyzwań”.We wstępie pojawia się fragment mówiący o tym, że rynek kapitałowy potrzebny jest między innymi ze względu na konieczne dodatkowe inwestowanie środków na emeryturę. Wątku tego dalej sięjednak nie pogłębia, nie mówi się też o zależności w drugą stronę, że typ systemu emerytalnego ma wpływ na rozwój rynku kapitałowego.■ (s. 11) „Poziom oszczędności prywatnych w Polsce utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Nawet środki zgromadzone w produktach zapewniających korzyści podatkowe, takie jak IKE/IKZE od czasu ich wprowadzenia na rynek nie przekraczają poziomu 1000 PLN w przeliczeniu na dorosłego obywatela. W SOR zostały już zidentyfikowane cele w zakresie oszczędzania, zaś zadaniem SRRK jest zaproponowanie rozwiązań skutkujących zwiększeniem skłonności konsumentów do oszczędzania (w tym oszczędzania długoterminowego - emerytalnego), szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że struktura demograficzna Polski jasno wskazuje tendencję starzenia się naszego społeczeństwa”.W streszczeniu napisane jest, że SRRK proponuje rozwiązania zwiększające oszczędzanie na emeryturę, jednak w zasadniczej części dokumentu takich rozwiązań praktycznie nie ma (por. następny punkt).■ (s. 22) „Ponadto intencją niniejszego dokumentu jest w tym punkcie również zwiększenie liczby osób oszczędzających w IKE i IKZE za pośrednictwem nowych cyfrowych kanałów finansowych”. (s. 31) „rozważyć wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z prostą funkcjonalnością, np. rozwiązań podobnych do tych oferowanych przez brytyjski NS&I (nsandi.com). Produkty te mogą być oferowane przez aplikacje (portfele) mobilne wraz z szeregiem różnych struktur dedykowanych poszczególnym grupom demograficznym”.Jedynym pomysłem zmierzającym do podniesienia oszczędności emerytalnych, oprócz edukacji finansowej, co do której nie ma wprost informacji, by miała dotyczyć kwestii oszczędzania na emeryturę (ale można domniemywać, że one tam będą), jest uruchomienie nowych produktów dystrybuowanych w formie cyfrowej. Jedyny podany w dokumencie przykład takich rozwiązań zaczerpnięty z Wielkiej Brytanii wydaje się jednak mało adekwatny, ponieważ NS&I oferuje instrumenty z gwarancją państwową o niskiej stopie zwrotu, które są mało efektywnym sposobem oszczędzania na emeryturę i w niewielkim stopniu przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego.■ (s. 24) „15. Postrzegana przez rynek niepewność prawna związana z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE)”.Bariera 15. Dotycząca OFE była komentowana w pierwszej części niniejszego opracowania. Warto jeszcze dodać, że kilka stron dalej (s. 30) w dokumencie znajdujemy informację, że „zmiany w krajowym systemie emerytalnym na przestrzeni ostatnich lat” zaszkodziły kulturze oszczędzania w Polsce.■ (s. 34, podobnie 43, 67) „Wdrożenia ram prawnych i regulacyjnych dotyczących luk w zakresie poszczególnych produktów, np. pożyczek papierów wartościowych (m.in. zezwolenie dla funduszy inwestujących w celach emerytalnych)”.Postulat umożliwienia funduszom emerytalnym pożyczania papierów wartościowych wysuwany był już od wielu lat. Przyczyniłoby się to do wzrostu płynności na GPW i dałoby funduszom szansę na niewielki, ale praktycznie pozbawiony ryzyka zarobek. Pewną barierą wobec sięgania po zyski z pożyczek pod krótką sprzedaż jest obawa związane ze spadkiem kursu, zwłaszcza mało płynnego instrumentu. Taki spadek mógłby odbić się negatywnie na wyniku funduszu w średnim okresie. Problem ten jednak dałby o sobie znać tylko na początku w momencie uruchomienia nowej możliwości, później by zniknął lub nawet doszłoby do podniesienia wycen portfeli funduszy.Pozytywny wpływ aktywizacji krótkiej sprzedaży wynika z tego, że nie ma praktycznie inwestorów końcowych short only - nie należy zakładać, że na giełdę napłynie nowy kapitał chętny tylko do sprzedawania akcji. Krótka sprzedaż stosowana jest przede wszystkim w strategiach long-short, kiedy to inwestor kupuje jedne papiery i sprzedaje inne w domyśle zabezpieczając pierwszą transakcję. Umożliwienie krótkiej sprzedaży doprowadziłoby więc do napływu dodatkowego kapitału zainteresowanego inwestycjami long-short, który skompensowałby z nawiązką spadki kursów wynikłe z rozpowszechnienia krótkiej sprzedaży. Spadkom zapobiegałyby także poprawa płynności oraz urealnienie wycen - to że na daną spółkę składanych jest mało zleceń krótkiej sprzedaży wskazuje, że jest niedowartościowana i cena jej akcji powinna wzrosnąć.■ (s. 60) „umożliwienie funduszom inwestującym w celach emerytalnych zabezpieczanie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych z jednoczesnym utrzymaniem wyraźnego zakazu prowadzenia działalności spekulacyjnej z wykorzystaniem instrumentów pochodnych”.Zmiana korzystna dla inwestorów w funduszach. Lepsze parametry portfela, poprawa stosunku zysku do ryzyka. Dla największych funduszy w obecnych realiach płynnościowych znaczące zabezpieczenie ryzyka rynkowego na portfelu nie jest możliwe, jednak mniejsze fundusze mogą wykorzystać nowe instrumenty dla poprawy parametrów portfela. | Uwaga **odrzucona**. Uwaga poza zakresem tematycznym niniejszego projektu.  |
| 239 | IGTE |  | Strategia porusza wiele wątków, niekiedy naprawdę pobocznych, np. (s. 33) napisane jest, że SRRK będzie działać na rzecz wprowadzenia edukacyjnych „gier na platformach społecznościowych”. Z drugiej strony szereg ważnych spraw wydaje się pominiętych. Poniżej lista takich tematów wraz z krótkim uzasadnieniem, dlaczego powinny znaleźć się w SRRK lub zostać wzięte w przyszłości pod uwagę przez Radę Rozwoju Rynku Finansowego.■ Kwestia ryzyka zmiany własności środków w OFE oraz ogólnej niepewności związanej ze zmianami w systemie emerytalnymSkoro temat ten został poruszony w strategii dwukrotnie (raz jako bariera rozwoju rynku kapitałowego, raz jako element erodujący kulturę oszczędzania), oczekiwać należy podjęcia konstruktywnych działań. Dotychczasowej posunięcia - milczenie w sprawie ogłoszonej publicznie 4 lipca 2016 roku propozycji Ministerstwa Rozwoju oraz koncepcja wprowadzenie trzynastej emerytury równej wysokości niezależnej od składek - prowadzą do pogłębienia wskazywanych w strategii problemów.■ Brak konkretnych zachęt do długoterminowego inwestowania, w szczególności korzystania z produktów emerytalnych innych niż PPKW strategii wymienia się dwa narzędzia mające skłonić Polaków do oszczędzania w innych niż najbezpieczniejsze instrumenty finansowe - reforma podatkowa i edukacja. Ta pierwsza zakłada głównie obniżenie podatku od dywidend, które będzie miało symboliczny wpływ ze względu na ograniczenie skali (progi) i zakresu (ma dotyczyć tylko inwestorów indywidualnych, bo fundusze jako takie nie płacą podatków od dochodów z kapitału). Z kolei o mającej powstać strategii edukacyjnej nie wiele wiadomo, jednak w dokumencie nie wspomina się wprost, że będzie ona informować o systemie emerytalnym. Dobrze, aby tak było, ponieważ to niska wysokość przyszłych emerytur z systemu powszechnego powinna stanowić główny bodziec do podjęcia decyzji o oszczędzaniu za pomocą rynku kapitałowego.Co więcej pominięto szereg rozwiązań, które mogłyby przyczynić się do popularyzacji oszczędzania w III filarze, np.:S Zrównanie zasady prowadzenia IKZE przez PTE z zasadami obowiązującymi innych uczestników rynku, a w szczególności TFI. Możliwość prowadzenia Dobrowolnego funduszu jako funduszu z wydzielonymi subfunduszami o różnych profilach ryzyka, dopasowanych do indywidualnych preferencji i potrzeb klientów DFE, pozwoli Towarzystwom Emerytalnym na oferowanie produktu podobnie elastycznego jak produkt oferowany przez fundusze inwestycyjne.S Zniesienie limitu w IKE dla tzw. „podatku Belki” dla inwestycji powyżej 10 lat (wspieranie inwestycji długoterminowych).S Możliwość zaliczenia wpłat przekraczających limit w danym roku jako wpłat na poczet limitu w roku następnym (maksymalnie przez 5 kolejnych lat) - rozwiązuje to problem zwrotu nadpłat oraz po stronie klientów daje możliwość wpłat wyższych w latach dobrych i zmniejszenia wpłat w trudnych sytuacjach życiowych oraz sytuacji, w której klient nie określił rachunku na który mają być zwracane nadpłaty.■ OFE i DFE jako potencjalny nabywca obligacji rozwojowychW strategii napisane jest, że koncepcję obligacji rozwojowych należy (s. 57) „skonsultować z inwestorami instytucjonalnymi poszukującymi instrumentów finansowych o długim horyzoncie inwestycyjnym”. Do grupy tych inwestorów z pewnością należą OFE i DFE, które byłyby zainteresowane nabywaniem takich obligacji, jednak od uwarunkowań ekonomicznych i prawnych zależy, czy będą mogły to robić. Dlatego dobrze byłoby, by w takich konsultacjach wzięły udział.■ Potencjalna rola OFE i funduszy inwestycyjnych w eliminacji nadużyć, np. koszty pozwów nie są kosztami OFE lecz PTE, a to OFE jest ewentualnym beneficjentemJeżeli realizowana byłaby koncepcja walki z nadużyciami w spółkach poprzez pozwy sądowe rozpatrywane przed nowym sądem właściwym dla spraw rynku kapitałowego, należałoby zmienić regulacje dotyczące OFE w tym punkcie. Obecnie koszty ewentualnych pozwów ponoszone są przez PTE, a korzyści (odszkodowanie, zmiana postępowania spółki) trafiają do OFE. Trudno w takiej sytuacji oczekiwać, że zarządzający funduszem będzie ryzykował swoje pieniądze w interesie klientów bez żadnej osobistej korzyści. Koszty pozwów powinny być kosztami OFE, nie PTE.■ Przedstawienie problemu rent i koncepcji jego rozwiązaniaWażną barierą w rozwoju oszczędności emerytalnych w Polsce jest brak rynku produktów wypłacających emerytury dożywotnie. Stanowi to przeszkodę jeśli chodzi o podjęcie decyzji o oszczędzaniu - nie ma jasnej odpowiedzi, co zrobić ze zgromadzonymi pieniędzmi (trzeba rozwiązać problem ich podziału), a ponadto musi ich być więcej niż gdyby można nabyć rentę dożywotnią, w dodatku nie wiadomo ile trzeba oszczędzać, bo nie ma dostępnych cen takich rent. Ponadto dojrzały rynek rent stanowi wsparcie dla rynku kapitałowego - część środków ubezpieczonych nadal jest inwestowana w akcje i obligacje. Temat ten nie pojawia się w ogóle w SRRK. | Uwaga **odrzucona**. Przytoczony przykład gier edukacyjnych jest jednym z proponowanych narzędzi zintensyfikowania działań edukacyjnych z zakresu rynku finansowego – nie jest to poboczny temat.  |
| 240 | SII |  | Stowarzyszenie Inwestorów co do zasady pozytywnie ocenia sam fakt publikacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK), niemniej na wstępie podkreślić należy, że dokument strategii opublikowany obecnie przez Ministerstwo Finansów w bardzo istotnym stopniu odbiega m.in. w obszarach dotyczących inwestorów indywidualnych od propozycji, które były zawarte w dokumencie z rekomendacjami dotyczącymi SRRK przedstawionym w sierpniu 2018 r. Bieżący kierunek ewolucji SRRK spowodował, że na obecnym etapie występuje w ocenie Stowarzyszenia w niektórych obszarach Strategii niespójność między jej celami, a dość zachowawczymi propozycjami zachęt i rozwiązań odnoszącymi się do inwestorów indywidualnych, które mają wspierać realizację tych celów. Na wstępie warto podkreślić, że Ministerstwo Finansów w swojej strategii do jej celów głównych zalicza m.in.:• konieczność zwiększenia płynności rynku w związku z tym, że wskaźnik płynności na warszawskiej giełdzie utrzymywał się na zdecydowanie niższym poziomie niż średnia giełd europejskich. W ramach naszego regionu należy zauważyć, iż wskaźnik płynności dla GPW był nawet niższy niż dla giełdy w Budapeszcie,• zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce, aby do 2025 roku poziom stopy oszczędności gospodarstw domowych brutto wzrósł do ok. 8 % dochodu brutto do dyspozycji (z obecnego poziomu 2,60%) osiągając stopę oszczędności prywatnych obserwowaną w państwach takich jak Finlandia, czy Dania, a z kolei do 2030 roku dorównał poziomowi stopy oszczędności średniej państw Unii Europejskiej, tj. ok. 11%,• zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 241 | SII |  | Strategia opublikowana przez Ministerstwo Finansów stawia także następujące tezy:• intencją dokumentu SRRK jest zapewnienie stosowania konkurencyjnych zachęt podatkowych oraz przeprowadzenie reform, które doprowadzą do zmiany zachowań wśród uczestników rynku kapitałowego,• poziom oszczędności prywatnych w Polsce utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Nawet środki zgromadzone w produktach zapewniających korzyści podatkowe, takie jak IKE/IKZE od czasu ich wprowadzenia na rynek nie przekraczają poziomu 1000 PLN w przeliczeniu na dorosłego obywatela,• w latach 2012–2016 średnia stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych wyniosła 2,60%, czyli znacznie poniżej średniej w państwach UE37,• wśród barier podatkowych Ministerstwo Finansów wymienia m.in. brak wystarczających zachęt podatkowych dla emitentów, inwestorów i pośredników,• wśród barier dla rozwoju rynku kapitałowego wskazuje się obecny niski poziom oszczędności, zwłaszcza w sektorze detalicznym,• zadaniem SRRK jest zaproponowanie rozwiązań skutkujących zwiększeniem skłonności konsumentów do oszczędzania (w tym oszczędzania długoterminowego - emerytalnego), szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że struktura demograficzna Polski jasno wskazuje tendencję starzenia się naszego społeczeństwa.Tak postawione cele i tezy, a także wnioski płynące z dokumentu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego pozwalały oczekiwać, że Ministerstwo Finansów, dostrzegając problem wieloletniego trendu odpływu kapitału klientów detalicznych z rynku kapitałowego, potwierdzonego choćby przez statystyki systematycznego i istotnego spadku udziału inwestorów indywidualnych w obrotach na giełdzie, ale też konsekwentnie spadającą ilością aktywnych rachunków maklerskich, czy też statystykami dotyczącymi liczby złożonych PITów 38, zdecyduje się zaproponować rynkowi szeroki wachlarz rozwiązań w postaci zachęt dla inwestorów mających za zadanie odwrócić te tendencje. Można było w szczególności oczekiwać, że zostaną przedstawione zachęty podatkowe wspierające oszczędzanie długoterminowe, czy też rozwiązania wspierające oszczędzanie w ramach rozwiązań typu IKE oraz IKZE. Tymczasem choć Ministerstwo Finansów właściwie identyfikuje konieczność wzmocnienia roli inwestorów indywidualnych w kontekście planów rozwoju rynku kapitałowego, to proponowane zachęty dla inwestorów w dalekim stopniu odbiegają od rozwiązań zarówno oczekiwanych przez Stowarzyszenia, jak również samych zainteresowanych, a więc indywidualnych uczestników rynku kapitałowego. Co więcej przedstawione propozycje w ramach SRRK zostały istotnie okrojone względem pomysłów zawartych w dokumencie przedstawionym przez Ministerstwo Finansów w sierpniu 2018 r., który zawierał znacznie szerszą paletę zachęt mogących zmienić nastawienie Polaków do oszczędzania długoterminowego w oparciu o instrumenty dostępne na rynku kapitałowym. Zaproponowana strategia, co również należy podkreślić, niewątpliwie ma elementy pozytywne dla inwestorów indywidualnych. Wymienić można w tym miejscu m.in. zamiar wzmocnienia ochrony uczestników rynku kapitałowego, zwiększenie nacisku na edukację ekonomiczną Polaków, rekomenduje się stworzenie właściwego sądu i prokuratury do rozstrzygania sporów dotyczących rynku finansowego, ale także zaproponowano możliwość kompensacji strat z jednostek funduszy inwestycyjnych z zyskami z innych inwestycji kapitałowych. Wśród pozytywnych rozwiązań wymienić można także propozycję obniżenia opodatkowania dywidend w przypadku inwestycji długoterminowych.Strategia przedstawiona przez Ministerstwo Finansów nie zawiera jednak niewiele preferencji podatkowych, które mogłyby sprawić, że rynek kapitałowy stałby się znacznie częściej wybieranym miejscem, czy też sposobem do dywersyfikacji długoterminowych oszczędności Polaków. Proponowana strategia nie zawiera również rozwiązań, które w jeszcze większym stopniu zachęcałyby Polaków do oszczędzania w ramach kont IKE i IKZE. Strategia proponowana przez Ministerstwo w pewnym sensie sprawia wrażenie strategii zachowawczej względem inwestorów indywidualnych, nastawionej na ochronę wpływów budżetowych, a nie na preferowanie i premiowanie uczestników rynku, którzy świadomie i długoterminowo zamierzają budować swoje oszczędności, w tym przede wszystkim oszczędności emerytalne w oparciu o rodzimy rynek kapitałowy.Zachowawcze propozycje w szczególności odnoszące się zachęt podatkowych przedstawione przez Ministerstwa Finansów w SRRK są tym bardziej niezrozumiałe, w obliczu faktu, że Ministerstwo ma pełną świadomość, iż przyszłe emerytury Polaków wypłacane z ZUS będą stanowić zaledwie ułamek wynagrodzeń, które obecnie trafiają do kieszeni Polaków. Stąd też negatywnym zaskoczeniem jest, że w zaproponowanej strategii nie zawarto zdecydowanie większej ilości rozwiązań motywujących do oszczędzania emerytalnego przy wykorzystaniu instrumentów dostępnych na rynku kapitałowym. Rozwiązania i propozycje zawarte we wcześniejszym dokumencie odnoszącym się do SRRK (z sierpnia 2018 r.) dotyczące sposobów aktywizacji i zachęt dla detalicznych uczestników rynku szły zdecydowanie dalej i w znacznie większym stopniu wychodziły naprzeciw oczekiwaniom rynku kapitałowego i inwestorów indywidualnych. Stwarzały jednocześnie realne podstawy do tego, aby z wiarą podchodzić do szans na ponowne przyciągnięcie większej rzeszy Polaków do rynku kapitałowego. Obecne propozycje Ministerstwa, szczególnie względem rozwiązań zawartych w dokumencie z sierpnia 2018 r. jednoznacznie wskazują, iż rola detalicznych uczestników rynku kapitałowego w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego została ograniczona. Z jednej strony wskazuje się, że oszczędności Polaków bardzo istotnie odbiegają od benchmarków europejskich, podnosi się konieczność poprawy płynności rynku i przyciągnięcia na rynek nowych emitentów, a z drugiej strony propozycje mające zachęcić Polaków do budowania tych oszczędności z wykorzystaniem rynku kapitałowego są istotnie zachowawcze. Praca wyłącznie nad odbudową zaufania do rynku i nad świadomością ekonomiczną Polaków, to w ocenie Stowarzyszenia oraz inwestorów indywidualnych wciąż zbyt mało, aby mogło to zrewolucjonizować podejście Polaków do oszczędzania z wykorzystaniem instrumentów finansowych, jakie zapewnia rynek kapitałowy. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 242 | SII |  | Mając na uwadze powyższe, Stowarzyszenie Inwestorów proponuje, aby Ministerstwo Finansów powróciło do rozwiązań zawartych w dokumencie przedstawionym w sierpnia 2018 r., tj:• podwojenia limitów rocznych wpłat na IKE i IKZE,• zniesienie 10% PIT od wypłat z IKZE,• uatrakcyjnienia emerytalnych planów inwestycyjnych (w tym IKE/IKZE)• zniesienie ograniczeń czasowych zawartych w obecnie obowiązujących przepisach (zobowiązanie do oszczędzania przez okres 5 lat kalendarzowych),• zniesienia minimalnej liczby lat dla wypłat w ratach z IKZE (obecnie minimum 10 lat)• zmniejszenia „podatku Belki” do 9% dla zysków z inwestycji utrzymywanych przez okres przekraczający 12 miesięcy w (i) papiery wartościowe notowane na rynkach regulowanych oraz MTF i jednostki uczestnictwa w otwarte fundusze inwestycyjne inwestujące w takie notowane papiery wartościowe,• zezwolenia rodzicom na otwieranie kont IKZE dla dzieci oraz zezwolenie małżonkom na dokonywanie wzajemnych wpłat na konta (szczególnie, jeżeli jeden z małżonków nie jest zatrudniony). | Uwaga **odrzucona**. Kwestia poza zakresem tematycznym projektu. |
| 243 | SII |  | Ponadto Stowarzyszenie zdecydowanie sprzeciwia się zamiarom Ministerstwa Finansów dotyczącym uniemożliwienia inwestorom inwestujących na instrumentach CFD kompensowania strat z tych instrumentów z zyskami z innych instrumentów finansowych. Planowaną zmianę Ministerstwo tłumaczy faktem, że „aktualnie obowiązujące prawodawstwo postrzegane jest przez inwestorów jako niesprawiedliwe, promuje transakcje spekulacyjne”. Stowarzyszenie Inwestorów indywidualnych będące przedstawicielem środowiska inwestorów indywidualnych, zrzeszającego obecnie kilkanaście tysięcy członków jednoznacznie i z całą stanowczością pragnie w tym miejscu podkreślić, iż nigdy nie spotkało się z oceną inwestorów, która wskazywałaby iż obecne regulacje w zakresie możliwości kompensowania zysków i strat z instrumentów CFD są niesprawiedliwe. Ponadto po wprowadzeniu na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy regulacji zwiększających bezpieczeństwo inwestorów na kontraktach CFD, niestandardowo ryzykowny, czy też spekulacyjny charakter instrumentów CFD został wyeliminowany. Wiele inwestycji w instrumenty CFD realizowany jest obecnie w sposób oparty o liczne narzędzia analityczne, w tym także w oparciu o analizę fundamentalną określonych rynków, tj. walutowych, towarowych, czy surowcowych. Co więcej kontrakty CFD nierzadko pozwalają na handel instrumentami opartymi o indeksy giełdowe, czy akcje, co dodatkowo sprawia iż mają one bardzo spójny charakter z kontraktami terminowymi, które obecnie dostępne są dla uczestników rynku giełdowego, a które to instrumenty w strategii Ministerstwa nie zostały uznane za instrumenty spekulacyjne. To z kolei wskazuje na kolejną niespójność w decyzjach, bądź też rekomendacjach Ministerstwa. Taką propozycję Ministerstwa, Stowarzyszenie uznaje za nieracjonalną i szkodliwą dla inwestorów indywidualnych, stanowiącą jednocześnie kolejny element, który może potencjalnie ograniczać zainteresowanie Polaków inwestowaniem na rynku kapitałowym. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 244 | SII | 4.4.2. | Stowarzyszenie podtrzymuje ponadto swoje poprzednie propozycje do dokumentu przekazanego przez Ministerstwo Finansów w sierpniu 2018 r. odnoszącego się do SRRK, tj.• obok konieczności przywrócenia propozycji z sierpnia (wymienionych wyżej), należałoby wprowadzić dodatkowe zachęty podatkowe dla inwestorów indywidualnych w postaci zmniejszenia „podatku Belki” do poziomu 4% dla zysków z inwestycji utrzymywanych przez okres co najmniej 60 miesięcy w (i) papiery wartościowe notowane na rynkach regulowanych oraz MTF i (ii) jednostki uczestnictwa w otwarte fundusze inwestycyjne inwestujące w takie notowane papiery wartościowe,• w przypadku inwestycji utrzymywanych przez okres przekraczający 60 miesięcy w (i) papiery wartościowe notowane na rynkach regulowanych oraz MTF Stowarzyszenie proponuje, aby nie pobierano podatku od dywidend,• proponuje się wprowadzić możliwość kompensowania strat z tytułu inwestycji w jednostki funduszy inwestycyjnych i inne papiery wartościowe z zyskami od dywidend wypłacanymi przez Spółki | Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 245 | SII |  | W ocenie Stowarzyszenia, szczególnie w obliczu konieczności budowania przez społeczeństwo kapitału na okres emerytalny i w obliczu powszechnie znanych, bardzo niekorzystnych dla Polaków projekcji wielkości przyszłych emerytur, niezbędne są zdecydowanie dalej idące propozycje działań i zachęt niż tylko te zaproponowane w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. W USA, czy też w krajach Europy Zachodniej inwestowanie dywidendowe, wieloletnie, czy wręcz pokoleniowe jest niezwykle popularne. Stąd też w ocenie Stowarzyszenia należy podjąć zdecydowane i znacznie szersze działania m.in. w ramach zmian podatkowych, czy też w ramach uatrakcyjniania rozwiązań zachęcających do oszczędzania na emeryturę, które to działania nie tylko przyczynią się do zwiększenia zainteresowania rynkiem kapitałowym ze strony Polaków, ale dodatkowo przyczynią się do realnego powielania modelu oszczędzania wieloletniego, dywidendowego, emerytalnego z jakim mamy do czynienia na rynkach zachodnich. Wdrożenie strategii w proponowanym kształcie w ocenie Stowarzyszenia sprawi, że nie zostaną we właściwym stopniu zrealizowane kluczowe cele tej strategii, a więc poprawa płynności rynku, zwiększenie poziomu oszczędności w gospodarce do zakładanych poziomów, czy też zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa. Mając na uwadze powyższe Stowarzyszenie liczy, a jednocześnie wyraża głębokie oczekiwanie, iż Ministerstwo zweryfikuje swoją strategię, uwzględniając rozwiązania proponowane przez Stowarzyszenie, ale także rozwiązania przedstawione w dokumencie dotyczącym SRRK z sierpnia 2018 r.  | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 246 | CMC Markets |  | Zwracając uwagę na fakt, że Projekt SRRK został sfinansowany ze środków Komisji Europejskiej proponujemy wykreślenie z projektu dokumentu zapisów dotyczących wyłączenia kontraktów CFD, które są regulowanymi instrumentami finansowymi w świetle MiFID, z prawa do kompensacji, przy równoczesnym pozostawieniu lub rozszerzeniu prawa do niej dla zysków/strat wynikających z innych regulowanych instrumentów finansowych, w szczególności giełdowych kontraktów futures, giełdowych i pozagiełdowych kontraktów opcyjnych, certyfikatów typu turbo i innych lewarowanych instrumentów niż CFD, dostępnych dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, gdyż mogą one budzić wątpliwości co do ich zgodności z przepisami gwarantującymi równość i zasady niedyskryminacji konsumentów i przedsiębiorców w świetle przepisów Unii Europejskiej. Ponadto takie działania mogą potencjalnie kierować inwestorów indywidualnych w kierunku bardziej spekulacyjnych, bardziej ryzykownych instrumentów nastawionych jedynie na krótkoterminowe działanie, które miałyby preferencje podatkowe w stosunku do CFD. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 247 | CMC Markets | 4.5.5.1. | Postulujemy o wykreślenie z punktu 4.5.5.1.1 zapisu sugerującego, że obrót kontraktami CFD cieszy się: „preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym”. CMC Markets zwraca uwagę, że obrót kontraktami CFD jest ściśle regulowany zarówno przepisami Unii Europejskiej (MiFID), wytycznymi ESMA, Komisji Nadzoru Finansowego, jak i wymogami przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2009 r. o obrocie instrumentami finansowymi (wraz z przepisami wykonawczymi). Nieprawdą jest, że kontrakty CFD cieszą się preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym. Obecnie, co zresztą w naszej opinii jest właściwe, jest ono takie samo dla wszystkich typów instrumentów pochodnych wymienionych w punkcie I. Wprowadzenie rozróżnienia w preferencjach podatkowych, dawałoby preferencje podatkowe między innymi kontraktom giełdowym, które w swojej naturze są instrumentami bardziej spekulacyjnymi i nastawionymi jedynie na krótkoterminowe działanie, z uwagi na krótkie okresy trwania kontraktu - wygaśnięcia. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 248 | CMC Markets |  | Brak analiz uzasadniających uniemożliwienie kompensacji zysków/strat dla kontraktów CFDCMC Markets nie zna analiz, które uzasadniają wprowadzenie wykluczenia kompensacji zysków/strat tylko dla kontraktów CFD przy równoczesnym pozostawieniu ich dla instrumentów giełdowych o podobnym charakterze w tym między innymi kontraktów futures oraz innych instrumentów wymienionych w punkcie I. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 249 | CMC Markets |  | Utrudnienie dla strategii arbitrażowych; zmniejszenie obrotów na rynkach giełdowych i pozagiełdowych (w tym mniejsze łączne stopy zwrotu z inwestowania)Część obrotu inwestorów indywidualnych jest generowana przez zawieranie transakcji celem arbitrażu pomiędzy rynkami giełdowymi i pozagiełdowym i CFD. W przypadku nieproporcjonalności podatkowej, czyli braku możliwości kompensowania, takie strategie przestają mieć rację bytu. W efekcie część inwestorów zmniejszy swoje obroty z negatywnym skutkiem zarówno dla rynków giełdowych jak i pozagiełdowych. W tym kontekście propozycje uderzają w inwestorów indywidualnych. | Uwaga **przyjęta**. |
| 250 | CMC Markets |  | Utrudnienie w zabezpieczaniu pozycji na rynku kasowym inwestorom długoterminowym (w tym mniejsze łączne stopy z inwestowania)Część obrotu inwestorów indywidualnych jest generowana przez zawieranie transakcji celem zabezpieczania pozycji na rynku giełdowym tzn. długoterminowi inwestorzy zamiast sprzedawać akcje na GPW wolą je utrzymywać w okresach dekoniunktury, jednocześnie otwierając krótkie pozycje (na spadek na CFD). W przypadku nieproporcjonalności podatkowej, czyli braku możliwości kompensowania, takie strategie przestają mieć rację bytu. W tym kontekście propozycje uderzają w inwestorów indywidualnych. | j.w. |
| 251 | CMC Markets |  | Uprzywilejowanie kontraktów giełdowych będących wysoce spekulacyjnymi wyłącznie krótkoterminowymi instrumentami, wobec długoterminowych kasowych CFD bez wygaśnięciaW przeciwieństwie do giełdowych kontraktów terminowych, które zazwyczaj mają okres wygasania nie dłuższy niż 12 miesięcy, w praktyce na GPW płynność zapewnia jedynie najbliższa seria, czyli 3 miesiące. Jednocześnie kasowe CFD nie mają okresu wygaśnięcia. W efekcie Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego zakłada ograniczenie dla długoterminowych instrumentów, podczas gdy krótkoterminowe kontrakty terminowe są promowane. | j.w.  |
| 252 | CMC Markets |  | Uprzywilejowanie kontraktów giełdowych będących wysoce spekulacyjnymi jedynie lewarowanymi krótkoterminowymi instrumentami wobec CFD w tym długoterminowych kasowych CFD bez wygaśnięcia i bez dźwigni finansowejCzęść CFD może być oferowana bez dźwigni finansowej. W tym kierunku idzie też rozwój niektórych CFD. W efekcie wprowadzenia proponowanych zmian ograniczone zostaną instrumenty z potencjalnie niższą lub brakiem dźwigni finansowej (CFD), podczas gdy lewarowane kontrakty terminowe są promowane. | j.w.  |
| 253 | CMC Markets | 4.4.2 | Dyskryminowanie inwestowania przez osoby fizyczne w stosunku do inwestowania poprzez podmioty prawneInwestorzy prowadzący swoją działalność inwestycyjną poprzez podmioty prawne będą mogli kompensować straty, co nie będzie dostępne dla inwestorów indywidualnych. | Uwaga **odrzucona** – celem SRRK jest zwiększenie ochrony inwestorów indywidualnych, a zakaz kompensacji ma na celu skłonić tych inwestorów do przeniesienia swojego zainteresowania na instrumenty bezpieczniejsze.  |
| 254 | CMC Markets |  | CFD odzwierciedlają sytuację inwestycyjną na rynkach bazowychInstrumenty CFD nie działają w oderwaniu od rynków giełdowych; są one bezpośrednio powiązane z rynkami bazowymi i ich sytuacja podatkowa również powinna taka pozostać. Szczególnie, że efektem zawieranych transakcji CFD są transakcje wykonywane przez firmy inwestycyjne na rynkach bazowych. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 255 | CMC Markets |  | Zmniejszenie konkurencyjności firm inwestycyjnych nadzorowanych przez KNF oraz zmniejszenie wpływu do budżetuWprowadzenie kolejnych ograniczeń dla przedsiębiorców (firm inwestycyjnych) oferujących możliwość zawierania transakcji na CFD i ich klientów, może skutkować spadkiem efektywności zawieranych transakcji na rynku, co może negatywnie odbić się na przychodach budżetu państwa z tytułu podatku CIT odprowadzanego przez firmy inwestycyjne, jak również dochodów z PIT 8C. | j.w. |
| 256 | CMC Markets |  | Próba faworyzowania niektórych podmiotów rynku kapitałowego w stosunku do innychStrategia potencjalnie faworyzuje GPW (podmiot, który nie oferuje CFD, a organizuje obrót kontraktów terminowych) w stosunku do innych regulowanych podmiotów z Unii Europejskiej. Jest niezrozumiałe dlaczego produkty jak wskazano na stronie 52 potencjalnie tworzone przez GPW, które mają być konkurencyjne dla CFD mają mieć preferencje podatkowe w stosunku do obecnie oferowanych CFD w całej Unii Europejskiej. To tworzenie nierównowagi regulacyjnej, na której ucierpią firmy inwestycyjne oferujące CFD. | j.w. |
| 257 | CMC Markets |  | Proponowane rozwiązania są nieproporcjonalne w stosunku do kontraktów giełdowych dostępnych dla inwestorów indywidualnych, w efekcie promując bardziej ryzykowne i spekulacyjne instrumenty, co stoi wbrew interesom inwestorów indywidualnychZ uwagi na różnice pomiędzy kontraktami terminowymi a CFD, inwestorzy narażeni są na znacznie wyższe ryzyko działania na kontraktach terminowych, w tym między innymi z uwagi na mechanizm mark to market do ceny rozliczeniowej i potencjał luk cenowych niż na CFD. W efekcie na kontraktach CFD z uwagi na duży ruch rynkowy, pozycja inwestora będzie zamknięta niezwłocznie z uwagi na niewystarczający depozyt zabezpieczający, gdzie w przypadku kontraktów giełdowych takie zamknięcie będzie miało miejsce później, zazwyczaj dopiero następnego dnia roboczego. Promując kontrakty terminowe ustawodawca kieruje inwestorów indywidualnych w stronę bardziej ryzykownych instrumentów.Ponadto, jak zostało już wcześniej wskazane kontrakty terminowe umożliwiają, z uwagi na swoją specyfikację, działanie jedynie w krótkim terminie, podczas gdy kasowe CFD nie mają takich ograniczeń. Więcej w prostym porównaniu Kontraktów terminowych z GPW a CFD.

|  |  |
| --- | --- |
| RODZAJ INSTRUMENTU | CECHY INSTRUMENTU |
| Kontrakty terminowe na GPW | * instrumenty wyłącznie krótkoterminowe z ograniczonym wygaśnięciem zgodnie ze specyfikacją instrumentu w danej serii
* instrumenty wyłącznie z wysokim poziomem lewarowania z brakiem możliwości zmiany dźwigni finansowej; brak kontraktów terminowych bez dźwigni finansowej
* niewielka płynność poza najbliższą serią kontraktu i wielokrotnie brak transakcji w długich okresach na pozostałych seriach
* brak notowania 24 godziny na dobę, a jedynie w ograniczonych godzinach giełdowych
* brak rozliczania depozytu zabezpieczającego w czasie rzeczywistym (mark to market na koniec dnia)
* funkcjonowanie mechanizmu wezwania do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego w przypadku niewystarczającego depozytu zabezpieczającego ustalonego według ceny rozliczeniowej po zakończeniu sesji giełdowej
* brak uzależnienia wielkości depozytu zabezpieczającego od wielkości pozycji lub wielkości rachunku
* konieczność zamykania pozycji poprzez rozliczenia w dniu wygaśnięcia instrumentu
 |
| CFD | * instrumenty zarówno krótkoterminowe z ograniczonym wygaśnięciem zgodnie ze specyfikacją instrumentu w danej serii jak i długoterminowe bez ograniczonego wygaśnięcia
* instrumenty zarówno z wysokim poziomem lewarowania, z umiarkowanym poziomem lewarowania jak i bez lewara w zależności od specyfikacji instrumentu i wyboru inwestora
* duża płynność powiązana z płynnością rynków bazowych i możliwość zawierania transakcji niezależnie od planowanego okresu utrzymywania pozycji
* notowanie prawie 24 godziny na dobę w przypadku najpopularniejszych instrumentów\_rozliczenie depozytu zabezpieczającego w czasie rzeczywistym (mark to market po każdym ruchu ceny)
* funkcjonowanie mechanizmu, tzn. stop-out który w przypadku spadku łącznej wartości depozytów zabezpieczających poniżej danego poziomu zamyka wszystkie lub część pozycji na rachunku
* uzależnienie wielkości depozytu zabezpieczającego od wielkości pozycji lub wielkości rachunku (im większa łączna otwarta pozycja tym wyższy depozyt zabezpieczający)
* brak konieczności zamykania pozycji na CFD bez wygaśnięcia (kasowych)
 |

Podsumowując, pod względem ryzyka zmienności cen, działanie na CFD niesie ze sobą mniejsze ryzyko pogłębiania się strat inwestorów niż na kontraktach terminowych, a pomimo tego SRRK proponuje zapisy preferujące kontrakty terminowe.Mając na uwadze powyższe, wnosimy o wykreślenie ze SRRK propozycji, które dyskryminują przedsiębiorców oferujących kontrakty CFD | j.w.  |
| 258 | Taylor Economics  |  | W odniesieniu do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego chcielibyśmy wyrazić słowa uznania dla ekstensywności podejścia zastosowanej przez jej twórców oraz szerokości konsultacji dokonanych do tej pory. Niemniej jednak chcielibyśmy zauważyć, że całkowicie pominięto rynek Venture Capital i Private Equity (VC/PE). Jest to wprawdzie niepubliczny segment rynku kapitałowego ale jego rozwój determinuje w dużym stopniu rozwój rynku giełdowego i sektora innowacyjnych przedsiębiorstw. Waga tego sektora dla publicznego rynku kapitałowego wynika m.in. z następujących faktów:1. Rynek publicznych emisji giełdowych (IPO) jest jednym z najważniejszych rynków wyjścia (oraz dalszego finansowania) z inwestycji w spółki portfelowe dla funduszy Venture Capital i Private Equity. To m.in. dotychczasowy rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przyczynił się do rozwoju rynku prywatnych inwestycji w duże przedsiębiorstwa (segment Private Equity).2. Finansowanie przez fundusze Venture Capital i Private Equity jest kluczowe dla rozwoju młodych innowacyjnych przedsiębiorstw (w tym technologicznych start-up).3. Do 2023 r na krajowy rynek venture capital zostanie skierowanych około 2,6 mld zł pod warunkiem przyciągnięcie kolejnego 1,7 mld zł środków prywatnych. Spółki dokapitalizowane przez fundusze będą w kolejnych latach poszukiwać nowych źródeł finansowania korzystając z kolejnych instrumentów rynku kapitałowego.4. Fundusze VC/PE stanowią istotne źródło wiedzy i rozpoczęcia kontaktu z rynkiem kapitałowym dla podmiotów znajdujących się poza zainteresowaniem sektora bankowego, ale także publicznego rynku kapitałowego.W związku z powyższym postulujemy włączenie segmentu Venture Capital i Private Equity dopowyższej strategii. W tym zakresie chcielibyśmy zwrócić uwagę tylko na najważniejsze barieryrozwoju tego segmentu:1. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych z uwagi na długoterminowy charakter inwestycji dokonywanych przez sektor Venture Capital i Private Equity jest finansowany głównie przez otwarte fundusze emerytalne. Udział tego finansowania jest oczywiście ograniczony z uwagi na ryzyko jakie generują transakcje VC/PE ale system emerytalny jest mocno zaangażowany w tego typu inwestycje. W dalszej kolejności są to firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze funduszy ale także family offices i inwestorzy indywidualni.2. Zasób środków finansowych wprowadzony na rynek w wyniku realizacji Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój wymaga przyciągnięcia inwestorów kapitałowych, którzy w chwili obecnej z uwagi na ryzyko i alternatywne bezpieczniejsze formy alokacji kapitału nie są zainteresowane inwestycjami w ten sektor rynku kapitałowego.3. Brak efektywnego rynku wyjścia w postaci rynku alternatywnego. Rynek NewConnect nie oferuje wystarczającej bazy inwestorów do finansowania kolejnych faz rozwoju MŚP.4. Opieszałość organów administracji w zakresie rejestracji funduszy VC/PE, co wpływa negatywnie na gotowość inwestycyjną i alokację kapitałów. Sytuacja ta jest obecnie obserwowana przy alokacji środków publicznych na kapitałowe instrumenty finansowe. | Uwaga kierunkowo **przyjęta**. |
| 259 | Taylor Economics |  | Rekomendacja:W związku z powyższy rekomendujemy wprowadzenie zwolnień w podatku dla długoterminowych inwestycji kapitałowych w spółki portfelowe oraz zwolnienia podatkowe dla kapitału reinwestowanego przez fundusze. Tym samym oznacza to rozszerzenie rekomendacji z ppkt. 4.2.3.1 Oszczędności projektu Strategii, o długoterminowych inwestorów z rynku VC/PE. Rozwiązania można wzorować na standardach obowiązujących w Wielkiej Brytanii m.in. The Enterprise Investment Scheme czy Seed EIS. Zwolnienia powinny dotyczyć zarówno inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych. | Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 260 | Taylor Economics |  | Rekomendacja:Przegląd i zniesienie regulacji uniemożliwiających inwestycje w sektor VC/PE przez inwestorów instytucjonalnych. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 261 | Taylor Economics |  | Rekomendacja: Utrzymanie zwolnień podatkowych dla podmiotów wpisanych do rejestrów ASI i ZASI realizujących długoterminowe inwestycje w sektor innowacyjnych MŚP. | Uwaga niezrozumiała.  |
| 262 | Taylor Economics |  | Rekomendacja:Wprowadzenie tzw. „szybkiej ścieżki” dla spółek portfelowych funduszy VC/PE w przypadku debiutu spółki portfelowej na rynku giełdowym, zwłaszcza w przypadku rynku NewConnect. Objęcie inwestycji na rynku NewConnect ulgami inwestycyjnymi - tak jak w przypadku rynkubrytyjskiego gdzie Enterprise Investment Scheme dotyczy rynku alternatywnego (Alternative Investnent Market). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 263 | Taylor Economics |  | Rekomendacja:Dynamizacja procedur rejestracyjnych dla funduszy VC/PE w celu przyciągnięcia nowych podmiotów. W tym zakresie maksymalizacja tempa akceptacji dokumentacji dotyczącej ASI/ZASI w KNF, zniesienia obowiązku uzyskiwania zgodny UOKiK na utworzenie funduszu VC czy też dynamizacja rejestracji w KRS poprzez dedykowanie odpowiednich działów KRS. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 264 | Taylor Economics | Ład korporacyjny – uwaga o charakrterze ogólnym  | W odniesieniu do pozostałej części projektu Strategii chcielibyśmy przekazać uwagi głównie w odniesieniu do zasad ładu korporacyjnego. W odniesieniu do Obszaru 2 Kwestie natury ogólnej ppkt. 4.2.2 Wzmacnianie i przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego uważamy, że przygotowywanie rankingów przestrzegania zasad ładu korporacyjnego jest najlepszym rynkowym mechanizmem wzmacniającym skuteczność kodeksów corporate governance w formule comply or explain (stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz). Opinia ta jest zgodna z postulatem wyrażonym w ppkt. 4.3.3 projektu Strategii, gdyż publicznie dostępna ocena rankingowa jest mechanizmem umożliwiającym inwestorom ocenę ryzyka związanego z inwestycja i wskazuje na poziom ochrony w ramach konkretnej spółki. Dlatego wraz z pierwszym kodeksem nadzoru korporacyjnego przygotowanym przez zespół Polskiego Forum Corporate Governance opublikowano ranking nadzoru korporacyjnego. W latach 2001-2005 zrealizowano trzy edycje rankingu, które zostały opublikowane przez dziennik Rzeczpospolita. Niestety z uwagi na brak zainteresowania w tamtym okresie takim narzędziem przez GPW projekt został zarzucony. Z uwagi na fakt, iż zespól Taylor Economics był również współtwórcą metodologii do tego rankingu deklarujemy możliwość wznowienia powyższego projektu lub wsparcia merytorycznego przy przygotowaniu nowych wytycznych rankingowych. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 265 | Taylor Economics | Ład korporacyjny – uwaga o charakterze ogólnym | Nie zgadzamy się z postulatem wyrażonym w ppkt 4.3.3 projektu Strategii, a dotyczącym stworzenia ram prawnych dla egzekucji zasad ładu korporacyjnego. Uważamy, że formuła stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz, jest optymalna z punktu widzenia rynku polskiego ale również stosowana jest na wielu rynkach rozwiniętych. Ograniczenie elastyczności zasad ładu korporacyjnego jest sprzeczne z ideą kodeksów ładu korporacyjnego i miękkiego prawa jakim są zasady corporate governance. W opinii ekspertów Taylor Economics wzmocnieniu powinna ulec ochrona inwestorów mniejszościowych poprzez lepszą egzekucję przepisów już ustanowionego prawa o czym jest również mowa w projekcie Strategii. | Uwaga **odrzucona**. Uwaga niezrozumiała.  |
| 266 | Taylor Economics | Ład korporacyjny – uwaga o charakterze ogólnym | W odniesieniu do Spółek Skarbu Państwa sugerujemy wprowadzenie obowiązku przestrzegania wszystkich zasad ładu korporacyjnego wynikających z kodeksu przyjętego przez GPW oraz utrzymanie odpowiedniej oceny w ramach rankingów które maja być przygotowywane. Nie wydaje się zasadne różnicowanie spółek skarbu państwa od innych spółek publicznych. To raczej spółki skarbu państwa powinny podnosić poziom już obowiązujących zasad stosując je w całości. Będzie to stanowiło benchmarking dla rynku publicznego i motywacje dla spółek prywatnych w celu podnoszenia standardów ładu korporacyjnego. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 267 | Taylor Economics | Ład korporacyjny – uwaga o charakterze ogólnym | Uważamy, ze nie można wymagać od spółek utrzymywania wskaźnika C/Z na określonym poziomie, gdyż może on być uzależniony również od innych czynników niż te związane z ładem korporacyjnym m.in. sytuacją finansową spółki w tym głownie poziomem osiąganego zyskunetto, który w okresie inwestycyjnym może się obniżać, czy też od sytuacji gospodarczej w Polsce, która będzie mieć odzwierciedlenie w wycenach spółek giełdowych niezależnie od przestrzegania lub nie zasad ładu korporacyjnego. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 268 | Taylor Economics | ppkt. 4.5.1 projektu Strategii | W odniesieniu do trójstopniowej struktury rynku (ppkt. 4.5.1 projektu Strategii) należy realizować prace ukierunkowane na rozwój rynku NewConnect, a także na odbudowę zaufania do podmiotów tam notowanych. Budowa nowego segmentu rynku dla MŚP nie będzie efektywna. Odbudowa zaufania do rynku NewConnect powinna być realizowana przez działania już wskazane w projekcie Strategii, ale także poprzez działania medialne promujące success stories z tego rynku ale także wdrożenie oceny zasad ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na tym rynku (tj. ocenę rankingową). Szczególna rola będzie tutaj potrzebna w przypadku KNF, która z jednej strony powinna łagodniej podchodzić do restrykcyjności regulacji dotyczących spółek z rynku alternatywnego a z drugiej dbać o bezpieczeństwo inwestorów mniejszościowych reagując w przypadku zagrożenia nadużyć. Oddziaływanie rynku NewConnect powinno mieć charakter ponadregionalny stanowiąc najlepsze miejsce dla pozyskania kapitału dla młodych spółek z regionu Europy środkowo-wschodniej. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 269 | Taylor Economics | Nowa forma spółki kapitałowej dla projektów start-up | Idea wprowadzenia nowej spółki kapitałowej dla projektów start-up może uniemożliwić jej dalszy rozwój, gdyż zarówno inwestorzy VC/PE jak i inwestorzy giełdowi przyzwyczajeni są do standardu spółek kapitałowych w formule „z ograniczoną odpowiedzialnością” lub „spółki akcyjnej”. Spółki te zapewniają ochronę inwestorów (poprzez regulacje zawarte w Kodeksie Spółek Handlowych), a dodatkowo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością umożliwia prowadzenie biznesu w formule strat-up przy niskich wymogach kapitałowych i w miarę elastycznych regulacjach. Dodatkowo istnieje duże ryzyko, iż nowa prosta spółka dla start-up w momencie wejścia inwestora będzie musiała być i tak zamieniona na spółkę z ograniczona odpowiedzialnością lub spółkę akcyjną. | Uwaga kierunkowo **przyjęta**.  |
| 270 | IDM |  |  **Cele i podstawowe zasady SRRK, str. 18.** „Główną wizją niniejszego dokumentu jest bardziej rozwinięty, dynamiczny i konkurencyjny międzynarodowo rynek kapitałowy, który w istotnym stopniu wspierał będzie długoterminowy rozwój polskiej gospodarki. Dążąc do stworzenia takiego rynku, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego opiera się na poniższych fundamentalnych zasadach, które powinny przyświecać jej wdrażaniu: 1. Wzmacnianie zaufania do rynku; 2. Silna ochrona inwestorów ~~indywidualnych;~~ *3.* Stabilność otoczenia regulacyjnego i nadzorczego. *Pewność prawa i racjonalność prawa, które tworzy warunki sprzyjające napływowi kapitału na rynek i rozwojowi tego rynku.* 4. Wykorzystywanie konkurencyjnych nowych technologii.” Uzasadnienie: Celem SRRK powinna być ochrona wszystkich inwestorów. Środki tej ochrony powinny być natomiast dostosowane do statusu inwestora (indywidualny/instytucjonalny). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 271 | IDM |  | ***Cel 3: Zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących, str. 21*** „Biorąc powyższe pod uwagę wspólnym celem strony rządowej, jak również polskich instytucji pośredniczących powinno być osiągniecie do 2025 r. przez minimum dwa spośród tych podmiotów statusu ogólnoeuropejskich instytucji pośredniczących oraz minimum jednej instytucji pośredniczącej mogącej konkurować ze swoimi odpowiednikami w skali międzynarodowej.” Zdefiniowanie celu szczegółowego, jako „*Zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących”* budzi poważne wątpliwości, a przyjęta miara realizacji celu tj. „*osiągniecie do 2025 r. przez minimum dwa spośród tych podmiotów statusu ogólnoeuropejskich instytucji pośredniczących…”* jest niewłaściwa. Uzasadnienie: Miarą efektywności instytucji pośredniczących powinna być ich zdolność do przeprowadzenia transakcji finansowania, poprzez emisję akcji lub obligacji (publicznych i niepublicznych), potrzeb kapitałowych polskich przedsiębiorstw szczególnie z sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), w tym przede wszystkim przedsięwzięć zdefiniowanych, jako innowacyjne. Obecnie krajowe domy maklerskie przeprowadzają transakcje typu IPO/SPO dla średniej wielkości przedsiębiorstw, które dominują zarówno na giełdzie jak i w polskiej gospodarce. Duże oferty międzynarodowe zawsze wymagać będą udziału banków globalnych. | Uwaga **odrzucona**. Proponowana przez IDM miara efektywności instytucji pośredniczących nie wyklucza osiągnięcia założonego w projekcie celu.  |
| 272 | IDM |  | **Diagnoza –aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym, str. 23** **„BARIERY O CHARAKTERZE OGÓLNYM** 1. Niski poziom oszczędności i inwestycji, szczególnie w sektorze detalicznym. 2. Brak określonych mierzalnych celów i planów działań mających na celu integrację finansową inwestorów indywidualnych. 3. Niedostateczny poziom edukacji finansowej społeczeństwa. 4. Niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego i wymagań w zakresie zarządzania finansowego przez spółki notowane na giełdzie, w tym przez spółki Skarbu Państwa. 5. Niska atrakcyjność pierwszej oferty publicznej (IPO) oraz struktur pozyskiwania kapitału. 6. Brak jednoznacznej odpowiedzialności za wdrażanie rozwiązań i rozwój polskiego rynku kapitałowego (kto jest odpowiedzialny -MF, NBP czy KNF). 7. *Nadmierne regulacje prawne, które w wielu obszarach nie są sprzyjają rozwojowi rynku i są kosztowne.* Uzasadnienie: W opinii Izby konieczne jest dodanie bariery ogólnej dot. nadmiernych regulacji prawnych. Przykładami nadmiernych regulacji na krajowym rynku kapitałowym są m.in.: zasady dystrybucji jednostek uczestnictwa, interwencja produktowa ESMA na rynku OTC, Wytyczne w zakresie IT. Koszty ww. regulacji powodują, że dotychczas świadczone usługi stają się nierentowne dla domów maklerskich, które oferują je klientom. | Uwaga **odrzucona**. Problemowi nadmiernych regulacji jest poświęcona spora część projektu. Bariera taka jest wymieniona w barierach regulacyjnych stronę dalej.  |
| 273 | IDM |  | **„BARIERY STRUKTURALNE** 7. Niewystarczające wykorzystanie konkurencyjnych i innowacyjnych funkcjonalności oraz technologii na rynku skarbowych papierów wartościowych. 8. Niedostateczna efektywność, przejrzystość i płynność, w szczególności dla wielu kluczowych segmentów rynku kapitałowego, np.:  transakcji repo na polskich papierach wartościowych,  instrumentów pochodnych. 9. ~~Brak narodowych „liderów” wśród emitentów i pośredników operujących na poziomie ogólno-europejskim lub globalnym.~~ Uzasadnienie: To nie jest bariera rozwoju rynku kapitałowego Polsce. Problemem polskiego rynku kapitałowego w tym obszarze jest zanikająca infrastruktura dla klientów krajowych a nie zagranicznych.10. Brak ram prawnych, operacyjnych i nadzorczych w odniesieniu do niektórych istotnych pro-duktów i usług:  Udzielania i zaciągania pożyczek papierów wartościowych (ang. *Securities Lending and Borrowing*, SLB),  funduszy ETF i instrumentów typu ETP. Uzasadnienie: Klienci wymagają pełnej gamy usług, tzn. produktów prostych oraz produktów złożonych. Taka oferta pozwala przyciągać na rynek Klientów o odmiennych profilach i potrzebach i tworzy bodźce dla dalszego rozwoju. Koncentracja wyłącznie na produktach mniej skomplikowanych ogranicza potencjał rozwojowy rynku. ~~Przestarzałe technologie lub brak technologii w kluczowych segmentach rynku, w tym niewystarczające inwestycje w rozwiązania FinTech.~~ Uzasadnienie: Nie jest to bariera na obecnym etapie rozwoju rynku. Przestawiona opinia nie zawiera uzasadnienia.Kosztowna infrastruktura rynku ~~oraz pośrednicy oferujący nieodpowiadające współczesnym wymaganiom produkty/usługi.~~ Uzasadnienie: Pod pojęciem „infrastruktura rynku” nie są uwzględniani pośrednicy. W przypadku uwzględnienie pośredników, krajowe domy maklerskie notowałyby zyski na podstawowej działalności maklerskiej. Tymczasem od kilku lat działalność ta przynosi krajowym podmiotom inwestycyjnym straty. 13. Niewystarczająca aktywność podmiotów rynku kapitałowego w zakresie działań lobbingowych w Unii Europejskiej.” | Uwaga **odrzucona**. Bariery zostały zaproponowane na podstawie przeprowadzonego kwestionariusza i licznych spotkań z rynkiem. Lokalny zasięg polskich instytucji pośredniczących został wskazany jako bariera nie przez MF, ale podmioty funkcjonujące na tym rynku.  |
| 274 | IDM |  | **BARIERY REGULACYJNE** 14. Niewystarczające rynkowe doświadczenie nadzorcy –niedostosowane do dynamiki rozwoju rynku. 15. Postrzegana przez rynek niepewność prawna związana z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE). 16. Wprowadzanie tzw. *gold-plating*, tj. nadmiernych regulacji i obostrzeń w stosunku do prawa UE. 17. Luki w regulacjach prawnych, które przyczyniają się do nieefektywności rynku i zwiększania ryzyka, jednocześnie obniżając zaufanie do niego, w tym:  brak sądów specjalizujących się w przestępstwach o charakterze finansowym,  brak standaryzacji dokumentacji prawnej (prospektów emisyjnych, dokumentacji dotyczącej obowiązków informacyjnych związanych z notowaniem na rynku, umów), ~~ brak możliwości procedowania prospektu emisyjnego w języku angielskim, co obniża atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego dla emitentów zagranicznych,~~ Uzasadnienie: Nie jest to bariera na obecnym etapie rozwoju rynku. Rozwój krajowego rynku kapitałowego nie zostanie zrealizowany poprzez emisje na rynkach zagranicznych. ~~ niewystarczające ramy regulacyjne dotyczące ochrony praw uczestników rynku,~~ Uzasadnienie: Kształt regulacji w wielu obszarach rynku świadczy o niepełnym zrozumieniu potrzeb jego uczestników oraz niewłaściwym definiowaniu lub wyolbrzymianiu ryzyka. Wiele regulacji jest nieadekwatnych do potrzeb rynku, blokuje jego rozwój oraz likwiduje istniejące obszary aktywności biznesowej. Na rynku panuje zdecydowany nadmiar regulacji.  brak wdrożenia standardu wyceny obligacji według wartości rynkowej,  braki w infrastrukturze post-transakcyjnej w celu zapewnienia większego bezpieczeństwa rynku,  regulacje na szczeblu unijnym i krajowym faworyzują podmioty zagraniczne kosztem instytucji krajowych, co stwarza nierówne warunki konkurencji i utratę pozycji przez podmioty krajowe.” Uzasadnienie: W opinii Izby konieczne jest dopisanie powyższego elementu Luki w regulacjach, jako istotnego ograniczenia rozwoju krajowych domów maklerskich. Ograniczenie to wpływa nie tylko na kondycję finansową lokalnych firm inwestycyjnych, ale przede wszystkim na ich zdolność do realizacji podstawowej funkcji –pośrednika w dostarczaniu kapitału lokalnym emitentom. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 275 | IDM |  | **4.1.2.3. Tematyczne grupy robocze przy RRRF, str. 26** W procesie wdrażania SRRK konieczne jest wykorzystanie wiedzy i doświadczenia uczestników polskiego rynku kapitałowego, w związku, z czym w ramach RRRF sukcesywnie i odpowiednio do zgłaszanego zapotrzebowania powołane zostaną specjalistyczne –tematyczne grupy robocze, koordynowane przez wspomniany wyżej zespół ds. zarządzania projektem SRRK. Przykładowe obszary tematyczne grup roboczych: 1. Rynek pierwotny (instrumenty dłużne i kapitałowe, rynki niepubliczne, *crowdfunding*), 2. Rynek wtórny (instrumenty dłużne i kapitałowe), 3. Innowacje i FinTech, 4. Instrumenty pochodne, 5. Infrastruktura post-transakcyjna, rejestry i relacje inwestorskie, 6. Edukacja z zakresu funkcjonowania rynku finansowego, 7. Ład korporacyjny, 8. Ekspansja i konkurencyjność międzynarodowa, 9. Zarządzanie ryzykiem i ochrona konsumentów, 10. Bariery regulacyjne na rynku kapitałowym. Uzasadnienie: W związku z argumentacją przedstawioną powyżej, IDM stoi na stanowisku, że uwzględnienie Barier regulacyjnych w programie prac grup roboczych przy RRRK jest konieczne. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 276 | IDM |  | **4.1.3. KOORDYNACJA DZIAŁAŃ POMIĘDZY MF, NBP I KNF, str. 27** „Realizacja niezbędnych do rozwoju rynku kapitałowego działań jest w dużej mierze również zależna od przyszłej współpracy i zbieżności realizowanych celów pomiędzy trzema głównymi podmiotami nadzorującymi i regulującymi rynek finansowy w Polsce — Ministerstwem Finansów, Narodowym Bankiem Polskim oraz Komisją Nadzoru Finansowego. Postuluje się, aby wymienione trzy strony opracowały i zawarły porozumienie na rzecz spójnej i skutecznej implementacji rozwiązań przewidzianych w SRRK, czyli *de facto* na rzecz rozwoju rynku kapitałowego. Trójstronne porozumienie powinno przyczynić się do wzmocnienia zaufania ze strony podmiotów rynku do tworzonego prawa i wyznaczanych przez Rząd kierunków działań zmierzających do rozwoju rynku.” W koordynacji działań pomięto organizacje samorządowe rynku kapitałowego, m.in. Izbę Domów Maklerskich. IDM skupia kluczowe podmioty rynku kapitałowego i powinna uczestniczyć w pracach określających zasady działania rynku kapitałowego. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 277 | IDM |  | **DZIAŁANIA – ZARZĄDZANIE SRRK** 1. Ustanowienie Pełnomocnika Rządu ds. wdrożenia SRRK. 2. Powołanie zespołu ds. zarządzania projektem SRRK w strukturach Ministerstwa Finansów. 3. Sporządzanie kwartalnych raportów na temat postępów we wdrażaniu SRRK prezentowanych na posiedzeniach Rady Rozwoju Rynku Finansowego. 4. Zawarcie porozumienia pomiędzy MF, NBP i KNF w celu spójnej implementacji rozwiązań przewi-dzianych w SRRK. Stroną porozumienie powinna być również organizacje samorządowe rynku kapitałowego. 5. Utworzenie grup roboczych przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego poświęconych zagadnieniom SRRK. 6. Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego Polaków pracujących za granicą w największych firmach finansowych, konsultingowych, informatycznych i FinTech. 7. Utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych.”  | j.w. |
| 278 | IDM |  | **4.2. OBSZAR 2: KWESTIE NATURY OGÓLNEJ, str. 28** W SRRK zidentyfikowano następujące kwestie o charakterze ogólnym, które wymagają podjęcia w trakcie jej realizacji ukierunkowanych działań:  zaufanie,  standardy ładu korporacyjnego i ich egzekucja,  oszczędności i edukacja w zakresie rynku finansowego,  zasoby ludzkie,  regulacyjne Uzasadnienie: W opinii Izby regulacje powinny być w sposób szczególny wyeksponowane w tej części Strategii, jako podstawowy element wpływający na realizację celów SRRK. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 279 | IDM |  | **4.2.1. WZMACNIANIE ZAUFANIA****DZIAŁANIA – ZAUFANIE**1. Dbanie o stabilność i przewidywalność regulacji.2. Zwiększenie odpowiedzialności pośredników w zakresie rekomendowanych inwestycji przez skuteczne środki egzekwowania prawa.3. Zwiększenie odpowiedzialności audytorów sprawozdań finansowych.Uzasadnienie:Doświadczenia ostatnich miesięcy wskazują, że audytowanie sprawozdań spółek, nawet przez uznane firmy audytorskie, wobec braku ich odpowiedzialności, nie stanowi dla inwestorów gwarancji uzyskania rzetelnych informacji o rzeczywistej kondycji finansowej spółek, w które inwestują. W związku z tym, IDM postuluje o wprowadzenie odpowiedzialności audytora za wydaną opinię, jako realizację postulatu zwiększenia ochrony inwestora. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 280 | IDM |  | **4.2.3. OSZCZĘDNOŚCI, INTEGRACJA I EDUKACJA W ZAKRESIE RYNKU FINANSOWEGO****4.2.3.1. Oszczędności, str. 31**„W obliczu procesu starzenia się polskiego społeczeństwa, niezmiernie istotne jest, aby długoterminowe oszczędności stały się priorytetem nie tylko dla rządzących, ale również znalazły się wyżej w hierarchii priorytetów przeciętnego konsumenta. Aby stymulować tę zmianę, należy:1. opracować kompleksową Strategię Edukacji Finansowej,2. wprowadzić programy mające na celu pozyskanie oszczędności Polaków żyjących poza granicami Polski. Wstępne propozycje obejmują skarbowe produkty oszczędnościowe dystrybuowane m.in. poprzez mobilną aplikację (potencjalnie przy użyciu technologii blockchain),3. wdrożyć reformy systemu podatkowego zachęcające do ~~długoterminowego~~ inwestowania i oszczędzania poprzez obniżenie stawki podatku od zysków kapitałowych dla inwestycji ~~długookresowych.~~Uzasadnienie:Izba stoi na stanowisku, że SRRK powinna koncentrować się na zmianie struktury oszczędności krajowych, w celu konwersji ich części na kapitał dostępny dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych MŚP na rynku kapitałowymNależy stwarzać warunki do inwestowania zarówno inwestorów: długoterminowych i krótkoterminowych. Warunkiem koniecznym do prawidłowego funkcjonowania rynku jest jego płynność. Należy w równy sposób traktować wszystkie rodzaje inwestycji na rynku kapitałowym. Promowanie wyłącznie inwestycji długoterminowych kosztem, inwestycji o krótszych horyzontach czasowych, powoduje eliminację płynności i w konsekwencji marginalizację rynku. Dodatkowo, propozycje podatkowe promujące długookresowe oszczędzanie stoją w sprzeczności z celem szczegółowym nr 2 – zwiększeniem płynności.4. w przypadku PPK zadbać o kontrolę nad opłatami transakcyjnymi przy wykorzystaniu jasnych i publicznie dostępnych wytycznych opublikowanych przez KNF, rozważyć wprowadzenie wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z prostą funkcjonalnością, np. rozwiązań podobnych do tych oferowanych przez brytyjski NS&I (nsandi.com). Produkty te mogą być oferowane przez aplikacje (portfele) mobilne wraz z szeregiem różnych struktur dedykowanych poszczególnym grupom demograficznym.Uzasadnienie:W celu tworzenie produktów oszczędnościowych, w pierwszej kolejności należy zadbać o instru-menty pierwotne (akcje, obligacje), na bazie, których te produkty mogą być tworzone. Podstawo-wym problem na polskim rynku kapitałowym jest spadająca liczba emitentów instrumentów pier-wotnych, a nie brak kanałów dystrybucji. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 281 | IDM |  | **4.2.3.2. Integracja finansowa** 1. Główne czynniki wzmacniające integrację finansową:  wzmocniona edukacja w zakresie rynku finansowego, np. za pośrednictwem mediów społecznościowych,  promocja oszczędnościowych obligacji skarbowych, między innymi poprzez dystrybucję przez kanały mobilne, W opinii Izby promocja tego kanału dystrybucji nie powinna dotyczyć wyłącznie obligacji skarbowych. ~~ aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwianie stosowania ukrytych (alternatywnych) opłat.~~ Uzasadnienie: Wprowadzanie dodatkowych mechanizmów kontroli będzie szkodliwe dla rozwoju rynku poprzez osłabianie mechanizmów konkurencyjnych.  umożliwienie emitentom prowadzenie programów lojalnościowych dla inwestorów,  zachęty podatkowe, w tym związane z programami akcji pracowniczych.” **str. 33** Uznając, że edukacja w zakresie rynku finansowego jest możliwa do prowadzenia wyłącznie poprzez aktywne działania, SRRK będzie działać na rzecz wprowadzenia: ~~ gier na platformach społecznościowych, korzystając przy tym z doświadczeń bardzo silnej branży gier komputerowych w Polsce,~~ Uzasadnienie: Wiedzy na temat zasad funkcjonowania rynku kapitałowego nie uzyskuje się za pośrednictwem gier komputerowych. Potrzebna jest edukacja inwestorów w zakresie finansów i rachunkowości oraz zasad rachunkowości. ~~ dodatkowych produktów oszczędnościowych dystrybuowanych z użyciem nowych, bardziej dostępnych mechanizmów, w tym np. aplikacji mobilnych, czy bezkosztowych portfeli mobilnych, stymulujących konkurencyjność i wzmocnienie zaufania do rynku kapitałowego,~~ Uzasadnienie: Na konkurencyjnym rynku nie ma możliwości stworzenia portfela bezkosztowego. ~~ produktów adresowanych również do klientów detalicznych niekorzystających aktualnie z usług bankowych,~~ Uzasadnienie: Strategia powinna koncentrować się na rozwoju rynku kapitałowego, a nie usług bankowych.  rozwiązań edukacyjnych dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników i do-radców w celu podwyższenia atrakcyjności bardziej zaawansowanych produktów i techno-logii rynku kapitałowego, np. produktów strukturyzowanych, ETF, dodatkowych instrumentów pochodnych, ~~handlu algorytmicznego~~ Uzasadnienie: Handel algorytmiczny to najwyższy poziom inwestycji krótkoterminowych, który może zaistnieć na szerokim i bardzo płynnym rynku**DZIAŁANIA –EDUKACJA W ZAKRESIE RYNKU FINANSOWEGO** **1.** Działania w zakresie edukacji finansowej będą obejmować m.in.:  przygotowanie Strategii Edukacji Finansowej i prowadzenie działań z zakresu edukacji finansowej przez Fundusz Edukacji Finansowej, ~~ wprowadzenie gier z dziedziny edukacji finansowej, m.in. dostępnych na platformach społecznościowych,~~ Uzasadnienie: Należy wprowadzić profesjonale zajęcia obejmujące wiedzę dot. podstawowych zasad finansów i rachunkowości.  promocję ~~skarbowych~~ produktów oszczędnościowych ~~dystrybuowanych przez aplikację mobilną~~,  programy edukacyjne dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników i doradców, ~~ analizę zasadności wprowadzenia produktów oszczędnościowych adresowanych do Polaków niekorzystających z produktów bankowych.~~ Uzasadnienie: Strategia rozwoju rynku kapitałowego powinna szukać odpowiedzi na pytanie, dlaczego Polacy nie korzystają z rynku kapitałowego. | Uwaga **wyjaśniona**. Stanowisko o grach jak wyżej.  |
| 282 | IDM |  | **4.2.4. ZASOBY LUDZKIE** **DZIAŁANIA –ZASOBY LUDZKIE** ~~1. Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego profesjonalistów z branży IT i finansów, w tym przede wszystkim Polaków pracujących we wiodących firmach za granicą.~~ Uzasadnienie: Kryteria wyboru zasobów powinny być oparte o potrzeby, kompetencje i koszty. Projekt jest wykonywany na potrzeby krajowe. Skuteczność jego wdrożenia będzie więc uzależniona od znajomości realiów krajowych.  | j.w. |
| 283 | IDM |  | **4.3. OBSZAR 3: NADZÓR I REFORMY W ZAKRESIE REGULACJI****4.3.1. ZAPEWNIENIE PRZEWIDYWALNEGO I SKUTECZNEGO NADZORU, str. 35**6. Ograniczenie wydawania pisemnych wytycznych w celu zagwarantowania stabilności i pewności prawa.Uzasadnienie:Regulacje na rynku kapitałowym powinny opierać się na ustawach i rozporządzeniach UE i właściwych ministrów. Wytyczne organu nadzoru nie mogą zmieniać treści i sensu, aktów wyższego rzędu, ponieważ może to zwiększać ryzyko regulacyjne. W związku z tym powinny ograniczać się wyłącznie do przypadków wątpliwości interpretacyjnych aktów powszechnie obowiązujących. W innym przypadku stanowią one przykład gold platingu. | j.w. |
| 284 | IDM |  | **4.3.3 WDROŻENIE REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU OCHRONĘ INWESTORÓW, str. 41** Zdaniem IDM należy wykreślić propozycję utworzenia rachunków sponsorowanych/rachunków indywidualnych w KDPW. Uzasadnienie: Wprowadzenie indywidualnych rachunków w KDPW wymagałoby kolejnych inwestycji w systemy informatyczne firm inwestycyjnych, nieprzekładające się w żaden sposób na rozwój rynku. **DZIAŁANIA –WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU OCHRONĘ INWESTORÓW, STR.43** 1. Stworzenie ram prawnych dla wzmocnienia egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW. 2. Wprowadzenie sądów specjalizujących się w sprawach dotyczących rynku finansowego. 3. Podwyższenie jakości świadczonych usług i zwiększenie odpowiedzialności podmiotów pośredniczących zajmujących się dystrybucją instrumentów finansowych wobec inwestorów indywidualnych. 4. Wprowadzenie obowiązku dostarczania KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej przez emitentów. 5. Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych. 6. Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu w przypadku, gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość. 7. Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych. 8. Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego. 9. Wprowadzenie odpowiedzialności audytorów sprawozdań finansowych emitentów na rynku publicznym oraz audytorów sprawozdań finansowych podmiotów nadzorowanych emitujących instrumenty finansowe. Uzasadnienie: Audytorzy spełniają kluczową rolę w procesie dystrybucji, a nie są objęci żądną formą odpowiedzialności wobec KNF i inwestorów.**REJESTR POSIADACZY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH, str. 45** **Zdaniem IDM należy wykreślić zapis dot. rejestru posiadaczy papierów wartościowych.** Uzasadnienie: Propozycja stworzenia centralnego rejestru jest przykładem krytykowanego słusznie w Strategii gold platingu. W zakresie budowy relacji emitenta z inwestorami wystarczające jest wdrożenie regulacji UE, które nie wymagają centralnego rejestru **DZIAŁANIA –WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO, str.46** ~~1. Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla nowych lub istniejących produktów i usług.~~ Uzasadnienie: Krajowy rynek kapitałowy jest przeregulowany. Dodatkowe regulacje mogą więc obniżyć jego konkurencyjność. 2. Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego funduszy typu SICAV. 3. Wprowadzenie przez KNF standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji. ~~4. Wdrożenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej.~~ Uzasadnienie: Przyznanie wszystkim bankom prawa do prowadzenia działalności maklerskiej podniesie w sposób bardzo znaczący ryzyko całego rynku oraz obniży jakość usług, co w konsekwencji spowoduje spadek zaufania do rynku. 5. Usunięcie niejasności w relacjach inwestorskich poprzez wprowadzenie obowiązku aktualizowania rejestru w tym samym dniu, zgodnie z dyrektywą o prawach akcjonariuszy. 6. Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku.  | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 285 | IDM |  | **4.4. OBSZAR 4: ZACHĘTY PODATKOWE I ADMINISTRACJA SKARBOWA, str. 46** Rekomendowane zmiany opierają się między innymi na rozwiązaniach przyjętych w najbardziej rozwiniętych gospodarczo państwach. Zachęty podatkowe powinny być stosowane w szczególności w celu promowania oszczędności, inwestycji ~~długoterminowych.~~ Uzasadnienie: **Promowanie wyłącznie inwestycji długoterminowych kosztem inwestycji o krótszych horyzontach czasowych powoduje eliminację płynności i konsekwencji marginalizację rynku.** ciągłości działalności gospodarczej i przejrzystego obrotu, jak również do zwiększenia popularności IPO w taki sposób, aby proces kształtowania cen zachowywał odporność na zmienność rynku, potencjalnie nawet w przypadku zdarzeń o charakterze systemowym. Polityka podatkowa przewidziana w SRRK ma na celu wykorzystanie systemu podatkowego jako skutecznego narzędzia zachęcającego emitentów, pośredników i inwestorów do szerszego korzystania z rynku kapitałowego, ~~nie zaś aby promować transakcje spekulacyjne.~~ Uzasadnienie: **Kapitał długoterminowy nie zapewnia odpowiedniej płynności rynku, a płynność jest jednym z kluczowym parametrów atrakcyjności rynku**. Należy podkreślić również, że proponowane rozwiązania podatkowe dotyczące inwestycji długoterminowych stoją w sprzeczności z zakładanym celem zwiększenia płynności. W opinii Izby właściwym rozwiązaniem byłoby całkowite zniesienie podatku od inwestycji kapitałowych biorąc pod uwagę niewłaściwą strukturę oszczędności gospodarstw domowych, gdzie polowa oszczędności leży na rachunkach bankowych, co bardzo odbiega struktury w krajach wyżej rozwiniętych i co ogranicza podaż kapitału krajowego na rynku kapitałowym. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 286 | IDM |  | **4.4.2. ZACHĘTY PODATKOWEDLA INWESTORÓW, str. 48 –szczegółowa argumentacja w zał. 2.**Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów  **Kompensacja zysków kapitałowych i strat:** powinna istnieć możliwość kompensacji strat kapitałowych poniesionych w związku z inwestycjami w jedne instrumenty finansowe zyskami z innych instrumentów finansowych (w szczególności z jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych). W tym celu można rozważyć wprowadzenie limitu rozliczania strat, na przykład na okres 5 lat. ~~Produkty spekulacyjne, np. CFD, kryptowaluty, nie powinny być objęte prawem do kompensacji. Istniejącą aktualnie możliwość kompensowania strat na produktach spekulacyjnych należałoby ograniczyć lub usunąć, gdyż aktualnie obowiązujące prawodawstwo postrzegane jest przez inwestorów jako niesprawiedliwe, promuje transakcje spekulacyjne i nie wspiera inwestycji w realną gospodarkę.~~ Uzasadnienie: Rozwinięty rynek to rynek komplementarny, na którym klienci decydują, w jakie instrumenty inwestują, dlatego należy zapewnić ofertę dla wszystkich rodzajów klientów. Dyskryminacja może spowodować przeniesienie całej aktywności klientów na rynki zagraniczne, gdzie takie dysproporcje nie występują. **Stopa podatku od dochodów kapitałowych jest równa dla wszystkich rodzajów inwestycji na rynku, niezależnie od poziomu ich ryzyka, i wynosi 19%.**  **Obniżenie opodatkowania dywidendy:** podatek od dywidendy powinien zostać obniżony z poziomu 19% do 9% dla zysków od inwestycji kapitałowych ~~utrzymywanych przez okres dłuższy niż 36 miesięcy dla wszystkich inwestorów, aby przyciągnąć za-równo lokalnych jak i zagranicznych inwestorów oraz emitentów do polskiego rynku kapitałowego~~. Podczas fazy implementacyjnej Strategii zostanie określony limit kwotowy uprawniający do stosowania obniżki podatku. Uzasadnienie: **Zachęty podatkowe nie powinny wpływać negatywnie na płynność rynku.** Rynek bez inwestorów krótko i średnioterminowych traci swoją płynność.  **Opodatkowanie odsetek**: zmiana obowiązującego sposobu opodatkowania odsetek od obligacji, w sposób który zapewni analogiczny poziom opodatkowania niezależnie od tego, czy inwestor nabywa obligacje na rynku pierwotnym czy wtórnym.  Zwolnienie z opodatkowania zysków z inwestycji kapitałowych do wysokości 50 tys. osiągniętego zysku w danym roku. **DZIAŁANIA –OPODATKOWANIE, str. 49** **1. Zachęty podatkowe dla emitentów:**  rezygnacja z podatku u źródła dla euroobligacji w celu zrównania kosztu pozyskania kapitału w walucie obcej z kosztem kapitału pozyskiwanego w PLN,  wprowadzenie zwolnienia podatkowego dla emisji obligacji rozwojowych,  dla emitentów publicznych: wprowadzenie ulgi dla kosztów IPO, zwiększenie ulg dla programów akcji pracowniczych. **2. Zachęty podatkowe dla inwestorów:**  umożliwienie kompensacji zysków/strat kapitałowych dla jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i innych papierów wartościowych, ~~ uniemożliwienie kompensacji zysków/strat dla kontraktów CFD, FX i niektórych kryptowalut,~~ Uzasadnienie: Kompensacja powinna dotyczyć wszystkich instrumentów na rynku kapitałowym, które mogą być przedmiotem inwestycji klientów. Rozwój jednego segmentu runku nie może być prowadzony poprzez dyskryminację czy likwidację innego segmentu rynku.  zmniejszona stawka podatku dochodowego od dywidend ~~w przypadku inwestycji długoterminowych.~~ Uzasadnianie: Nie należy dyskryminować żadnej z grup inwestorów. **3. Zachęty podatkowe dla pośredników:** Zwolnienie transakcji repo spełniających określone kryteria z podatku od niektórych instytucji finansowych. **4. Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej dla emitentów:**  centralizacja procesów dla wyrażających tym zainteresowanie emitentów,  harmonizacja zasad podatkowego traktowania obligacji (dla obligacji wyemitowanych przed i po 2015 r.).  | Uwaga **przyjęta**. Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa.  |
| 287 | IDM |  | **4.5. OBSZAR 5: STRUKTURA RYNKU:** **RYNEK AKCJI, str. 50** Struktura kosztów *„należy rozważyć stworzenie przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Izbę Domów Maklerskich, KNF oraz GPW planu obniżenia kosztu pozyskiwania kapitału publicznego do 2-6% (w zależności od wartości emisji) pozyskanych środków64 „* Propozycja powyżej jest nieuzasadniona, ponieważ na rynku istnieje realna konkurencja pomiędzy BM/DM, zapewniająca konkurencyjne wyceny usług przy IPO/SPO/ABB. Wprowadzenie limitu wynagrodzenia mogłoby spowodować utratę dostępności rynku pierwotnego dla mniejszych emitentów, bądź bardziej skomplikowanych transakcji. **RYNEK WTÓRNY, str. 51-52** *„działalność sell-side (działanie na rachunek własny, market-making) -obecnie jest to mały segment rynku”* Powyższe stwierdzenie jest błędne. W 2018 r. ten segment odpowiadał za 45,5% obrotu. „*należy wdrożyć nowe niskokosztowe technologie w całym łańcuchu wartości w celu przechwycenia zysków związanych z obrotem instrumentami finansowymi poprzez sprawniejsze wykonywanie zleceń i większe wolumeny. Branża powinna stworzyć plan ponownego przyciągnięcia zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, zawierających trans-akcje na rachunek własny (ang. proprietary trading).* „ Powyższe stwierdzenie jest nieuzasadnione. W 2018 r. inwestorzy zagraniczni odpowiadali za 59% obrotów na rynku akcji GPW, z czego ponad połowa (ok. 56%) to prop-trading. W obrotach instytucji krajowych ok. 44% to prop-trading. Problemem GPW jest mała aktywność klientów końcowych.**DZIAŁANIA -STRUKTURA RYNKU –AKCJE**, **str. 52** 1. Wyeliminowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji. 2. **Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów:**  przejrzystość i należyte informowanie emitentów w odniesieniu do przestrzegania po-stanowień rozporządzenia MAR i lobbing na poziomie UE,  nałożenie obowiązku dochowania należytej staranności przez autoryzowanych doradców na rynku MŚP,  egzekwowanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonywania (ang. *best execution*). *Best Exceution miałoby zastosowanie, gdyby spółki notowane na GPW były również notowane na innych giełdach. Zasady wykonywania zleceń na GPW, zgodnie z obwiązującymi regulacjami powodują, że z wyjątkiem usługi doradztwa i zarządzania, best* execution nie występuje. 3. Współpraca GPW i PAIH w celu ustanowienia przedstawicieli polskiego rynku kapitałowego za granicą. 4. Plany rozwoju rynku wtórnego zakładające konkurowanie z najlepiej rozwiniętymi rynkami na świecie: ~~ zmiana technologii na GPW w celu osiągnięcia lepszych mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,~~ Uzasadnienie: Głównym problem rynku akcji jest brak emitentów o odpowiedniej kapitalizacji. Braku emitentów nie da się skompensować technologią do realizacji zleceń.  wykorzystanie łatwego dostępu do przyciągnięcia bardziej niejednorodnej społeczności użytkowników,  wdrożenie dostępu sponsorowanego,  obniżenie opłat na każdym etapie obrotu odzwierciedlające niższe struktury kosztowe w Polsce,  niski koszt dostępu dla inwestorów indywidualnych, ~~ stworzenie strategii „odzyskania rynku” w odniesieniu do utraconego wolumenu zagranicznego,~~Uzasadnienie: Obecnie problemem nie jest utracony wolumen zagraniczny, tylko wolumen utracony na skutek wycofywania spółek z Giełdy.  zróżnicowanie produktów i rozwój usług, np. typy zleceń, aukcje, SLB (między innymi dzięki jasnym wytycznym i regulacjom dotyczącym krótkiej sprzedaży),  działania edukacyjne dla pośredników i inwestorów. 5. Określenie do końca 2020 r. krajowych regulacji dla produktów jak dotąd nieistniejących na polskim rynku a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach –w tym ETF. Aby tworzyć ETF-y muszą najpierw istnieć instrumenty, na bazie których można je tworzyć. Najpierw rynek kapitałowy musi pozyskać emitentów akcji z całej sfery realnej gospodarki | Uwagi **przyjęta** co do kierunku. |
| 288 | IDM |  | **4.5.4. DZIAŁANIA-STRUKTURA RYNKU –OBLIGACJE KORPORACYJNE, str. 59** 1**.** Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym: ~~ obowiązkowa dematerializacja w KDPW,~~ Uzasadnienie: **To oznacza, że organizowanie emisji niepublicznych przestanie być opłacalne dla firm inwestycyjnych, i ta działalność nie będzie prowadzona.**  większy zakres odpowiedzialności i transparentność w zakresie całkowitych zobowiązań emitentów,  wystandaryzowana dokumentacja pozwalająca obniżyć koszty, poprawić i przyspieszyć dostęp do rynku oraz zmniejszyć ryzyko systemowe, ryzyko kontrahenta i ryzyko prawne,  wzmocnienie zadań i zakresu odpowiedzialności audytorów,  system informacji dla prospektów emisyjnych i niestandardowych emisji 2. Ograniczenie wykorzystania metod wyceny bazujących na wewnętrznej stopie zwrotu dla niepłynnych obligacji. 3. **Rynek wtórny:** ~~ ograniczenie liczby platform obrotu celem obniżenia kosztów,~~ Uzasadnienie: Izba wnioskuje o wykreślenie powyższego twierdzenia z treści strategii. Ograniczenie liczby platform jest działaniem na rzecz jednego podmiotu i nie powinno być elementem strategii rządowej.  uproszczenie dostępu do rynku,  ulepszenie mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,  przyciągnięcie bardziej niejednorodnej grupy inwestorów. 4. Zmiany w zakresie zasad dotyczących zgromadzeń obligatariuszy oraz administratorów zabezpieczeń.  | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 289 | IDM |  | **4.5.5. INSTRUMENTY POCHODNE, str.60 –szczegółowe argumenty w załączniku 2.** **4.5.5.1. Instrumenty pochodne na akcje** **1.** Proponuje się następujące działania mające poprawić głębokość rynku, różnorodność i płynność oferowanych instrumentów pochodnych na akcje: ~~zwiększenie ochrony inwestorów indywidualnych w zakresie instrumentów bardziej ryzykownych i niepodlegających właściwym regulacjom (takich jak kontrakty na różnice kursowe -CFD, czy kryptowaluty), które nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym,~~ Uzasadnienie: Nie istnieją preferencje regulacyjne lub nadzorcze dla kontraktów CFD. CFD instrumenty finansowe określone w przepisach prawa, nie powinno się ich stawiać na równi z kryptowalutami. * 1. Największe straty w historii polskiego rynku ponieśli Kliencie inwestujący w obligacje., a nie kontrakty CFD jednocześnie, zwiększenie działań edukacyjnych dla inwestorów w odniesieniu do instrumentów pochodnych rynku regulowanego, które podlegają stosownemu reżimowi regulacyjnemu.

W Polsce reżim regulacyjny na rynku OTC ( platformy obrotu) jest ostrzejszy niż na rynku regulowanym).* 1. Umożliwienie funduszom inwestującym w celach emerytalnych zabezpieczanie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych z jednoczesnym utrzymaniem wyraźnego zakazu prowadzenia działalności spekulacyjnej z wykorzystaniem instrumentów pochodnych,

Do zabezpieczenia pozycji potrzebna jest druga strona kontraktu. Zapis ten pokazuje sprzeczność pomiędzy dążeniem do eliminacji rynku CFD i możliwością zabezpieczania pozycji na rynku instrumentów pochodnych przez fundusze emerytalne. **4.** Dywersyfikacja produktów i bazy technologicznej na GPW w celu zwiększenia gamy produktów, typów zleceń, strategii obrotu, zapewnienia technologii dostępu łączącej GPW z inwestorami korzystającymi z dostępu sponsorowanego i zapewnienie dostępu do CCP dla instrumentów pochodnych na akcje. **5.** Wprowadzenie ulepszonych modeli opłat przyczyniających się do obniżenia kosztów dla inwestorów końcowych.  | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 290 | IDM |  | **4.5.6.3. Wzrost wartości dla klienta , str. 62** Polskie instytucje pośredniczące wskazują na to, że jednym z największych ograniczeń dla rozwoju ich działalności są znaczne koszty wynikające z wysokich opłat na rzecz infrastruktury polskiego rynku kapitałowego. ~~Nie mniej istotnym problemem może jednak być również brak stosowania przez pośredników rozwiązań polegających na bardziej elastycznym profilowaniu modelu świadczonych usług i poszukiwania takiego modelu, który pozwoliłby przezwyciężyć wyżej wymieniony problem związany z kosztami infrastruktury. Dotyczy to na przykład częstszego oferowania usług bezpośredniego dostępu do rynku (DMA), które mogłyby być oferowane między innymi największym spośród inwestorów. Należy zauważyć, że inwestorzy korzystający z DMA są często wrażliwi na cenę i jakość usług. Wydaje się w związku z tym, że biorąc pod uwag relatywnie niższe koszty pracy, polskie podmioty mogłyby skutecznie konkurować z zagranicznymi firmami poprzez oferowanie dobrej jakości usług w niższej niż brokerzy za granicą cenie.~~ Częstsze stosowanie powyżej opisywanych rozwiązań wymaga poniesienia nakładów inwestycyjnych, jednocześnie jednak z jednej strony zaletą polskiego rynku pracy jest dostęp do wysoce wykwalifikowanych pracowników (w tym informatyków), z drugiej zaś strony część prac powinna zostać zlecona podmiotom trzecim w ramach outsourcingu. ~~Większe stosowanie powyżej opisywanych rozwiązań wymaga poniesienia pewnych nakładów inwestycyjnych, jednocześnie jednak zaletą polskiego rynku jest dostęp do wysoce wykwalifikowanych pracowników (w tym informatyków) przy relatywnie niższych kosztach pracy niż zagranicą.~~ Należy pamiętać, że już obecnie za 40% transakcji wykonywanych na rynku akcji odpowiadają zdalni uczestnicy giełdy75 i wydaje się, że brak zmian w modelu biznesowym pośredników może skutkować dalszą utratą wolumenu na rzecz innych rynków kapitałowych UE. Uzasadnienie: Po dopuszczeniu do rynku inwestorów zdalnych wartość obrotów systematycznie spada. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 291 | IDM |  | **4.5.6.4. Potrzebne reformy w zakresie regulacji i polityki nadzorczej, str. 63** Istotne znaczenie dla wzrostu konkurencyjności polskich pośredników ma również podejście regulacyjne i nadzorcze:  znaczna liczba brokerów i firm buy-side na dobrze rozwiniętych rynkach zleca podmiotom trzecim swoje systemy front i back office w celu obniżenia bazy kosztowej oraz skorzystania z przewagi, jaką dają tworzone przez branżę rozwiązania IT. W Polsce jest to znacznie utrudnione. Nadmiernie rygorystyczne regulacje dotyczące outsourcingu stanowią barierę uniemożliwiająca korzystanie z tego modelu biznesowego, ~~ brak jednolitej licencji bankowej (patrz m.in. punkt 4.3.4),~~ Uzasadnienie: **Propozycja jednolitej licencji bankowej jest szkodliwa dla rynku kapitałowego i gospodarki. Banki i firmy inwestycyjne finansują inne rodzaje przedsięwzięć inwestycyjnych.** **W Strategii kilkakrotnie podkreślano zalety wspólnej licencji bankowej i maklerskiej, pomijając fakt, że włączanie domów maklerskich w struktury banku jest z reguły równoznaczne z ograniczaniem przez banki działalności maklerskiej. W ostatnich latach obserwowaliśmy wiele przypadków, w których po wchłonięciu domu maklerskiego w struktury banku modyfikowano zakres jego usług na korzyść sprzedaży produktów bankowych, obarczonych mniejszym ryzykiem inwestycyjnym. Notowane są nawet przypadki wycofywania się z animowania akcji na giełdzie, co obniża płynność. Rynki kapitałowe współpracują ale też konkurują z bankami. Doświadczenia pokazują, że system anglosaski, z dominującą rolą firm inwestycyjnych i dużym udziałem rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki, znacznie lepiej wspiera rozwój innowacyjnej gospodarki niż systemy zachodnioeuropejskie. Propozycja SRRK idzie w odwrotnym kierunku. Tzw. „Big Bang” zapoczątkowany w latach lat 80-tych, czyli zniesienie rozgraniczenia pomiędzy bankami komercyjnymi, a firmami maklerskimi, miał szereg negatywnych konsekwencji. W znacznym stopniu przyczynił się do kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007/8, którego skutkiem były straty w gospodarce o skali niespotykanej od czasów Wielkiej Depresji lat 30-tych.**  konieczne jest wdrożenie regulacji dla nieistniejących (lub praktycznie nieistniejących) na polskim rynku produktów (dotyczy to np. pożyczek pożyczek papierów wartościowych czy ETF) w odpowiednim czasie i w konsultacji z uczestnikami rynku). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 292 | IDM |  | ~~4.5.6.5. Eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach jak wspomniano w punkcie 4.3.4.,~~ obecnie banki nie mają bezpośredniego dostępu do obrotu zorga-nizowanego i konieczne jest utrzymywanie równoległych struktur IT i organizacyjnych (kwestie *com-pliance, back office*, itd.). Ma to wiele niekorzystnych skutków, zarówno w zakresie efektywności organizacji, jak i jakości usług oferowanych klientom. ~~Powyższe bariery mogą zostać wyeliminowane poprzez objęcie całej działalności inwestycyjnej banków (również w zakresie obrotu zorganizowanego) jednym zezwoleniem na prowadzenie działalności bankowej, dzięki czemu banki nie będą musiały dokonywać, jak ma to miejsce obecnie, wyodrębnienia organizacyjnego prowadzonej działalności maklerskiej z działalności bankowej. Jednocześnie, celem zapewnienia bezpieczeństwa i ochrony inwestorów indywidualnych, KNF powinna opublikować szczegółowe rekomendacje i wytyczne mające na celu ujednolicenie standardów usług dla domów maklerskich i banków świadczących usługi maklerskie.~~ | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 293 | IDM |  | **4.5.6.6 Unowocześnienie technologii , str. 63**  wsparcie analityczne dla spółek i elektroniczne analizy informacji: ~~ handel algorytmiczny: poziom automatyzacji w lokalnej branży maklerskiej nie jest wystarczający~~ Uzasadnienie: handel alogarytmiczny nie ma wpływu na płynność rynku. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 294 | IDM |  | **DZIAŁANIA -STRUKTURA RYNKU –POŚREDNICTWO , str. 65** 1. Skuteczne egzekwowanie regulacji w celu odbudowania zaufania:  przejrzystość w zakresie prowizji i ewentualnych zwrotów. 2. Zmiany w zakresie regulacji:  rozwiązanie problemów związanych z outsourcingiem,  wdrożenie jednolitej licencji bankowej Uzasadnienie: Łączenie działalności bankowej i maklerskiej nie przyczyni się do dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. 3. Wzmożone egzekwowanie obowiązku dochowania przez pośredników należytej staranności względem uczestników rynku. 4. Dążenie do przyciągnięcia do Polski przedsiębiorstw, które ze względu na restrykcyjne regulacje mogły przenieść swoją działalność za granicę. 5. Program upowszechniający przygotowywanie analiz dla spółek. 6. Unowocześnienie, zmiana i rozbudowa technologii:  wykorzystanie iXBRL w programie zwiększającym pokrycie analityczne, ~~ dążenie do większego stosowania handlu algorytmicznego,~~ ~~wzmożone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń (ang.~~ *~~best execu-tion~~*~~), zwłaszcza na rynku OTC~~, 7. usprawnienia w zakresie systemów *back Office.*  | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 295 | IDM |  | **4.5.7. OPŁATY I KOSZTY, str. 65** Jednym z wyzwań dla polskiego rynku jest stworzenie efektu skali poprzez obniżenie opłat i kosztów alternatywnych, co powinno pomóc podnieść konkurencyjność i wymagania w zakresie porównywania cen. Jednocześnie należy rozważyć wprowadzenie ustawowego ograniczenia nad opłatami tam, gdzie nie następuje samoregulacja rynku. Polski rynek kapitałowy należy obecnie do najdroższych rynków w Europie, między innymi w zakresie poziomu kosztów transakcyjnych na GPW76, oraz charakteryzuje się wysokimi kosztami ukrytymi (w tym spreadami) i alternatywnymi (wynikającymi na przykład z szybkości wykonania zlecenia)77, co jest w dużej mierze spowodowane niewystarczającym wykorzystaniem nowych technologii przez in-stytucje pośredniczące. ~~W odniesieniu do poziomu kosztów jawnych, należy wskazać, że opłaty te są kształtowane przede wszystkim przez instytucje pośredniczące i podmioty infrastruktury rynkowej~~. Warto zauważyć, że poziom opłat rynkowych nie odzwierciedla niższych niż przeciętnie na innych rozwiniętych rynkach kosztów ~~pracy i może wynikać z nieefektywności operacyjnej niektórych uczestników rynku. Przykładowo, polskie instytucje pośredniczące nie wykorzystują w wystarczającym stopniu nowych technologii, co może mieć negatywne przełożenie na kształtowanie cen na rynku.~~ Ponadto, wybór produktów przez inwestora może być utrudniony i cechuje się niewystarczającymi możliwościami porównywania wyników inwestycyjnych pomniejszonych o koszty, ponieważ opłaty nakładane przez pośredników są rozpoznawane w wyniku pośrednika natychmiast, podczas gdy wynik inwestycyjny naliczany jest na rzecz inwestora w dłuższym okresie. Obecne podejście może być szkodliwe między innymi w zakresie możliwości przyciągnięcia zagranicznych inwestorów i może skutkować tym, że polski rynek i inwestorzy będą w większej mierze obsługiwani przez podmioty zagraniczne. W związku z tym, Rząd i KNF mogą rozważyć podjęcie następujących działań: ~~ rozważenie wprowadzenia regulacji w zakresie opłat (np. w postaci wprowadzenia maksy-malnych opłat). Powinna temu towarzyszyć długoterminowa perspektywa dotycząca docelowego modelu biznesowego pośredników, w celu stworzenia systemu, w którym opłacać się będzie oferowanie klientom bardziej korzystnych dla nich usług i produktów,~~ Uzasadnienie: Cenę dla klienta powinien kształtować konkurencyjny rynek. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 296 | IDM |  | **Uwaga do pkt.: *4.4.2. Zachęty podatkowe dla inwestorów*** Cyt: „*Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów”* Cyt: „*Kompensacja zysków kapitałowych i strat: powinna istnieć możliwość kompensacji strat kapitałowych poniesionych w związku z inwestycjami w jedne instrumenty finansowe zyskami z innych instrumentów finansowych (w szczególności z jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych). W tym celu można rozważyć wprowadzenie limitu rozliczania strat, na przykład na okres 5 lat. Produkty spekulacyjne, np. CFD, kryptowaluty, nie powinny być objęte prawem do kompensacji. Istniejącą aktualnie możliwość kompensowania strat na produktach spekulacyjnych należałoby ograniczyć lub usunąć, gdyż aktualnie obowiązujące prawodawstwo postrzegane jest przez inwestorów jako niesprawiedliwe, promuje transakcje spekulacyjne i nie wspiera inwestycji w realną gospodarkę”* **Izba uważa za absolutnie nieuzasadnione wyłączenie ustawowo zdefiniowanego instrumentu finansowego1 jakim są kontrakty na różnice kursowe z prawa do kompensacji podatkowej, jak również wobec próby zrównania statusu CFD z kryptowalutami, które nie są instrumentem finansowym i pozostają poza regulacjami ustawowymi**. Rynek CFD jest częścią krajowego rynku finansowego. Od 15 lat krajowe domy maklerskie oferują swoim klientom instrumenty CFD. Rynek kontraktów CFD jest ważnym elementem wspierającym rozwój szerokiego rynku kapitałowego. Z jednej strony wspiera on prowadzenie działalności produktowej przez krajowe domy maklerskie, w szczególności w obszarach o niskiej rentowności. Z drugiej umożliwia realizację różnorodnych i elastycznych strategii inwestorom. W Polsce, w ten rodzaj instrumentów inwestuje ok. 50 tys. inwestorów. Większość z nich to klienci doświadczeni i świadomi, którzy traktują CFD jako niezbędny element uzupełniający prowadzoną przez nich działalność na wielu innych rynkach. Inwestorzy wykorzystują CFD do zawierania transakcji spekulacyjnych, których ważną rolą jest m.in. zapewnianie na rynkach płynności, jak również jako instrumenty zabezpieczające ryzyko czy też służące realizacji strategii arbitrażowych. Często pozycje zawarte na kontraktach CFD są częścią składową większego portfela inwestycyjnego, w skład którego wchodzą również inne instrumenty finansowe, takie jak akcje, opcje czy kontrakty futures notowane na rynkach regulowanych. W związku z tym wykluczenie CFD z kompensacji podatkowej będzie stanowiło dyskryminację instrumentu finansowego, rynku i inwestorów. Trudno zgodzić się ze stwierdzeniem, że „*aktualnie obowiązujące prawodawstwo postrzegane jest przez inwestorów jako niesprawiedliwe****”.* Nieuzasadnione dla inwestorów będzie z pewnością odebranie prawa do kompensacji podatkowej, z którego to korzystają od wielu lat**. Dodatkowo, niewątpliwie wywoła to wśród nich negatywny obiór, ponieważ podwyższona może zostać realna stopa opodatkowania działalności polegającej na inwestowaniu w różnorodne instrumenty finansowe. Proponowane rozwiązanie może skłonić polskich inwestorów do korzystania z usług zagranicznych podmiotów oferujących konkurencyjne produkty. Wobec powyższych tez Izba Domów Maklerskich postuluje, aby pkt. „*4.4.2. Zachęty podatkowe dla inwestorów. Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów”*przyjął brzmienie: „*Kompensacja zysków kapitałowych i strat: powinna istnieć możliwość kompensacji strat kapitałowych poniesionych w związku z inwestycjami w jedne instrumenty finansowe zyskami z innych instrumentów finansowych (w szczególności z jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych). W tym celu można rozważyć wprowadzenie limitu rozliczania strat, na przykład na okres 5 lat.”*Uzasadnienie: Kontrakty na różnice kursowe CFD zostały zdefiniowane w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: Ustawa) w art. 2 ust 1 pkt 2 lit c- i oraz w przepisach europejskiego urzędu nadzoru - ESMA (kontrakt na różnicę” lub „CFD” oznacza instrument pochodny2). **Różnice kursowe (CFD) zgodnie z Art. 2 ust 1 pkt 2 lit h Ustawy są instrumentami finansowymi traktowanymi w Ustawie o obrocie na równi z innymi instrumentami finansowymi notowanymi na rynku regulowanym jak i poza nim,** np.: *„opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności, uprawnienie do emisji lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne*3” Ze względu na wprowadzone regulacje krajowe i przepisy europejskiego nadzoru (ESMA) kontrakty na różnice (CFD) podlegają bardziej restrykcyjnym regulacjom niż inne instrumenty finansowe, których charakterystyka inwestycyjna jest podobna do CFD i są one dostępne dla klientów detalicznych, m. in. kontrakty futures dostępne na giełdach. Przykładami tego bardziej restrykcyjnego podejścia regulacyjnego jest chociażby konieczność zapewnienia inwestorom mechanizmu ochrony przed ujemnym saldem na rynku CFD oraz stosowania jednolitego ostrzeżenia przed ryzykiem w formie wymagającej prezentacji statystki tracących środki klientów. Prawo do kompensacji wskazane w SRRK obejmuje instrumenty finansowe, do których zgodnie z Ustawą należą i kontrakty na różnice kursowe (CFD). **Nierówne traktowanie CFD – wykluczenie z prawa do kompensacji może zatem oznaczać dyskryminację tego rodzaju instrumentów w znaczeniu**: **a) dyskryminacji inwestorów** Inwestorzy dokonujący transakcji na rynku CFD będą w ujęciu podatkowym dyskryminowani w porównaniu do inwestorów z innych rynków. Wyłączenie CFD będzie w takiej sytuacji niesprawiedliwe i stanie się formą nierównego traktowania inwestorów z różnych rynków. **b) dyskryminacji krajowych firm inwestycyjnych, które oferują dostęp do CFD** Krajowe domy maklerskie zobowiązane są do przedstawienia inwestorom PIT z rozliczeniem wyników z transakcji przeprowadzanych na rynku CFD. Z kolei zagraniczne firmy inwestycyjne konkurujące z polskimi, z reguły nie przedstawiają rocznych rozliczeń podatkowych polskim klientom. W obecnej sytuacji polski klient (zwłaszcza aktywny) dokonując transakcji na rynku CFD i na innych rynkach kapitałowych przez polski dom maklerski ma prawo do kompensacji wyników z różnych instrumentów finansowych. Nierzadko stanowi to dla niego zaletę i argument wyboru polskiego podmiotu. W sytuacji, kiedy prawo do kompensacji zostanie zmienione, klient zyska argument za wyborem zagranicznego brokera. W sytuacji, kiedy inwestor uzyska ujemny wynik z inwestycji na rynku CFD to w Polsce nie uzyska prawa do ich kompensacji z innymi instrumentami, a w sytuacji, kiedy osiągnie dodatni wynik, to zagraniczny podmiot nie przekaże mu rozliczenia w postaci PIT, przez co może nie odprowadzać podatku od zysków kapitałowych.* + 1. **dyskryminacja rynku i tylko jednego z ustawowo zdefiniowanych instrumentów finansowych**

CFD są w konstrukcji i charakterystyce podobne do kontaktów futures. Oparte są nierzadko o ten sam instrument bazowy co kontrakt futures, mają podobne wartości dźwigni, umożliwiają zajęcie podobnych pozycji (długiej lub krótkiej) i rozlicznie w poprzez różnice kursowe. Inwestorzy dokonując transakcji na rynku CFD, podobnie jak na rynku giełdowych kontraktów futures, mogą realizować następujące cele inwestycyjne: spekulację, hedging bądź arbitraż. Wykluczenie jednego rodzaju instrumentu z kompensacji (CFD) i pozostawienie innego, analogicznego instrumentu to nierówne traktowanie tej samej kategorii instrumentów finansowych wyłącznie ze względu na miejsce – rynek giełdowy vs. pozagiełdowy. **d) dyskryminacja podatkowa** Wyłączenie z prawa do kompensacji wyników osiągniętych przez inwestorów na rynku CFD, z innymi wynikami osiąganymi na instrumentach finansowych, oznacza dyskryminację podatkową klientów detalicznych inwestujących na rynku CFD. Takie działania są niezgodne z prawem europejskim i noszą znamiona dyskryminacji podatkowej. W prawie europejskim wiążącym wszystkie państwa członkowskie UE zakaz dyskryminacji podatkowej wynika z art. 49 i art. 63 TFUE, a więc z aktów pierwotnego prawa wspólnotowego, które, w razie kolizji z regulacjami ustaw krajowych poszczególnych państw członkowskich, mają pierwszeństwo stosowania. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 297 | IDM |  | **W odniesieniu do stwierdzenia zawartego w pkt. 4.5.5. Instrumenty pochodne** „4.5.5.1. Instrumenty pochodne na akcje” Cyt: „Proponuje się następujące działania mające poprawić głębokość rynku, różnorodność i płynność oferowanych instrumentów pochodnych na akcje: 1. *zwiększenie ochrony inwestorów indywidualnych w zakresie instrumentów bardziej ryzykownych i niepodlegających właściwym regulacjom (takich jak kontrakty na różnice kursowe - CFD, czy kryptowaluty), które nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym,(…)”* **Izba Domów Maklerskich wyraża opinię, że rynek kontraktów na różnice kursowe CFD jest odpowiednio uregulowany i zapewnia odpowiednią ochronę klienta detalicznego. Rynek ten podlega również ustawowym i nadzorczym regulacjom, a zatem próba zrównania statusu formalnego kontraktów na różnice kursowe (CFD) oraz kryptowalut jest całkowicie nieuzasadniona.** **Izba postuluje zmianę zapisu na:** 4.5.5.1. Instrumenty pochodne na akcje „Proponuje się następujące działania mające poprawić głębokość rynku, różnorodność i płynność oferowanych instrumentów pochodnych na akcje: 1. *zwiększenie ochrony inwestorów indywidualnych w zakresie instrumentów bardziej ryzykownych i niepodlegających właściwym regulacjom, takich jak kryptowalut, które nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym.* **Uzasadnienie:**Rynek kontraktów CFD od wielu lat podlega regulacjom ustawodawczym i nadzorczym - KNF. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi reguluje główny parametr tego rynku jakim jest maksymalna wysokość dźwigni finansowej, a szereg wytycznych i opinii wydanych przez Komisję Nadzoru Finansowego precyzyjnie określa zakres ochrony klienta, oferowania usług, marketingu i sprzedaży produktów. *„Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych”* z 2016 roku precyzują szczegółowo warunki oferowania instrumentów klientom detalicznym i wprowadziły zasady ochrony klienta detalicznego.**Klienci detaliczni chronieni są również przepisami MIFiD i poprzez obowiązującą interwencję produktową ESMA, która wprowadziła dodatkowe mechanizmy i obowiązki wobec klienta detalicznego:**  dalsze ograniczenie dźwigni i ochronę depozytu zabezpieczającego;  jednolity mechanizm automatycznego zamknięcia pozycji wskutek spadku wartości depozytu zabezpieczającego poniżej określonego poziomu;  mechanizm zapewniający ochronę przed ujemnym saldem;  ostrzeżenia o ryzyku;  zakaz oferowania korzyści pieniężnych i niepieniężnych w procesie dystrybucji CFD; **Nieprawidłowa jest zatem teza o preferencyjnym traktowaniu rynku CFD.** Regulacje dla rynku CFD, takie jak m.in. jednolite ostrzeżenie o ryzyku, powinny służyć za dobry wzorzec przepisów i być wdrażany także wobec innych instrumentów, których charakterystyka inwestycyjna jest podobna do CFD i są one dostępne dla klientów detalicznych, m. in. kontrakty futures dostępne na giełdach. **Dodatkowo większość brokerów transakcje na instrumentach CFD na akcje zabezpiecza 1:1 na instrumencie bazowym na rynku regulowanym. To działanie przekłada się bezpośrednio na poprawę obrotów oraz płynności na danym rynku regulowanym, a wprowadzenie opisywanego ograniczenia miałoby wpływ przeciwny do celów stawianych przed Strategią.** | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 298 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | W projekcie Strategii zidentyfikowano bardzo wiele barier oraz zaproponowano „najważniejsze” działania, przy czym działania ogólne są przemieszane ze szczegółowymi, a w dokumencie brakuje jednoznacznego przypisania (na kształt „mapy drogowej”) poszczególnych barier do działań, które miałyby na celu ich usunięcie. Dodatkowo właściwą interpretację proponowanych rozwiązań utrudnia struktura tekstu, która nie odnosi się bezpośrednio ani do wskazanych źródeł problemów, ani do zestawionych w Załączniku propozycji najważniejszych działań. Co więcej, w samym tekście – na zakończenie poszczególnych jednostek redakcyjnych – wskazuje się działania, które nie zawsze pokrywają się z zestawieniem we wspomnianym Załączniku (nie wszystkie działania są w nim wymienione, występują powtórzenia).Przykładowo ustrukturyzowania wymaga przedstawiona w Strategii analiza roli innowacji finansowych w rozwoju rynku kapitałowego (Obszar 6). **W opracowaniu brakuje wskazania podstawowych kanałów oddziaływania innowacji finansowych na rynek kapitałowy.** Wyróżnienie takich kanałów – wzbogacone oceną, które z nich mają potencjalnie największe znaczenie w Polsce – powinno stanowić punkt wyjścia w formułowaniu Strategii. Na bazie rozpoznanych kanałów wpływu można stworzyć kompletną listę działań w obszarze innowacji, które miałyby szansę przyczynić się do rozwoju rynku finansowego w Polsce. Zdaniem NBP taki schemat analizy powinien być wykorzystany w odniesieniu do wszystkich obszarów prezentowanych w projekcie Strategii. Pozwoliłoby to nadać jej bardziej przejrzysty i konkretny charakter. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 299 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | W opinii NBP wspomniane powiązanie barier z działaniami pomogłoby wyeliminować pojawiające się niespójności dotyczące proponowanych działań, a także **przypadki nieprecyzyjnego odróżniania przyczyn od skutków**. Przykładowo **niektóre z przedłożonych postulatów wskazują na konieczność zwiększenia płynności rynku oraz zapewnienia szerokiego i heterogenicznego grona uczestników rynku, podczas gdy inne wskazują na zasadność dalszej fragmentacji rynku kapitałowego przez mnożenie drobnych segmentów** (np. wyodrębnianie osobnych „rynków” dla przedsiębiorstw debiutujących, czy też dla spółek technologicznych). Innym przykładem wewnętrznych sprzeczności może być napiętnowanie tzw. gold-platingu, przy jednoczesnym postulowaniu w innych miejscach dokumentu zaostrzania określonych wymogów, np. nakładania dodatkowych obowiązków (sprawozdawczych) na emitentów czy na firmy inwestycyjne (nagrywanie rozmów).Przykładem **braku precyzji w odniesieniu do zależności przyczynowo-skutkowych** między opisywanymi zjawiskami może być z kolei przedstawiona w projekcie Strategii teza, zgodnie z którą krajowe rynki akcji i obligacji odgrywają niewielką rolę w finansowaniu, przez co rynek kapitałowy jest mniej płynny. Ważniejsza jest zależność odwrotna: gdyby rynek kapitałowy był bardziej płynny, to zapewne odgrywałby większą rolę jako źródło finansowania działalności przedsiębiorstw. Podobnie w projekcie stwierdza się, że w wyniku realizacji przedłożonych w dokumencie propozycji dotyczących rozwoju infrastruktury rynku, zmierzających m.in. do zapewnienia bardziej konkurencyjnego procesu pozyskiwania kapitału, stanie się ona bezpieczniejsza i bardziej efektywna. Tymczasem bezpieczniejsza i bardziej efektywna infrastruktura rynku sprzyjałaby zapewnieniu bardziej konkurencyjnego procesu pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa krajowe. | Uwaga **przyjęta**. |
| 300 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | Zdaniem NBP nie wszystkie spośród zidentyfikowanych w projekcie Strategii barier mają istotny wpływ na funkcjonowanie krajowego rynku kapitałowego (np. trudno uznać „brak określonych celów i planów działań mających na celu integrację finansową inwestorów indywidualnych” za kluczową barierę rozwoju rynku, zwłaszcza że nie jest jasne, na czym ta „integracja” miałaby polegać). Część barier sformułowana jest w sposób zbyt ogólny (np. zarzut „niewystarczającego rynkowego doświadczenia nadzorcy” można by postawić zawsze i każdemu organowi nadzoru), niektóre inne trudno uznać za szczególnie istotne, bowiem dotyczą relatywnie dobrze rozwiniętych segmentów krajowego rynku kapitałowego (np. „niewystarczające wykorzystanie konkurencyjnych i innowacyjnych funkcjonalności oraz technologii na rynku skarbowych papierów wartościowych”). Dodatkowo nie wszystkie spośród barier wskazanych w projekcie Strategii są omówione w dalszej części (tj. w pkt 4) dokumentu. | Uwaga **odrzucona**. Lista przedstawionych w dokumencie barier została zaproponowana przez uczestników polskiego rynku kapitałowego oraz szeroko skonsultowana. Nie było intencją MF ingerowanie w listę problemów podnoszonych przez uczestników rynku jako te, które najbardziej są uciążliwe w ich bieżącej działalności, a tym samym ograniczają rozwój polskiego rynku kapitałowego. |
| 301 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | NBP sugeruje, aby poszczególnym barierom przyporządkować odpowiednie wagi istotności oraz wskazać relacje między zidentyfikowanymi barierami, co pomogłoby zaznaczyć najważniejsze z nich. Niektóre spośród wymienionych w projekcie Strategii barier wydają się bowiem silnie powiązane ze sobą, np. niski poziom edukacji finansowej z ograniczoną skłonnością do oszczędzania, czy też ze zwiększaniem transparentności funkcjonowania spółek notowanych na rynkach organizowanych przez GPW S.A. (co może przynieść rezultaty jedynie pod warunkiem posiadania przez inwestorów wiedzy umożliwiającej korzystanie z udostępnianych przez spółki informacji). Wartościowe byłoby także zróżnicowanie priorytetów proponowanych działań, wskazanie wzajemnych powiązań (i sekwencji) między nimi (np. „pobudzenie aktywności inwestorów indywidualnych” powinno być poprzedzone zapewnieniem „lepszego zrozumienia (…) instrumentów finansowych” wśród społeczeństwa), a także określenie – tam, gdzie to możliwe – harmonogramu prac wraz z informacją o instytucjach, które miałyby być w te prace zaangażowane. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 302 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | W projekcie Strategii brakuje równowagi między wspierającymi rozwój rynku kapitałowego działaniami, które mieliby podjąć sami jego uczestnicy – podmioty sektora prywatnego – a działaniami przewidzianymi do realizacji przez podmioty sektora publicznego, głównie Ministerstwo Finansów i Komisję Nadzoru Finansowego (które dodatkowo proponuje się uczynić odpowiedzialnymi za ten rozwój). Szeroko rozumiany sektor publiczny powinien stwarzać warunki sprzyjające podejmowaniu aktywności na rynku kapitałowym, niemniej jednak to głównie podmioty pośredniczące w pozyskiwaniu finansowania na rynku i lokowaniu na nim oszczędności oraz finalni uczestnicy tego rynku powinni aktywnie współuczestniczyć w jego budowaniu i rozwijaniu.Przykładami działań, które mogłyby być podejmowane przez krajowych uczestników rynku kapitałowego w celu wspierania jego rozwoju, byłoby m.in.: tworzenie powszechnie akceptowanych standardów dokumentacji (np. dla transakcji repo) oraz kodeksów dobrych praktyk rynkowych, egzekwowanie przez organizacje zrzeszające różne rodzaje instytucji finansowych wspomnianych praktyk oraz promowanie najwyższych standardów jakości oferowania usług finansowych (np. przez napiętnowanie lub wykluczenie ze swojego grona tych podmiotów, które nie spełniają wspomnianych standardów, przy czym istotne wydaje się dążenie do tego, aby instytucje finansowe postępowały zgodnie z duchem przepisów i standardów, a nie tylko z ich literą), czy też korzystanie przez uczestników rynku z usług oferowanych przez krajowe podmioty infrastruktury rynku finansowego, w sytuacji gdy usługi te nie odbiegają od analogicznej oferty podmiotów zagranicznych ani pod względem jakości, ani ceny (tymczasem można wskazać podmioty, w tym duże spółki kontrolowane przez Skarb Państwa, dla których wspomniana oferta krajowych dostawców nie jest pierwszym wyborem). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 303 | NBP | Uwaga ogólna (struktura i sposób formułowania projektu SRRK) | W odniesieniu do wielu spośród proponowanych w projekcie Strategii działań oraz stawianych w tym dokumencie tez nie przedstawiono uzasadnienia w postaci wyników analiz Ministerstwa Finansów lub zewnętrznych konsultantów współpracujących przy tworzeniu Strategii, wniosków z informacji uzyskanych od uczestników rynku w ramach konsultacji czy publicznie dostępnych wyników badań naukowych.Wydaje się, że zapowiedziany we wprowadzeniu do opiniowanego projektu Strategii (na str. 7) „kompleksowy przegląd literatury naukowej”, którego efekty są widoczne prawie wyłącznie w postaci licznych odwołań do wyników badań (np. na str. 19 dokumentu), w dużym stopniu bazuje na artykułach opublikowanych przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Tymczasem wnioski z badań realizowanych przed kryzysem niekiedy istotnie odbiegają od bieżącego stanu wiedzy naukowej w zakresie m.in. współzależności między rozwojem sektora finansowego a tempem rozwoju gospodarczego czy ogólnie pojętym dobrobytem. **W tym kontekście warto przywołać np. wyniki analiz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, z których można wnioskować, że poziom rozwoju systemu finansowego w Polsce, w ocenie instytucji międzynarodowych, wskazuje na jego optymalną wielkość i strukturę z punktu widzenia wpływu na wzrost gospodarczy .** | Uwaga **odrzucona**. Uwaga bardzo ogólna. Nie zawiera informacji umożliwiającej zidentyfikowanie przytoczonej analizy MFW. Ponadto uwaga ta sugeruje, że zdaniem NBP nie ma potrzeby na podejmowanie kroków w celu rozwoju rynku, skoro poziom rozwoju systemu finansowego w Polsce jest optymalny.  |
| 304 | NBP | Uwaga ogólna (bariery) | Potencjał rozwoju krajowego rynku kapitałowego – popyt i podaż• W dokumencie brakuje przedstawienia wyników kompleksowej analizy, która odpowiadałaby na pytanie, czy – biorąc pod uwagę specyficzne uwarunkowania i strukturę krajowego rynku kapitałowego, istnieje potencjał do jego rozwoju zarówno od strony podażowej, jak i popytowej. Wartościowe byłoby również wyjaśnienie, jakie czynniki spowodowały, że w ostatnich latach rosła liczba spółek wycofujących swoje akcje z obrotu na Głównym Rynku GPW, oraz dlaczego stopy zwrotu z głównych indeksów tego rynku były niższe w porównaniu z innymi rynkami regionu Europy Środkowo-Wschodniej. • Wskazane na str. 20 projektu Strategii (w pkt 2.2.1) potencjalne źródła „znacznego przypływu kapitału” zasadniczo koncentrują się na stronie popytowej. Nie jest jasne, jakie czynniki mogłyby skłonić przedsiębiorstwa do istotnego zwiększenia podaży akcji lub obligacji na rynku pierwotnym (do 2015 r. wzrost kapitalizacji Głównego Rynku GPW był w dużej mierze skutkiem procesów prywatyzacyjnych). W tym kontekście założone zwiększenie wskaźnika kapitalizacji notowanych na Głównym Rynku GPW spółek krajowych do PKB z 35% do 50% musiałoby nastąpić w wyniku gwałtownego wzrostu cen, co mogłoby skutkować bąblem spekulacyjnym na krajowym rynku kapitałowym.W związku z tym w odniesieniu do podaży należałoby ustalić, czy ograniczona dostępność finansowania zewnętrznego jest w ocenie potencjalnych emitentów istotnym problemem w rozwijaniu ich działalności. Z badań prowadzonych przez NBP wynika bowiem, że stosunkowo niewielki odsetek podmiotów ubiega się o kredyt (w IV kw. 2018 r. – około 18% ankietowanych przedsiębiorstw), a wśród tych, które złożyły wniosek kredytowy, znakomita większość (84% badanych przedsiębiorstw) otrzymała pozytywną decyzję kredytową).• W odniesieniu do strony popytowej kluczowa wydaje się szczegółowa analiza wpływu proponowanych zmian na poziom oraz strukturę oszczędności sektora prywatnego. Takiej analizy nie przedstawiono jednak w opiniowanym projekcie Strategii. Nie wskazano także, jak zakładany wzrost stopy oszczędności – do 8% dochodu brutto do dyspozycji w 2025 r., a do poziomu średniej dla UE, tj. do około 11%, w 2030 r. – wpisuje się w przewidywania dotyczące tempa wzrostu PKB ani jak przekładałby się on na poszczególne części składowe PKB, w tym konsumpcję. W efekcie trudno ocenić, czy postulowane zwiększenie roli finansowania przedsiębiorstw ze źródeł rynkowych miałoby nastąpić jedynie w wyniku mobilizacji oszczędności podmiotów krajowych (potencjał w tym zakresie może być mocno ograniczony), czy też przyciągnięcia kapitału zagranicznego. **Ponadto pragniemy zauważyć, że ewentualna istotna zmiana struktury oszczędności mogłaby negatywnie wpłynąć na akcję kredytową.**• W opiniowanym projekcie Strategii nie przedstawiono również analizy makroekonomicznych uwarunkowań wzrostu oszczędności krajowych ani wniosków dotyczących kierunków polityki gospodarczej sprzyjającej osiągnięciu tego celu. **Wzrost krajowych oszczędności prywatnych może nie przełożyć się na rozwój rynku kapitałowego, gdy oszczędności te będą lokowane głównie w skarbowe papiery wartościowe.**• Wydaje się, że na potrzeby Strategii należałoby ocenić, na ile duże – na tle innych państw członkowskich UE – znaczenie w sektorze przedsiębiorstw spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa może być istotnym czynnikiem determinującym strukturę rynku oraz przyjmowane standardy w zakresie ładu korporacyjnego. Wyniki takiej analizy mogłyby być bardzo użyteczne w odniesieniu do dużych podmiotów, wśród których należy szukać potencjalnych emitentów papierów wartościowych (MŚP tradycyjnie są i zapewne pozostaną przede wszystkim klientami banków). Na koniec 2018 r. udział spółek Skarbu Państwa w kapitalizacji WIG20 wyniósł 74%, a – jak słusznie zwrócono uwagę w opiniowanym dokumencie – standardy ładu korporacyjnego w takich podmiotach niekiedy wymagają poprawy. Przy tak wysokim udziale część inwestorów, w tym zagranicznych, może bowiem obawiać się, że zmiany w strategii działalności wspomnianych spółek mogą być ściśle związane ze zmianami w polityce gospodarczej prowadzonej przez rząd. W tym kontekście wydaje się, że sformułowana w projekcie Strategii zasada silnej ochrony inwestorów indywidualnych powinna uwzględniać również ochronę interesów inwestorów, którzy są mniejszościowymi akcjonariuszami wielu notowanych na Głównym Rynku GPW spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy między głównym akcjonariuszem a wskazanymi inwestorami indywidualnymi może występować konflikt interesów, np. ze względu na odmienne dla każdej z tych dwóch grup podmiotów konsekwencje zmian wysokości obciążeń podatkowych wspomnianych spółek. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 305 | NBP | Uwaga ogólna (bariery) | Koszty ponoszone przez uczestników funduszy inwestycyjnych• Koszty ponoszone przez uczestników krajowych funduszy inwestycyjnych należą do najwyższych w Europie . Celem Strategii jest wskazanie działań umożliwiających rozwój rynku kapitałowego w Polsce, m.in. przez aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwieniu stosowania ukrytych opłat (str. 32 dokumentu). W związku z tym w opinii NBP ten aspekt powinien być szczególnie uważnie przeanalizowany w obszarze opłat pobieranych przez TFI oraz opłat obciążających aktywa zarządzanych przez nie funduszy. Od 2019 r. obowiązuje rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 grudnia 2018 r. w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym. Wprowadzone na jego mocy ograniczenia w wysokości wynagrodzenia stałego będą z dużym prawdopodobieństwem wiązały się z podwyższeniem wynagrodzenia zmiennego pobieranego ze środków funduszu. Wynagrodzenie zmienne za zarządzanie nie podlega bowiem obecnie żadnym ograniczeniom regulacyjnym. Dodatkowo wspomniane rozporządzenie wprowadza jednakową maksymalną stawkę wynagrodzenia dla wszystkich typów funduszy inwestycyjnych pod względem prowadzonej polityki inwestycyjnej. Ograniczenie opłat dotyczyć będzie zatem głównie funduszy akcyjnych i mieszanych, podczas gdy prawie 60% aktywów netto sektora FIO i SFIO stanowią fundusze papierów dłużnych, w odniesieniu do których stawki wynagrodzeń nie ulegną zmianie. • Pragniemy zauważyć, że TFI zobowiązane do obniżki stawek wynagrodzenia za zarządzanie będą mogły przesuwać część kosztów z rachunku zysków i strat towarzystwa do rachunku wyniku z operacji funduszu. Zamiast pokrywać część kosztów związanych z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych z własnych środków (w szczególności z pobranego wynagrodzenia za zarządzanie) TFI mogą decydować się na pokrywanie ich ze środków zgromadzonych w funduszu inwestycyjnym. Takie koszty są dla klienta mało transparentne, w pewnym sensie ukryte, gdyż bezpośrednio obniżają one poziom aktywów uczestnika funduszu (są uwzględnione w wycenie tytułów uczestnictwa funduszu). Zdaniem NBP Strategia powinna zatem zawierać propozycje działań mających na celu realne obniżenie wysokości całkowitych kosztów ponoszonych przez uczestników funduszy oraz zapewnienie poziomu opłat za zarządzanie podobnego do średniej europejskiej we wszystkich typach funduszy inwestycyjnych. W szczególności konieczne jest uniemożliwienie przenoszenia części kosztów ponoszonych dotychczas przez TFI na uczestników funduszy.• W projekcie Strategii proponuje się, aby wprowadzić do krajowego porządku prawnego fundusze typu SICAV w celu umożliwienia rozwoju rynku finansowego w Polsce. Ta propozycja wydaje się o tyle kontrowersyjna, że konstrukcja funduszu inwestycyjnego zaproponowana w polskim prawie jest rozwiązaniem, które w szczególny sposób ma służyć ochronie interesów uczestników funduszu. W Strategii zakłada się, że brak funduszy typu SICAV ogranicza zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi funduszami. Tymczasem ten brak zainteresowania może być przede wszystkim związany z wysokością opłat pobieranych przez TFI. Analizując polski sektor funduszy inwestycyjnych, nietrudno zauważyć bardzo duży udział inwestorów zagranicznych wśród nabywców certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych. Opłaty za zarządzanie w funduszach zamkniętych są bowiem zdecydowanie niższe w relacji do zarządzanych aktywów niż w funduszach otwartych.• W projekcie Strategii postuluje się także wprowadzenie regulacji i wytycznych dla produktów i usług nieoferowanych dotychczas na rynku krajowym. Tymi produktami mają być między innymi fundusze ETF. Pragniemy podkreślić, że odpowiednikiem ETF w polskim porządku prawnym jest fundusz portfelowy, dla którego na gruncie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi istnieją ramy prawne. Warto zauważyć, że rozwój funduszy ETF, ze względu na konstrukcję ich portfeli inwestycyjnych, niekoniecznie będzie przekładał się na popyt na emitowane przez polskie przedsiębiorstwa instrumenty finansowe, wprowadzane do obrotu na krajowym rynku kapitałowym. **Zamiast tego bardziej zasadne mogłoby być wspieranie powstawania funduszy replikujących indeksy giełdowe rynku krajowego**.• Niezależnie od powyższych uwag zdaniem NBP w Strategii przygotowanej przez Ministerstwo Finansów, w obszarach odnoszących się do sektora funduszy inwestycyjnych, należy bazować na danych finansowych, które są przekazywane do organu nadzoru, gdyż podlegają one weryfikacji i mogą być uznane za wiarygodne. Nie widzimy uzasadnienia, aby korzystać z innych, niepełnych danych. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 306 | NBP | Uwaga ogólna (bariery) | Oszczędności emerytalne• Projekt Strategii w bardzo niewielkim stopniu odnosi się do kwestii oszczędności emerytalnych. Nie przedstawiono w nim planów działań związanych z funkcjonowaniem OFE i tylko w niewielkim stopniu zwrócono uwagę na rolę PPK. Zdaniem NBP w dokumencie o takim charakterze należałoby przeanalizować kwestię niskokosztowych możliwości gromadzenia oszczędności na cele emerytalne. Oszczędności emerytalne podnoszą bowiem stopę oszczędności, co jest pośrednim celem Strategii. Tymczasem analizy rozwiązań prawnych w zakresie kosztów, które będą ponosić uczestnicy PPK, wskazują, że gromadzenie środków w ramach PPK może być dla emeryta droższym rozwiązaniem niż oszczędzanie w OFE (pominięto kwestię opłacania części składki do PPK przez pracownika). Zgodnie z ustawą z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych wysokość wynagrodzenia za zarządzanie funduszem zdefiniowanej daty nie może przekroczyć 0,5% aktywów netto (część stała) oraz 0,1% (część zmienna). Dodatkowo fundusze zdefiniowanej daty mogą inwestować do 30% aktywów w jednostki uczestnictwa funduszy otwartych, dla których wskaźnik kosztów całkowitych nie przekracza 0,3% w skali roku oraz do 10% aktywów w certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych (brak ograniczeń dotyczących wysokości total expense ratio). Przy założeniu, że opłaty w funduszach zamkniętych nie przekroczą 0,3%, maksymalna wysokość opłaty za zarządzanie pobieranej z aktywów funduszu zdefiniowanej daty może osiągnąć nawet 0,72% aktywów netto. To zdecydowanie więcej niż w OFE. Regulacje prawne dotyczące OFE są również bardziej restrykcyjne w zakresie kosztów, którymi mogą być obciążane aktywa funduszu, niż podobne regulacje odnoszące się do PPK. Koszty agenta transferowego nie mogą bowiem pomniejszać aktywów OFE, podczas gdy w PPK takie rozwiązanie jest dozwolone. Uwzględniając całość opłat pobieranych od uczestnika w długim okresie, oszczędzanie w PPK jest mniej korzystne dla uczestnika niż oszczędzanie w OFE. **W związku z powyższym w opinii NBP wskazane byłoby, aby przyjęta Strategia odnosiła się do kwestii całkowitych kosztów ponoszonych przez uczestników PPK i wpływu tych kosztów na zdolność do gromadzenia oszczędności długoterminowych.** | Uwaga **odrzucona**. Kwestia poza zakresem tematycznym dokumentu. |
| 307 | NBP | Uwaga ogólna (bariery) | Zakłady ubezpieczeńW projekcie Strategii całkowicie pominięta została rola zakładów ubezpieczeń, w tym zwłaszcza działających w dziale ubezpieczeń na życie, w rozwoju krajowego rynku kapitałowego. Autorzy projektu Strategii nie uwzględniają wśród barier rozwoju polskiego rynku kapitałowego nadmiernych opłat ponoszonych przez uczestników ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych ani wyjątkowo nieprzejrzystej struktury kosztów tych podmiotów. Nie przeanalizowano również, jakie skutki dla rynku kapitałowego wywołałoby wprowadzenie obowiązkowej wypłaty emerytury dożywotnej ze środków zgromadzonych w PPK. Jest to istotne, gdyż konieczność zarządzania przez instytucje ubezpieczeniowe ryzykiem długowieczności, związana z wprowadzeniem takiego wymogu, mogłaby bardzo pozytywnie wpłynąć na popyt na długoterminowe papiery dłużne. Zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne zarządzające oszczędnościami emerytalnymi zarówno w fazie akumulacji, jak i w fazie wypłat, są bowiem najważniejszymi inwestorami długoterminowymi na światowych rynkach finansowych. | j.w. |
| 308 | NBP | Uwaga ogólna (bariery) | Systemy ochrony inwestora na rynku kapitałowym• W opiniowanym dokumencie nie przedstawiono oceny zasad ani efektywności funkcjonowania systemu ochrony inwestora (systemu rekompensat) krajowego rynku kapitałowego w przypadku niewypłacalności podmiotu maklerskiego. Projekt Strategii nie zawiera żadnych rekomendacji zmian tego systemu, mimo że niektórzy interesariusze tego rynku od dłuższego czasu zgłaszają potrzebę modyfikacji przyjętych w tym zakresie rozwiązań. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 309 | NBP | Uwaga ogólna(Efekt „wypychania” instrumentów emitowanych przez podmioty sektora prywatnego) | • Szczególną rolę w strukturze krajowego rynku kapitałowego odgrywa rynek obligacji skarbowych. Wiele spośród proponowanych w opiniowanym dokumencie działań ma na celu, bezpośrednio lub pośrednio, zwiększyć atrakcyjność inwestycji w skarbowe papiery wartościowe, także wśród inwestorów indywidualnych (np. przez promowanie obligacji oszczędnościowych). W opinii NBP implementacja takich działań może być sprzeczna z głównym celem Strategii, którym jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw m.in. wskutek zwiększenia zainteresowania ze strony inwestorów emitowanymi przez nie papierami wartościowymi (akcjami, obligacjami). Rozwijanie i promocja skarbowych produktów oszczędnościowych, służących do finansowania wydatków budżetu państwa, może bowiem oznaczać, że w konkurencji o oszczędności gospodarstw domowych produkty te „wypychałyby” z rynku instrumenty emitowane przez podmioty krajowego sektora prywatnego. W tym kontekście pragniemy zauważyć, że wspomniana w projekcie Strategii zależność, zgodnie z którą wyższy poziom oszczędności prywatnych powinien przełożyć się na wyższe inwestycje prywatne, jest prawdziwa jedynie pod warunkiem braku wspomnianego efektu „wypychania”.• Ponadto wątpliwe jest, **czy Polacy mieszkający za granicą będą chętnie nabywali obligacje skarbowe lub produkty oszczędnościowe, tak jak założono w projekcie Strategii. Należy wziąć pod uwagę, że z ich perspektywy byłyby to inwestycje obciążone ryzykiem walutowym.** Nie jest również jasne, jakie były przesłanki stojące za sugestią wykorzystania technologii blockchain na potrzeby dystrybucji takich produktów (sugerujemy nie określać na tym etapie konkretnej technologii, w szczególności bez wykazania korzyści i kosztów związanych z jej ewentualnym stosowaniem). | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 310 | NBP | Uwaga ogólna (Wzmocnienie zaufania do rynku kapitałowego i ochrona inwestorów) | • Podzielamy opinię, że „wzmocnienie zaufania” do rynku kapitałowego jest warunkiem koniecznym do tego, aby mógł on dynamicznie się rozwijać, jednak nie da się tego celu osiągnąć bez zapewnienia realnej ochrony inwestorów. Dlatego też niewystarczający jest postulat odpowiedniego egzekwowania przepisów i formalnego wypełnienia wymogów prawnych. Należy dążyć do tego, aby instytucje finansowe zmieniły filozofię swojego działania, tak aby oferowały produkty na zasadach zgodnych nie tylko z literą, ale i duchem przepisów, co dotyczy w szczególności postulatu adekwatności sprzedawanych produktów inwestycyjnych do wiedzy i profilu ryzyka klienta. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 311 | NBP | Uwaga ogólna (Rola GPW S.A. w systemie finansowym i możliwy konflikt interesów)  | • Utożsamianie rynków organizowanych przez GPW S.A. z polskim rynkiem kapitałowym czy nawet z Polską wydaje się nadmiernym uproszczeniem, nawet jeżeli FTSE Russell w opublikowanym komunikacie ucieka się do podobnego skrótu myślowego. Wyraźne rozróżnianie w tym zakresie jest o tyle ważne, że cele realizowane przez GPW S.A. jako podmiot infrastruktury krajowego rynku finansowego nie zawsze muszą być zbieżne z celami tego podmiotu jako maksymalizującej wartość dla akcjonariuszy spółki, której akcje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Bez przesądzenia, czy GPW S.A. docelowo powinna być traktowana jako spółka, której głównym celem jest zapewnienie bezpiecznej i taniej infrastruktury rynkowej (czemu sprzyjałby dominujący wpływ Skarbu Państwa na ten podmiot), a nie maksymalizacja zysku, wspomniany konflikt interesów może uniemożliwiać postulowane w projekcie Strategii trwałe obniżenie kosztów związanych z obrotem giełdowym za pośrednictwem tego podmiotu. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 312 | NBP | Uwaga ogólna (Gold-plating) | • Postulowane w Strategii unikanie gold-platingu, jako ogólnej zasady implementacji prawa unijnego do polskiego porządku prawnego, wymaga zdaniem NBP doprecyzowania. W tym kontekście należy wskazać, że ze względu na występujące różnice między państwami członkowskimi UE ustanowienie jednolitych warunków czy obostrzeń w regulacjach dotyczących rynku finansowego nie zawsze jest możliwe. Związane z tym korzystanie z opcji narodowych lub nadzorczych w wielu regulacjach europejskich, motywowane dostosowaniem wymogów do specyfiki krajowego rynku, nie powinno być uznawane za gold-plating. Implementując dyrektywy lub ustanawiając progi ilościowe w przepisach rozporządzeń UE w ramach opcji narodowych i nadzorczych, należy bowiem brać pod uwagę specyfikę rynków, zamożność społeczeństw oraz poziom edukacji finansowej. Ma to szczególne znaczenie w odniesieniu do ochrony konsumenta usług finansowych, zwłaszcza w obszarze nowych, innowacyjnych produktów (np. ochrony inwestora w internetowych zbiórkach crowdfundingowych).• **Trudno zatem zgodzić się ze stwierdzeniem, że należy bezwzględnie i w każdym przypadku unikać implementacji przepisów UE w szerszym zakresie niż minimalnie wymagany.** Niejednokrotnie takie podejście ma charakter ostrożnościowy i służy ochronie osób nieposiadających wiedzy na temat rynków finansowych. W szczególności, biorąc pod uwagę m.in. stopień rozwoju i strukturę krajowego systemu finansowego, niski poziom świadomości finansowej Polaków, czy też wyraźnie niższe dochód per capita i zamożność gospodarstw domowych w porównaniu z krajami Europy Zachodniej, wzmocniona – względem niektórych przepisów unijnych – ochrona inwestorów indywidualnych na krajowym rynku kapitałowym w niektórych przypadkach wydaje się uzasadniona i konieczna. **W związku z tym sugerujemy doprecyzować, że zjawiska gold-platingu należy unikać jedynie w takich sytuacjach, w których ostrzejsze wymogi nie wynikałyby z dążenia do szczególnej ochrony inwestora lub słabo rozwiniętego segmentu krajowego rynku kapitałowego.**• Przykłady uzasadnionego korzystania z dopuszczonych w prawie europejskim opcji narodowych oraz zaostrzania określonych wymogów można odnaleźć także wśród propozycji działań zawartych w projekcie Strategii (co jest pośrednim potwierdzeniem powyżej sformułowanego wniosku NBP). Jednym z nich może być dostosowanie – w ramach przepisów rozporządzenia MAR – do specyfiki polskiego rynku kapitałowego wysokości przewidzianych w nim sankcji pieniężnych (str. 39). Innym przykładem może być postulowane wprowadzenie obowiązku nagrywania przez firmy inwestycyjne rozmów z klientami detalicznymi w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego i zarzadzania portfelami. Jak słusznie podkreślono w opiniowanym dokumencie (str. 42), brak takiego obowiązku istotnie utrudnia klientom dochodzenie roszczeń odszkodowawczych, zatem jego ustanowienie można uznać za przejaw dążenia do ochrony klientów instytucji finansowych. Uzasadnionym przypadkiem stosowania w prawie krajowym zaostrzonych wymogów mających na celu poprawę ochrony konsumentów i zwiększenie transparentności rynku może być również proponowane w projekcie Strategii (str. 57) wprowadzenie obowiązkowej dematerializacji dla wszystkich obligacji nieskarbowych. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 313 | NBP | Uwaga ogólna (Zmiany w strukturze rynku akcji i obligacji) | • W projekcie Strategii z jednej strony wskazuje się, że kluczowym czynnikiem sukcesu rozwiniętych giełd zagranicznych jest dostęp do dużej społeczności uczestników oraz heterogeniczna grupa pośredników i inwestorów. Z drugiej strony proponuje się ocenić potencjał dla trójstopniowej struktury rynku (rynek główny, rynek MŚP oraz rynek dla przedsiębiorstw debiutujących w sektorze). Dodatkowo postuluje się stworzenie kolejnego rynku dla spółek technologicznych z odrębnymi indeksami oraz podstaw prawnych dla rynków prywatnych. NBP sugeruje przeanalizować, czy wdrożenie w życie tych postulatów nie doprowadziłoby do głębokiej fragmentacji krajowego rynku instrumentów udziałowych oraz wydzielenia homogenicznych grup inwestorów, co z kolei mogłoby negatywnie oddziaływać na płynność i potencjał rozwoju poszczególnych segmentów rynku.• Zdaniem NBP zawarty na str. 59 projektu Strategii postulat „wprowadzenia ulepszenia dla platform obrotu instrumentami typu fixed income” i „ograniczenia liczby platform obrotu” powinien jasno wskazywać, że w celu zmniejszenia zjawiska fragmentacji krajowego rynku obligacji i zwiększenia jego płynności powinno się dążyć do połączenia czterech segmentów w ramach platformy Catalyst, tak aby stworzyć jednolity rynek zorganizowany dla transakcji nieskarbowymi papierami dłużnymi. Ponadto odnosząc się do postulatu wprowadzenia „ulepszeń dla platform obrotu instrumentami typu fixed income przez migrację wszystkich instrumentów tego typu do założonej w pkt 4.5.2.2 struktury rynku”, pragniemy zauważyć, że wskazany punkt projektu Strategii opisuje jedynie strukturę rynku dla operacji repo. | Uwaga **odrzucona**. Zdaniem projektodawcynie ma potrzeby przeprowadzania na obecnym etapie tego typu analizy. Zgodnie ze wskazaniami uczestników rynku polski rynek potrzebuje pogłębienia, w chwili obecnej zdecydowanie nie jest konkurencyjny. Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 314 | NBP | Uwaga ogólna (Wizja stworzenia w Polsce regionalnego centrum usług finansowych) | • Postulowane zmiany przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym m.in. umożliwienie procedowania w języku angielskim, byłyby zasadne (ze względu na bilans kosztów – głównie po stronie KNF, a więc także ponoszących opłaty na nadzór podmiotów nadzorowanych – i korzyści, które materializowałyby się przede wszystkim dla podmiotów zagranicznych) jedynie wówczas, gdyby krajowy rynek kapitałowy miał dążyć do osiągnięcia statusu regionalnego centrum usług finansowych. Z punktu widzenia głównego celu projektowanej Strategii (tj. poprawy dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw) zaproponowana zmiana przepisów wydaje się mieć znaczenie drugorzędne. Niemniej jednak mając na uwadze wprowadzone zmiany w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym (umożliwiające podmiotom finansowym mającym siedzibę za granicą prowadzenie z KNF komunikacji w języku angielskim), a także projektowane zmiany w prawie krajowym umożliwiające emitentom zagranicznym sporządzanie prospektów emisyjnych w języku angielskim, sugerujemy rozważyć zasadność dopuszczenia posługiwania się językiem angielskim także przed sądami w sprawach dotyczących rynku finansowego (podobne rozwiązanie przyjęto np. we Francji). | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 315 | NBP | Uwaga ogólna (Propozycje zmian dotyczących rynku transakcji repo) | • Odnosząc się do zawartych w projekcie Strategii propozycji zmian w podatku od niektórych instytucji finansowych, NBP pragnie zauważyć, że skutki jego obowiązywania mają wpływ na różne segmenty rynku finansowego, m.in. na rynek niezabezpieczonych depozytów międzybankowych oraz możliwość kształtowania przez bank centralny krótkoterminowych stóp procentowych. Zwolnienie pewnych instrumentów finansowych z tego podatku może zmniejszyć zniekształcenia spowodowane jego wprowadzeniem w jednym obszarze, ale w innych obszarach rynku finansowego analogiczne zniekształcenia mogłyby w najlepszym przypadku pozostać niezmienione. Biorąc pod uwagę czas, który upłynął od wprowadzenia wspomnianego podatku, uzasadnione wydaje się dokonanie kompleksowej oceny jego skutków i rozważenie korekt w mechanizmie jego ustalania. Na zasadność wprowadzenia nowych rozwiązań w tym zakresie wskazał m.in. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w dokumencie Republic of Poland. 2018 Article IV consultation . Zmiana formuły naliczania tego podatku mogłaby polegać np. na przyjęciu za podstawę do jego naliczania średniego poziomu aktywów instytucji finansowej w danym okresie. Można oczekiwać, że taka formuła naliczania podatku w dużo mniejszym stopniu niż obecna powodowałaby zaburzenia aktywności na krajowym rynku pieniężnym pod koniec poszczególnych miesięcy. • Pragniemy zauważyć, że zmiana zasad dotyczących naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych musi obejmować obie strony transakcji repo, aby została zagwarantowana neutralność tego podatku dla tego typu transakcji. Ponadto pragniemy zauważyć, że po zwolnieniu transakcji repo zawieranych na rynku regulowanym lub ASO z podatku od niektórych instytucji finansowych ceny tych transakcji kształtowałyby się na zupełnie innym poziomie niż ceny w analogicznych transakcjach zawieranych na rynku OTC. Nie jest zatem jasne, dlaczego dane o wszystkich transakcjach repo – niezależnie od miejsca ich zawarcia – miałyby, zgodnie z przedstawioną propozycją, stać się podstawą do wyznaczania potencjalnego wskaźnika referencyjnego.• NBP zwraca uwagę, że zaproponowane w pkt 4.4.3 na str. 48 opiniowanego dokumentu zwolnienie ze wspomnianego podatku jedynie dla transakcji repo mogłoby zniechęcać banki do aktywności na rynku depozytów niezabezpieczonych na rzecz bardziej opłacalnych w takiej sytuacji transakcji warunkowych. W rezultacie mogłoby to utrudniać wyznaczanie stawki WIBOR – najważniejszego wskaźnika referencyjnego polskiego rynku pieniężnego – zgodnie z wymogami rozporządzenia BMR, m.in. w zakresie uwzględnienia w kalkulacji danych o faktycznych transakcjach. Zdaniem NBP wprowadzanie ewentualnych zwolnień lub zmian w formule naliczania podatku od niektórych instytucji finansowych powinno być poprzedzone kompleksową analizą wpływu takich działań na cały krajowy rynek pieniężny. W szczególności za zasadne uważamy, aby transakcje zawierane na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych pod względem podatkowym były traktowane równoważnie do transakcji repo. W opinii banku centralnego, w przypadku podjęcia decyzji o zwolnieniu z podatku od niektórych instytucji finansowych transakcji zawieranych na rynkach repo oraz niezabezpieczonych depozytów międzybankowych, zasadne byłoby również, mając na uwadze obserwowany wpływ obecnego kształtu tego podatku na możliwość zarządzania płynnością sektora bankowego i kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych przez bank centralny, objęcie analogicznym zwolnieniem aktywów lokowanych w banku centralnym (w formie depozytu na koniec dnia, środków utrzymywanych na rachunkach bieżących oraz operacji otwartego rynku).• Biorąc pod uwagę liczne korzyści wynikające ze stosowania wystandaryzowanego wzorca umowy ramowej dla transakcji repo (możliwość nettowania/kompensacji należności i zobowiązań z tytułu transakcji, opinie prawne potwierdzające prawną skuteczność tych umów, ograniczenie ryzyka przy upadłości kontrahenta itp.), popieramy zawartą na str. 48 projektu Strategii propozycję nadania zwolnieniu z podatku od niektórych instytucji finansowych dla transakcji repo warunkowego charakteru i powiązania możliwości skorzystania ze wspomnianego zwolnienia z faktem wykorzystywania w tych transakcjach standardowej dokumentacji. Pragniemy jednak zwrócić uwagę, że zapisy zawarte w dokumentacji GMRA posiadają wiele wad z punktu widzenia ich przystawalności do specyfiki polskiego rynku, np. prawem właściwym zgodnie z tą dokumentacją jest prawo angielskie (w myśl niektórych interpretacji zapisy umowy GMRA nie są w pełni zgodne z polskim prawem upadłościowym), sądami właściwymi są sądy angielskie, a sama dokumentacja jest sporządzona w języku angielskim. Należy ponadto zauważyć, że dokumentacja GMRA nie jest jedynym (choć bez wątpienia dla transakcji typu repo najbardziej rozpowszechnionym na świecie) standardem na rynku: przykładowo istnieje również standard European Master Agreement opracowany pod auspicjami Europejskiej Federacji Banków, który może być dostosowywany do lokalnych rynków przez dobranie odpowiedniej wersji językowej, prawa właściwego i sądów.W związku z powyższym wybór dokumentacji GMRA jako standardowej dokumentacji dla wszystkich uczestników rynku polskiego nie musi być oczywisty. Ponadto warto przeanalizować możliwość dostosowania istniejącego i stosowanego przez banki krajowe wzorca dokumentacji, opracowanego przez Związek Banków Polskich w przyjętej 8 czerwca 2016 r. Rekomendacji dotyczącej zawierania transakcji Repo i Buy/Sell Back na polskim rynku finansowym, jako możliwej podstawy dla lokalnej umowy ramowej, która mogłaby obowiązywać we wszystkich transakcjach między rezydentami – wówczas taki wzorzec również powinien być uwzględniony przy proponowanym zwolnieniu z podatku.• Popierając zawarty w projekcie Strategii postulat dążenia do ujednolicenia standardu dokumentacji w transakcjach repo, pragniemy podkreślić, że zdaniem NBP rozwój efektywnego, płynnego i przejrzystego rynku długoterminowych transakcji warunkowych wymaga również wypracowania jednolitych i poprawnych definicji, które byłyby powszechnie stosowane przez podmioty krajowe (tj. nie tylko banki, lecz także zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne itd.) zawierające takie transakcje.NBP wielokrotnie sygnalizował potrzebę doprecyzowania wykorzystywanych definicji transakcji repo oraz sell-buy back, m.in. przy okazji nowelizacji Rozporządzenia w sprawie obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa, jak również spotkań roboczych z przedstawicielami zespołu odpowiedzialnego za przygotowanie opiniowanego projektu Strategii. Sugestie NBP nie zostały jednak w pełni skonsumowane, na co wskazują budzące poważne wątpliwości merytoryczne opisy odpowiednich transakcji warunkowych, zawarte w Słowniczku na str. 76 i 79 opiniowanego projektu tej Strategii. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 316 | NBP | Uwaga ogólna (Porozumienie Ministerstwa Finansów, Komisji Nadzoru Finansowego i NBP) | • Odnosząc się do postulatu podpisania przez NBP porozumienia z Ministerstwem Finansów i Komisją Nadzoru Finansowego (str. 27) na rzecz spójnej i skutecznej implementacji rozwiązań przewidzianych w Strategii, pragniemy zauważyć, że działania prowadzone przez NBP nie mogą wykraczać poza zakres jego ustawowych zadań, do których należą m.in. działania na rzecz stabilności systemu finansowego oraz wyeliminowania lub ograniczania ryzyka systemowego. Za wyjątkiem wspomnianego na str. 11 podziału obowiązków oraz zapewnienia wsparcia finansowego w odniesieniu do długoterminowej strategii edukacji finansowej społeczeństwa w przedłożonym dokumencie nie wskazano w sposób jednoznaczny, które z proponowanych w nim działań miałyby być przedmiotem wspomnianego porozumienia i ewentualnie realizowane lub współrealizowane przez NBP. Nie określono także, jak takie działania wpisują się we wspomniane zadania ustawowe banku centralnego. Uprzejmie informujemy, że bez możliwości zapoznania się z treścią ewentualnego porozumienia bank centralny nie może ustosunkować się do postulatu jego podpisania. W związku z tym wskazane byłoby albo przekazanie projektu takiego porozumienia do uzgodnienia z NBP, albo doprecyzowanie jego docelowego brzmienia w ewentualnej kolejnej wersji projektu Strategii, przed publikacją jej w ostatecznym kształcie. Doprecyzowanie to powinno obejmować w szczególności cel porozumienia oraz zadania, które miałyby być realizowane przez NBP. Ze względu na konieczność wyjaśnienia wszystkich kwestii prawnych analogiczny sposób procedowania rekomendujemy także w odniesieniu do zawartej na str. 11 ogólnikowej zapowiedzi uzgodnień zakresu zobowiązań, w tym ewentualnych zobowiązań finansowych, dotyczących realizacji strategii edukacji finansowej. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 317 | NBP | Str 9 | Wydaje się, że wbrew zamieszczonej w nim informacji przedłożony projekt Strategii nie jest pierwszym szczegółowym planem tego rodzaju. Przykładowo w styczniu 2004 r. Ministerstwo Finansów opublikowało Strategię rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”. | Uwaga **przyjęta**. |
| 318 | NBP | Str 13 | Sugerujemy doprecyzować w tytule rys. 1, że są na nim prezentowane jedynie wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw. Ponadto w przypadku odwołań do publikacji NBP prosimy o stosowanie powszechnie przyjętych zasad cytowania, wskazujących pełne źródło w opisie. | Uwaga **przyjęta**. |
| 319 | NBP | Str 15 | Opis zakresu usług rozliczeniowych świadczonych przez KDPW\_CCP S.A. jest nieprecyzyjny. Powinien on być zgodny z wydanymi przez KNF decyzjami administracyjnymi w sprawie udzielenia tej izbie autoryzacji oraz jej rozszerzenia. Przykładowo we wspomnianym opisie brakuje informacji, że KDPW\_CCP S.A. prowadzi także rozliczenia nominowanych w złotych: transakcji instrumentami finansowymi znajdującymi się w obrocie zorganizowanym, transakcji określonymi klasami instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej oraz transakcji repo zawieranych na rynku OTC. Precyzyjne wskazanie klas instrumentów finansowych, które mogą być rozliczane przez KDPW\_CCP S.A., ma znaczenie w kontekście niektórych spośród proponowanych w przedłożonym dokumencie działań, mających służyć rozwojowi krajowego rynku kapitałowego. W szczególności chodzi o projektowane rozwiązania, które mają na celu zachęcenie uczestników rynku do kierowania do rozliczenia w CCP transakcji repo zawieranych w ASO. | Uwaga **przyjęta**. |
| 320 | NBP | Str 15 | Wydaje się, że obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej („przymus maklerski”) w ofertach publicznych papierów wartościowych nie jest specyfiką krajowego rynku, ale wynika z przepisów UE. | Uwaga **odrzucona**. Obowiązek ten nie wynika z przepisów unijnych.  |
| 321 | NBP | Str 18 | Zdaniem NBP wnioskowanie na temat kosztu kapitału krajowych przedsiębiorstw jedynie na podstawie kosztu kredytu bankowego jest nieuzasadnione i wprowadza w błąd. Nie jest bowiem uzasadnione porównywanie oprocentowania takiego kredytu między krajami (rys. 9), zwłaszcza że przedstawiona analiza abstrahuje od poziomu stóp procentowych poszczególnych banków centralnych, właściwych dla walut krajów zamieszczonych w zawartym w projekcie Strategii zestawieniu. Ewentualne porównania mogłyby odnosić się jedynie do marży kredytowej, tj. nadwyżki oprocentowania kredytu nad stopę wolną od ryzyka dla wspomnianych walut. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 322 | NBP | Str 20 | W naszej ocenie porównanie miejsca Polski w światowym rankingu państw pod względem wartości nominalnego PKB w 2016 r. z miejscem Polski w rankingu kapitalizacji rynków akcji, która uwzględniałaby wartość spółek również z 2016 r. (np. wartość uśrednioną dla całego roku, ewentualnie wartość z początku albo z końca roku) a nie za luty 2017 r., byłoby bardziej miarodajne. Ponadto wydaje się, że przypis 24 (ze źródłem danych o kapitalizacji) został niewłaściwie umiejscowiony. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 323 | NBP | Str 21 | W naszej ocenie cel wzrostu wskaźnika płynności obrotu na krajowym rynku akcji o 100% do 2023 r. wydaje się bardzo ambitny i oznaczałby osiągnięcie obecnego poziomu płynności takich giełd, jak LSE Group czy Deutsche Bӧrse. Z projektu Strategii nie wynika natomiast, na ile cel ten jest realistyczny i które działania miałyby zapewnić postęp o założonej skali. Wydaje się, że jedną z przyczyn niskiej płynności Głównego Rynku GPW jest niewielka wartość akcji w wolnym obrocie w relacji do kapitalizacji tego rynku (wskaźnik free-float), zwłaszcza na tle dojrzałych rynków akcji. W związku z tym warto rozważyć uwzględnienie w projekcie Strategii działań służących zwiększeniu wskaźnika free-float. Nie jest również jasne, dlaczego na podstawie porównania wskaźnika płynności Głównego Rynku GPW rynku akcji określany jest cel wzrostu płynności rynku repo ani jaka jest przyczyna zaliczenia takich transakcji do „najważniejszych kategorii aktywów”. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 324 | NBP | Str 21 | W kontekście postulowanego zwiększenia skali działalności oraz efektywności krajowych instytucji pośredniczących, które może mieć związek z barierą polegającą na „braku narodowych liderów wśród (…) pośredników operujących na poziomie ogólnoeuropejskim lub globalnym”, warto przeanalizować m.in. zasady działania programu wspierania płynności na Głównym Rynku GPW (High Volume Provider). Wydaje się, że w dużym stopniu sprzyjają one funkcjonowaniu przede wszystkim podmiotów zagranicznych, bowiem kryteria tego programu (inwestowanie wyłącznie na rachunek własny jako główny przedmiot działalności) najczęściej spełniają zdalni członkowie giełdy lub ich klienci (inwestorzy zagraniczni). | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 325 | NBP | Str 21 | Nie jest jasne, o jakie „pożyczki” potrzebne przedsiębiorstwom do sfinansowania wydatków na nowe dobra kapitałowe chodzi w opisie celu nr 4. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 326 | NBP | Str 24 | Brak standaryzacji dokumentacji prawnej w odniesieniu do prospektów emisyjnych trudno uznać za barierę regulacyjną. Pragniemy zwrócić uwagę, że wymogi co do treści prospektu emisyjnego zostały szczegółowo określone w stosowanym bezpośrednio w Polsce rozporządzeniu prospektowym. W związku z tym nie jest jasne, na czym miałaby polegać wspomniana standaryzacja. | j.w.  |
| 327 | NBP | 4.1.2.3. (str. 26) | W ocenie NBP proponując powołanie kolejnej grupy roboczej ds. innowacji i FinTech, w celu uniknięcia dublowania pracy i dla jak najlepszej koordynacji działań należałoby uwzględnić funkcjonowanie już istniejących ciał: Międzyresortowego Komitetu Sterującego ds. FinTech działającego przy UKNF, Grupy roboczej ds. Blockchain powołanej przy UKNF oraz Zespołu ds. sektora finansów i rynku kapitałowego utworzonego przy Grupie roboczej ds. Rejestrów Rozproszonych i Blockchain, działającej przy Ministerstwie Cyfryzacji. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 328 | NBP | 4.2.2. (str. 29) | • [str. 29] NBP zgadza się, że poprawa jakości ładu korporacyjnego spółek notowanych na rynku publicznym jest istotnym czynnikiem, który może potencjalnie wesprzeć rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Należy jednak zwrócić uwagę, że GPW S.A., jako podmiot gospodarczy organizujący obrót giełdowy, nie jest bezpośrednio odpowiedzialna za standardy ładu korporacyjnego w notowanych spółkach. Z tego względu rozszerzenie jej uprawnień oraz obowiązków w tym obszarze powinno zostać zakomunikowane bardzo precyzyjnie i ostrożnie, aby nie tworzyć wrażenia, że GPW S.A. certyfikowałaby spółki pod tym względem lub w pośredni sposób doradzałaby inwestycję w instrumenty najwyżej ocenionych przedsiębiorstw (np. w ramach publicznego ogłaszania ratingów dotyczących ładu korporacyjnego). Wydaje się, że należałoby unikać sformułowań typu: „uprawnienia”, „nadzorowanie”, „egzekwowanie standardów”. Zdaniem NBP doprecyzowania wymaga fragment dokumentu dotyczący wprowadzenia sankcji za nieprzestrzeganie zasad ładu korporacyjnego. Nie wskazano bowiem, który podmiot (GPW S.A. czy KNF) byłby uprawniony do nakładania na spółki notowane na rynkach organizowanych przez GPW S.A. wspomnianych sankcji. Wydaje się, że takie uprawnienia powinna posiadać KNF, a nie podmiot prowadzący (organizujący) rynek regulowany.**Ponadto zwracamy uwagę, że problematyka ładu korporacyjnego jest złożona i nie poddaje się łatwo ilościowej ocenie. Wykorzystanie wskaźnika cena/zysk do oceny standardów ładu korporacyjnego i nadanie temu wskaźnikowi rangi KPI (key performance indicator) dla zarządów notowanych na giełdzie spółek Skarbu Państwa wydaje się kontrowersyjne. Ceny akcji tych spółek cechują się bowiem dużą zmiennością, nie zawsze związaną bezpośrednio z ich sytuacją (mogą wynikać np. z przejściowej awersji inwestorów do spółek z danego sektora).** | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 329 | NBP | 4.2.3.1. (str. 30-31) | NBP nie zgadza się z opinią, że negatywny wpływ na poziom krajowych oszczędności mają niskie długoterminowe stopy procentowe w Polsce. Pragniemy zauważyć, że od początku transformacji ustrojowej stopy te były istotnie wyższe niż w krajach rozwiniętych i w znacznej części krajów rozwijających się. Sugerujemy przeanalizować, jaki wpływ na niski poziom oszczędności w Polsce mogą mieć takie czynniki, jak: poziom przeciętnych zarobków, duża skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji czy długookresowy deficyt sektora finansów publicznych. Odnosząc się do postulatu wprowadzenia produktów oszczędnościowych z prostą funkcjonalnością, zwracamy uwagę, że obecnie poziom ubankowienia w Polsce wynosi ponad 80%. Najprostszym i najbardziej popularnym produktem oszczędnościowym są rachunki i lokaty bankowe, przy oferowaniu których banki komercyjne od lat wykorzystują nowoczesne technologie (bankowość internetową i mobilną). Naszym zdaniem warto zweryfikować, jak duża część osób nieubankowionych po prostu nie dysponuje oszczędnościami, nie byłaby zainteresowana zakupem produktów oszczędnościowych poza sektorem bankowym lub nie jest skłonna korzystać z nowoczesnych technologii.Warto także zauważyć, że przytoczony w tym kontekście przykład działalności brytyjskiego NS&I ([www.nsandi.com](http://www.nsandi.com)) jest specyficzny dla rynku brytyjskiego, który pod wieloma względami różni się od krajowego rynku finansowego (m.in. poziomem wiedzy ekonomicznej społeczeństwa, skłonnością do oszczędzania). NS&I to instytucja rządowa, która oferuje produkty *de facto* skarbowe. W Polsce na podobnej zasadzie sprzedawane są oszczędnościowe obligacje skarbowe za pośrednictwem banku PKO BP S.A.  | Uwaga **odrzucona**. Zdaniem MF uwaga jest bezzasadna. SRRK wskazuje bowiem, iż między innymi wskazane w dokumencie bariery w połączeniu z negatywnymi wzorcami zachowań stanowią przeszkodę w rozwoju kultury oszczędności w Polsce. |
| 330 | NBP | 4.3.1. (str. 35-37) | Pragniemy zwrócić uwagę, że zatrudnianie doświadczonych specjalistów do pracy w nadzorze wiąże się z zagrożeniami związanymi z przenikaniem się świata nadzorców i biznesu (tzw. problem drzwi obrotowych), co może przyczyniać się do powstawania konfliktu interesów. Wydaje się, że tego rodzaju zagrożenie powinno być wskazane w Strategii.NBP nie popiera postulatu, aby GPW S.A., BondSpot S.A., KDPW S.A. i inne pozagiełdowe podmioty stanowiące infrastrukturę potransakcyjną rynku kapitałowego mogły dowolnie modyfikować swoje regulaminy i wewnętrzne procedury bez konieczności uzyskania zgody KNF. W naszej opinii można byłoby rozważyć jedynie wyłączenie z obowiązku uzyskiwania takiej zgody dla niektórych mniej istotnych zmian, np. w tabelach opłat stanowiących załączniki do tych regulaminów. Ponadto projekt Strategii nie precyzuje, które kategorie instytucji są zaliczane do tzw. innych pozagiełdowych podmiotów stanowiących infrastrukturę potransakcyjną rynku kapitałowego. Odnosząc się do kwestii modyfikacji uprawnień KNF w zakresie odejścia od zatwierdzania regulaminów podmiotów stanowiących infrastrukturę potransakcyjną rynku kapitałowego, poważne wątpliwości NBP budzi stwierdzenie, że „szczegółowy zakres tej zmiany zostanie uzgodniony wraz z Komisją Nadzoru Finansowego podczas etapu wdrażania SRRK”*.* W opinii NBP należy zapewnić udział banku centralnego w wypracowywaniu tych zmian, ponieważ w procesie zatwierdzania wymienionych regulaminów aktywnie zaangażowany jest Prezes NBP, który na podstawie uprawnień ustawowych wydaje opinie w przedmiotowym zakresie. W tym kontekście pragniemy podkreślić, że funkcjonujące w Polsce podmioty i systemy stanowiące infrastrukturę rynku kapitałowego (w szczególności KDPW\_CCP S.A. i KDPW S.A.) mają wpływ na zadania wykonywane przez bank centralny[[1]](#footnote-1), do których należą m.in. realizacja polityki pieniężnej, działanie na rzecz stabilności finansowej i organizowanie rozliczeń pieniężnych. Mając powyższe na uwadze, w przypadku realizacji postulatu modyfikacji wspomnianych uprawnień KNF konieczne byłoby zapewnienie Prezesowi NBP możliwości skutecznego oddziaływania na wprowadzane zmiany w regulaminach podmiotów infrastruktury potransakcyjnej (np. w formie sprzeciwu). W związku z tym proponujemy, aby w projekcie Strategii fragment dotyczący ewentualnych modyfikacji uprawnień KNF został uzupełniony o zastrzeżenie, że ewentualne zmiany w tym zakresie nie mogą osłabiać efektywności sprawowania przez NBP nadzoru systemowego w zakresie systemu płatniczego (nadzoru *oversight*).Ustawowe uprawnienia opiniodawcze Prezesa NBP stanowią jedno z podstawowych narzędzi NBP jako banku centralnego – członka Europejskiego Systemu Banków Centralnych – sprawującego nadzór systemowy (*oversight*) nad infrastrukturą potransakcyjną rynku kapitałowego. Przepisy prawa unijnego (rozporządzenia CSDR i EMIR) uwzględniają rolę nadzorczą banków centralnych w procedurach nadzorczych przewidzianych stosownymi przepisami tych aktów, ale jednocześnie nie ingerują w kwestie dotychczasowych krajowych uprawnień nadzorczych członków ESBC sprawujących nadzór *oversight*. Ponadto w opinii NBP zbyt daleko idąca ingerencja w uprawnienia nadzorcze w przedmiotowym zakresie byłaby sprzeczna z zaproponowanym w projekcie Strategii podejściem, zakładającym, że działania nadzorcze powinny zapobiegać nadużyciom lub niewłaściwemu funkcjonowaniu rynku finansowego, a nie być podejmowane *post factum*.Nie znajdujemy uzasadnienia dla stworzenia „nowego rodzaju postępowania, w dużym stopniu niezależnego od regulacji Kodeksu postępowania administracyjnego”. W naszej opinii warto dążyć do poprawy istniejących rozwiązań w przepisach krajowych, np. wprowadzając wyłączenie w odniesieniu do niektórych przepisów KPA z postępowań prowadzonych przed organem nadzoru, a nie tworzyć nowe regulacje w tym zakresie. Przykładem przepisu, który nie przyczynia się do skrócenia postępowań, może być art. 10 KPA. Zgodnie z nim również w przypadku załatwienia sprawy w sposób zgodny z intencją strony postępowania organ administracji jest zobligowany do umożliwienia tej stronie wypowiedzenia się co do zebranych dowodów i materiałów oraz zgłoszonych żądań.W związku z postulatem stworzenia „piaskownicy regulacyjnej” oraz przydzielania przez UKNF dedykowanych opiekunów dla przedsiębiorstw z sektora FinTech warto wskazać na konieczność rozróżnienia sposobu pokrywania kosztów funkcjonowania „piaskownicy regulacyjnej” od kosztów działania opiekunów. W opinii NBP drugi z wymienionych rodzajów kosztów powinien być pokrywany wyłącznie z opłat wnoszonych przez podmioty sektora FinTech, a struktura i wielkość opłat nakładanych na te podmioty powinny uwzględniać znaczenie tego sektora w krajowym systemie finansowym i skalę działalności danego podmiotu. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 331 | NBP | 4.3.2. (str. 39) | W odniesieniu do maksymalnych wysokości kar, które KNF może nałożyć za nieprzestrzeganie przepisów rozporządzenia MAR, pragniemy zauważyć, że wynikają one wprost z przepisów art. 30 ust. 2 lit. i) i j) wspomnianego rozporządzenia. Z tego względu wydaje się, że zmiana wysokości tych kar w prawie krajowym nie jest możliwa. Zwracamy jednak uwagę, że są to kary maksymalne, a tym samym KNF, uwzględniając zasadę proporcjonalności, może nakładać kary niższe z uwzględnieniem specyfiki krajowego rynku kapitałowego.Popieramy koncepcję aktywnego zaangażowania uczestników rynku w proces tworzenia unijnego prawa, również za pośrednictwem biur i przedstawicielstw branżowych w Brukseli. W naszej ocenie głównym adresatem działań lobbingowych, o których wspomina się w projekcie Strategii, powinny być Komisja Europejska i Parlament Europejski (w mniejszym stopniu Rada UE). Jednocześnie zgadzamy się z postulatem komunikowania rządowi opinii uczestników rynku dotyczących planowanych i prowadzonych prac legislacyjnych w UE. Powinno to mieć miejsce na etapie prac merytorycznych grup roboczych Komisji, a następnie trwać do zakończenia procesu legislacyjnego w Radzie UE. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 332 | NBP | 4.3.3. (str. 41-43) | Zdaniem NBP trudno uznać za zasadny postulat, aby problem tzw. misselingu rozwiązywać przez udoskonalenie przepisów, co miałoby zapewnić bodźce do przestrzegania już obowiązujących przepisów. Wydaje się, że odpowiednie rozwiązania prawne w tym zakresie, w szczególności dotyczące oceny adekwatności i odpowiedniości produktów finansowych do wiedzy, doświadczenia i potrzeb klienta, już istnieją. Należałoby natomiast przeanalizować, czy KNF dysponuje odpowiednimi zasobami i narzędziami, aby efektywnie egzekwować ich przestrzeganie. Należałoby określić, co KNF miałaby robić ze sprawozdaniami dotyczącymi stabilności finansowej podmiotów, które przeprowadziły emisję papierów wartościowych w trybie oferty niepublicznej.W celu zwiększenia zaufania inwestorów do rynku w projekcie Strategii proponuje się przyjęcie rozwiązań zapewniających kontrolę inwestora nad środkami w systemie KDPW S.A. oraz sprawne przeniesienie papierów wartościowych w razie niewypłacalności lub upadłości uczestnika systemu KDPW S.A. Miałoby to zostać zapewnione przez wprowadzenie sponsorowanego rachunku papierów wartościowych (określanego też jako indywidualne konto depozytowe, IKD) prowadzonego dla inwestora w systemie KDPW S.A. za pośrednictwem uczestnika systemu. Proponuje się, aby IKD było rachunkiem wydzielonym w ramach struktury kont KDPW S.A. i było prowadzone bezpośrednio w imieniu inwestora, który miałby prawo wglądu w jego stan, ale bez prawa dostępu do niego. Uczestnik, za pośrednictwem którego prowadzone byłoby IKD, zobowiązany byłby do odwzorowywania stanu konta z prowadzonym przez niego dla tego inwestora rachunkiem papierów wartościowych. Dodatkowo inwestor miałby prawo przygotowania i dostarczenia *ex ante* do uczestnika systemu KDPW S.A. procedury przeniesienia portfela, a samo przeniesienie uzgadniane byłoby przez inwestora bezpośrednio z KDPW S.A. W opinii NBP taka niespotykana na rynkach finansowych w innych jurysdykcjach koncepcja rejestracji papierów wartościowych budzi pewne wątpliwości. Po pierwsze nie jest jasne, czy i ewentualnie dlaczego obecny model dwustopniowej rejestracji papierów wartościowych, który został uregulowany w *ustawie o obrocie instrumentami finansowymi* (m.in. w art. 57), wraz z funkcjonującym systemem rekompensat jest niewystarczający. W projekcie Strategii nie wskazano, czy istnieje jakaś grupa inwestorów, która ma zastrzeżenia do obecnego modelu systemu rejestracji i rozrachunku papierów wartościowych, w tym banków i domów maklerskich prowadzących rachunki papierów wartościowych. Po drugie w niewystarczającym stopniu wyjaśniono, jaki charakter miałyby zapisy na rachunkach papierów wartościowych i IKD w tej koncepcji w kontekście ustalenia prawa własności, oraz czy zakładane przez autorów projektu Strategii cele nie mogłyby być osiągnięte przez wykorzystanie oferowanych dziś funkcjonalności. NBP pragnie bowiem zauważyć, że obecnie istnieje możliwość zapewnienia wystarczającego poziomu segregacji (na zasadzie *individual client segregation*) w ramach systemu KDPW S.A. Taki wymóg wynika bowiem z rozporządzenia CSDR. Mając na uwadze powyższe wątpliwości, NBP sugeruje, aby w dalszych pracach nad Strategią i przed formułowaniem ostatecznych rekomendacji przeanalizować zasadność postulowanego rozwiązania IKD. Zgodnie z zawartymi w projekcie Strategii zapisami zobowiązanie uczestników systemu do odwzorowania wyników rozrachunku we własnych systemach w ciągu 5 minut od wykonania rozrachunku w systemie KDPW S.A., w połączeniu z zapewnieniem, aby KDPW S.A. dokonywał rozrachunku bezpośrednio na IKD, umożliwi jednoczesność ostateczności rozrachunku z przeniesieniem praw z papierów wartościowych. Warto zaznaczyć, że ostateczność rozrachunku, chroniąca przed skutkami upadłości uczestnika systemu, następuje co do zasady z chwilą przyjęcia przez operatora zlecenia rozrachunku do systemu, sam rozrachunek musi natomiast nastąpić, zgodnie z obowiązującymi przepisami, w terminie T+2 (w przypadku transakcji zawieranych w obrocie zorganizowanym). Dopiero wówczas może dojść do odzwierciedlenia wyników rozrachunku na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych przez uczestników systemu. Natomiast zgodnie z art. 7 ust. 2 *ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* przeniesienie praw z papierów wartościowych następuje z chwilą dokonania zapisów na rachunkach papierów wartościowych. W związku z tym trudno uznać, że dokonanie zapisów na tych rachunkach nawet niezwłocznie po przeprowadzeniu rozrachunku w systemie KDPW S.A. umożliwia skojarzenie w czasie ostateczności rozrachunku z przeniesieniem praw z papierów wartościowych. Ponadto uprzejmie informujemy, że w odniesieniu do problematyki ostateczności rozrachunku aktualne pozostają zastrzeżenia wskazywane przez NBP na wcześniejszych etapach prac nad projektem Strategii. W szczególności doprecyzowania wymaga, którego momentu ostateczności rozrachunku dotyczy formułowany postulat, tj. czy chodzi o moment wprowadzenia zlecenia rozrachunku do systemu, czy też o moment nieodwołalności zlecenia. **Na stronie 42 projektu Strategii wspomina się o „rejestrze błędów”, do którego mają być wprowadzane przypadki naruszeń po stronie inwestorów. Nie został jednak wskazany podmiot odpowiedzialny za prowadzenie rejestru ani zakres naruszeń podlegających rejestracji.** | Uwaga **przyjęta**. . |
| 333 | NBP | 4.3.4. (str. 45-46) | Postulowane zmiany w regulacjach, mające na celu objęcie prowadzonej przez banki działalności maklerskiej i inwestycyjnej jedną licencją bankową, wydają się uzasadnione. Zgodnie bowiem z motywem 38 dyrektywy MiFID II podwójne licencjonowanie obu rodzajów działalności nie powinno mieć miejsca. Organy nadzoru powinny natomiast weryfikować, czy bank, który chce świadczyć usługi maklerskie lub prowadzić działalność maklerską, spełnia odpowiednie wymogi przewidziane we wspomnianej dyrektywie. Zwracamy przy tym uwagę, że takie zmiany będą wymagały przeglądu wszystkich aktów prawnych z zakresu rynku kapitałowego z uwagi na wprowadzenie nowej siatki pojęciowej, w tym m.in. zmianę definicji firmy inwestycyjnej. Ponadto pragniemy wskazać, że samo zniesienie podwójnego licencjonowania działalności maklerskiej wykonywanej przez banki może okazać się niewystarczające do zapewnienia wzrostu zaangażowania tych instytucji w animowanie poszczególnych segmentów Głównego Rynku GPW. Rozpoznanie działań niezbędnych do realizacji tego postulatu w dalszym ciągu wymaga pogłębionej analizy, z której wnioski powinny znaleźć się w Strategii.NBP kierunkowo popiera koncepcję otwartych interfejsów programistycznych (Application Programming Interface) na rynku usług inwestycyjnych. Zwracamy jednak uwagę, że umożliwienie stronom trzecim dostępu do usług inwestycyjnych przez budowę API na wzór modelu wprowadzonego przez dyrektywę PSD2 w odniesieniu do rachunku bankowego wymaga pogłębionych prac analitycznych. W szczególności należałoby zweryfikować, czy istnieją usługi inwestycyjne, które mogłyby być świadczone przez podmioty trzecie bez naruszania przepisów dyrektywy MiFID II. Prace takie powinny uwzględniać m.in. ryzyko missellingu i w szerokim kontekście ochronę praw konsumenta – klienta detalicznego.Zdaniem NBP w opisie proponowanych działań należy uwzględnić wyniki prac Grupy roboczej ds. Blockchain powołanej przy UKNF, w szczególności dotyczące interpretacji prawnej aktywów cyfrowych w Polsce. W związku z powyższym proponujemy zastąpienie rzadko używanego wyrażenia „aktywa kryptograficzne” sformułowaniem „aktywa cyfrowe”, które jest stosowane przez wspomnianą grupę roboczą. W tym kontekście zwracamy uwagę, że papiery wartościowe i nieruchomości nie są aktywami cyfrowymi, dlatego sugerujemy przeformułowanie tego fragmentu. Być może intencją autorów projektu Strategii było odniesienie się do aktywów cyfrowych (tokenów), stanowiących nośnik praw do papierów wartościowych, albo do nieruchomości.Sugerujemy wskazanie, że analizy możliwości wykorzystania technologii rozproszonego rejestru na rynku kapitałowym powinny być prowadzone przez rząd z wykorzystaniem wiedzy i doświadczenia podmiotów rynkowych, tym bardziej że np. KDPW S.A. zajmował się tą kwestią. Takie opracowanie powinno zawierać ocenę mocnych i słabych stron zastosowania distributed ledger technology (DLT) w obsłudze poszczególnych procesów niezbędnych do funkcjonowania rynku kapitałowego.Ponadto uprzejmie zwracamy uwagę, że wbrew informacjom zawartym w projekcie Strategii jedynie nieliczne państwa rozwinięte (np. Malta) przyjęły ustawodawstwo dotyczące technologii rozproszonego rejestru. Niezależnie od tego sugerujemy wskazanie w tekście, że przepisy regulujące rynek kapitałowego w Polsce z założenia nie wykluczają zastosowania technologii rozproszonego rejestru (technologii blockchain).Sugerujemy doprecyzować, czy podmioty zamierzające utrzymywać infrastrukturę DLT powinny ubiegać się o nowy rodzaj licencji, czy też jedynie być licencjonowane na bazie obowiązujących przepisów dotyczących działalności, która miałaby być wykonywana z wykorzystaniem technologii blockchain. Nie jest ponadto jasne, o jakich dokładnie standardach przyjętych w państwach UE jest mowa ani jaka infrastruktura DLT miałaby być licencjonowana. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 334 | NBP | 4.4.1. (str. 48) |  Projekt Strategii w żaden sposób nie precyzuje zakresu ani warunków zwolnienia podatkowego dla obligacji rozwojowych. Jeżeli tego typu zwolnienie byłoby ograniczone jedynie do tych instrumentów, to można oczekiwać spadku popytu na obligacje komunalne oraz infrastrukturalne emitowane przez BGK, a także niektóre papiery dłużne przedsiębiorstw. Wydaje się, że ten efekt nie byłby w pełni spójny z głównym celem opracowywanej Strategii. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 335 | NBP | 4.4.2. (str. 48) | Popieramy możliwość kompensacji strat kapitałowych poniesionych w związku z inwestycjami w jedne instrumenty finansowe z zyskami z inwestycji w inne instrumenty finansowe (z wyłączeniem kontraktów CFD). Podzielamy również pogląd, że wynik z transakcji instrumentami finansowymi nie powinien być rozliczany wspólnie z wynikiem z transakcji kryptowalutami. W naszej ocenie uzasadnione wydają się także proponowane w projekcie Strategii zachęty dla inwestycji długoterminowych, w tym obniżona stawka podatku od dywidend. **Wydaje się, że podobnymi rozwiązaniami należałoby objąć pożytki z tytułu długoterminowych inwestycji w inne papiery wartościowe, w tym m.in. odsetki od obligacji korporacyjnych.** Jednocześnie zwracamy uwagę, że aktualnie obowiązujące przepisy podatkowe mogą zniechęcać inwestorów indywidualnych do długoterminowego zaangażowania w akcje spółek wypłacających dywidendy (najczęściej największe spółki notowane na Głównym Rynku GPW, w tym spółki Skarbu Państwa) lub dłużne papiery wartościowe z kuponami odsetkowymi. Podatek od tego dochodu nie jest bowiem rozliczany rocznie razem z zyskami lub stratami kapitałowymi, ale jest odprowadzany zaraz po otrzymaniu wspomnianych pożytków. W rezultacie osoby fizyczne muszą zapłacić podatek od tych pożytków niezależnie od tego, czy osiągnęły zysk, czy poniosły stratę kapitałową z tytułu inwestycji w papiery wartościowe, od których uzyskały wspomniane pożytki. Wprawdzie strata wynikająca ze spadku ceny papierów wartościowych na otwarciu sesji przypadającej bezpośrednio po dniu przyznania prawa do określonych pożytków ma wpływ na wysokość bazy opodatkowania podatkiem od dochodów kapitałowych, jednak rzeczywista możliwość „odzyskania” zapłaconego podatku od otrzymanych pożytków przez inwestorów indywidualnych zależy m.in. od tego, czy realizują oni odpowiednio wysoki zysk z innych inwestycji uwzględnionych w zeznaniu rocznym. W związku z tym zdaniem NBP warto przeanalizować zasadność ewentualnego umożliwienia inwestorom indywidualnym rozliczania dochodów z pożytków od papierów wartościowych (dywidend lub odsetek) w ujęciu rocznym razem z zyskami lub stratami kapitałowymi z tytułu inwestycji w te papiery wartościowe. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.   |
| 336 | NBP | 4.5.1. (str. 50-51) | W naszej opinii funkcjonujący w Polsce rynek private equity stanowi ważne i komplementarne wobec emisji papierów wartościowych na rynku kapitałowym źródło finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw. W tym kontekście przeciwstawianie tej formy pozyskiwania kapitału publicznemu rynkowi akcji budzi pewne wątpliwości. W odniesieniu do działań, które miałaby podejmować grupa robocza do spraw rynku pierwotnego, sugerujemy doprecyzować, co jest rozumiane pod pojęciem „stokenizowanych instrumentów finansowych”. W szczególności należałoby zapisać, czy są to instrumenty finansowe w rozumieniu dyrektywy MiFID II, a jeśli nie, to zasadne byłoby wskazanie w dokumencie konieczności określenia podstawowych ram prawnych, którym podlegałyby emisja i obrót tego rodzaju instrumentami.W naszej ocenie pojęcie „dematerializacji” nie powinno być używane w innym znaczeniu niż pozbawienie papieru wartościowego formy dokumentu, zgodnie z art. 5 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.Popieramy inicjatywy mające na celu zwiększenie poziomu edukacji finansowej emitentów. Odnosząc się do propozycji wprowadzenia obowiązku zachowania należytej staranności przez Autoryzowanych Doradców na rynku NewConnect, zwracamy jednak uwagę, że przepisy w tym zakresie już istnieją. Z tego względu warto byłoby raczej doprecyzować, jakie zmiany w tych przepisach pomogłyby w większym stopniu realizować cele wskazane w projekcie Strategii. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 337 | NBP | 4.5.2. (str. 53) | [przypis 65] Pragniemy zauważyć, że rekomendacja dotycząca ewentualnego wypracowania lokalnej dokumentacji zawarta w przypisie 65 jest niejasna, gdyż taka dokumentacja została już w Polsce opracowana. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 338 | NBP | 4.5.2.1. (str. 54) | W naszej ocenie warto byłoby doprecyzować cel działalności grupy roboczej ds. rynku wtórnego w kontekście zmian struktury rynku skarbowych papierów wartościowych. Nie jest bowiem jasne, co oznacza „sposób kształtowania cen korzystny dla ogólnie pojętego interesu publicznego”. Ponadto pragniemy zauważyć, że rynek obligacji skarbowych w Polsce charakteryzuje się relatywnie dużą płynnością na tle innych segmentów krajowego rynku kapitałowego oraz podlega obowiązkom przejrzystości przed i potransakcyjnej zgodnie z wymogami rozporządzenia MiFIR. Nie jest w związku z tym zrozumiałe, z czego wynika sprecyzowana w projekcie Strategii potrzeba stworzenia nowej struktury tego rynku ani w jaki sposób istnienie w niej dark pools miałoby przyczynić się np. do zwiększenia „dostępności źródeł płynności”. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 339 | NBP | 4.5.2.2. (str. 56) | Niektóre założenia mające na celu promocję skarbowych produktów oszczędnościowych budzą pewne wątpliwości co do ich skuteczności. NBP pragnie zauważyć, że obligacje oszczędnościowe są obecnie nabywane głównie w oddziałach PKO BP S.A. przez osoby powyżej 50. roku życia (około 80% sprzedawanych obligacji), pomimo że od wielu lat można je kupić przez Internet. Zatem wydaje się mało prawdopodobne, że większość nabywców wspomnianych produktów zacznie korzystać z dostępu do tego typu usług przez Internet i aplikacje mobilne przy ewentualnej „tokenizacji produktu”. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 340 | NBP | 4.5.2.3. (str. 56; 70) | We fragmencie projektu Strategii, w którym postuluje się udostępnienie prostej mobilnej identyfikacji klienta KYC/AML i tworzenie repozytoriów KYC/AML, sugerujemy odnotować prace związane z rozwojem e-administracji w Polsce, w tym w szczególności tożsamości cyfrowej – profil zaufany, wdrożenie e-dowodu, jako ewentualnego zalążka lub elementu rozwijanej infrastruktury cyfrowej. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 341 | NBP | 4.5.4.1. (str. 57) | W opinii NBP wprowadzanie ewentualnych kolejnych regulacji dotyczących rynku obligacji korporacyjnych (które skutkowałyby zwiększeniem obowiązków dla emitentów) warto rozważać dopiero po ujawnieniu się efektów zmian w prawie wprowadzonych ustawą z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku. Jednoczesne wprowadzanie zbyt wielu obciążeń dla emitentów i agentów emisji może spowodować istotne ograniczenie rozwoju tego rynku. Potencjalni emitenci mogą bowiem zdecydować się na pozyskiwanie finansowania poza rynkiem kapitałowym. Odnosząc się do kwestii standaryzacji dokumentacji dotyczącej warunków emisji obligacji, pragniemy zwrócić uwagę, że w przypadku emisji tych papierów w trybie oferty publicznej wzory takich dokumentów informacyjnych są określane w przepisach prawa (tj. rozporządzeniach europejskich), a nie w standardach branżowych. Ponadto zdaniem NBP działania mające na celu usprawnienie funkcjonowania rynku pierwotnego obligacji korporacyjnych powinny przede wszystkim koncentrować się na przyciągnięciu na ten rynek większej liczby inwestorów instytucjonalnych. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 342 | NBP | 4.5.5.1. (str. 60) | Wydaje się, że w tytule oraz treści podrozdziału poświęconego działaniom zmierzającym do poprawienia skali i wydajności rynku instrumentów pochodnych błędnie wskazano, że działania te miałyby dotyczyć jedynie instrumentów pochodnych na akcje. W treści rekomendowanych rozwiązań odniesiono się bowiem m.in. do CFD oraz kryptowalut. Dodatkowo w pierwszym ze wspomnianych działań wskazano, że kontrakty CFD nie podlegają właściwym regulacjom oraz że nie powinny cieszyć się „preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym”. Sugerujemy doprecyzować, którymi regulacjami nie są objęte wspomniane kontrakty (a zdaniem Autorów projektu powinny być) oraz jakiego rodzaju preferencyjne traktowanie powinno zostać zniesione.W tym kontekście uprzejmie przypominamy, że NBP wielokrotnie wskazywał na zasadność podniesienia minimalnych depozytów zabezpieczających dla zawieranych przez inwestorów indywidualnych transakcji instrumentami pochodnymi, które nie są rozliczane przez autoryzowanych CCP, w szczególności dla transakcji CFD zawieranych na tzw. platformach forex.W odniesieniu do postulatu „zapewnienia dostępu do CCP dla instrumentów pochodnych na akcje” uprzejmie zwracamy uwagę, że tego rodzaju instrumenty notowane na Głównym Rynku GPW są już rozliczane przez KDPW\_CCP S.A., zgodnie z autoryzacją otrzymaną przez tę izbę w 2014 r. na podstawie rozporządzenia EMIR. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 343 | NBP | 4.5.5.2. (str. 61) | NBP sugeruje doprecyzować, że informacja na temat rozliczania w brytyjskich CCP kontraktów pochodnych OTC nominowanych w złotych dotyczy transakcji z nierezydentami. W opisie tego punktu brakuje diagnozy, dlaczego znaczna część nominowanych w złotych transakcji pochodnych OTC jest rozliczana przez te izby, jak również wyjaśnienia, co dokładnie oznacza wyrażenie „koncepcja blockchain”, oraz dlaczego jej wprowadzenie miałoby gwarantować zmianę na lepsze obecnej sytuacji w zakresie rozliczeń transakcji pochodnych. W pierwszej kolejności należałoby przeanalizować, czy jakikolwiek podmiot na świecie przeprowadził testy technologii blockchain w rozliczaniu transakcji instrumentami pochodnymi i rozrachunku zobowiązań pieniężnych wynikających z tych transakcji, a następnie rozważyć, czy technologię tę można wykorzystać w Polsce (o ile okazałoby się, że jej zastosowanie ma przewagę w stosunku do rozwiązań scentralizowanych). Wydaje się wątpliwe, czy jakikolwiek podmiot krajowy byłby obecnie zainteresowany ponoszeniem wysokich kosztów rozwoju technologii, w odniesieniu do której nie wykazano jeszcze przewagi ekonomicznej oraz nie ma pewności prawnej w zakresie możliwości jej zastosowania do rozliczania transakcji pochodnych.W tym kontekście warto zaznaczyć, że zgodnie z przepisami wykonawczymi do rozporządzenia EMIR niemal wszystkie transakcje nominowanymi w złotych instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej, które są rozliczane przez brytyjskich CCP, podlegają obowiązkowi centralnego rozliczania. Z tego względu sformułowana w projekcie Strategii propozycja, aby „odzyskać” rozliczanie tych transakcji dla polskiego rynku przez wykorzystanie koncepcji blockchain (pomijając potencjalnie długi horyzont czasowy potrzebny na stworzenie i przetestowanie nieistniejących obecnie rozwiązań technologicznych w tym zakresie) wydaje się nie do końca trafiona.Zdecydowanie prostszym i bardziej zasadnym rozwiązaniem byłoby podjęcie działań mających na celu wykorzystanie w większym stopniu już istniejącej w Polsce infrastruktury potransakcyjnej do obsługi podmiotów zagranicznych. W naszej ocenie należy stworzyć odpowiednie zachęty dla nierezydentów do korzystania (w sposób pośredni lub bezpośredni) z usług KDPW\_CCP S.A.. Działania takie mogłyby być szczególnie skuteczne w kontekście opuszczania UE przez Wielką Brytanię i związanego z tym niepewnego statusu prawnego brytyjskich CCP | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 344 | NBP | 4.5.6.2. (str. 62) | Zwracamy uwagę, że „udowodnienie, bazując na dowodach empirycznych i przyszłych prognozach, że produkty (…) zapewnią zwrot poniesionych kosztów i przyniosą większe zyski niż tańsze alternatywy” jest niemożliwe. W związku z tym sugerujemy doprecyzowanie propozycji opisanej w tym punkcie.Proponujemy zweryfikować, czy niektóre propozycje rozwiązań prawnych zamieszczonych w pierwszym i trzecim tiret nie zostały już odzwierciedlone w krajowych przepisach wdrażających dyrektywę MiFID II. Przykładowo wydaje się, że we wspomnianych przepisach została już uregulowana kwestia odpowiedzialności „osób pracujących w firmach inwestycyjnych i sprzedających produkty”.Zgadzamy się, że jednym z istotnych ograniczeń dla rozwoju instytucji pośredniczących w Polsce mogą być znaczne koszty wynikające z opłat na rzecz infrastruktury polskiego rynku kapitałowego. Jednak aby poprawnie zidentyfikować związane z tym bariery rozwoju, należałoby rozgraniczyć opłaty ponoszone przez uczestników obrotu na rzecz GPW S.A., KDPW S.A. i KDPW\_CCP S.A., np. tak jak zostało to wskazane w pkt 4.5.7 na str. 65. Następnie opłaty te należałoby porównać z pobieranymi przez odpowiednie podmioty infrastruktury na innych rynkach europejskich, a dopiero w kolejnym kroku przedstawić propozycje rozwiązań. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 345 | NBP | 4.5.6.5. (str. 63) | W związku z postulatem opublikowania przez KNF szczegółowych rekomendacji i wytycznych mających na celu ujednolicenie standardów usług dla domów maklerskich i banków świadczących usługi maklerskie, chcielibyśmy zwrócić uwagę, że w prawie krajowym istnieją już jednolite wymogi w odniesieniu do czynności maklerskich wykonywanych zarówno przez banki, jak i przez domy maklerskie. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości |
| 346 | NBP | 4.5.8.2. (str. 67) | W naszej ocenie fragment, w którym wskazano, że krajowa izba o statusie CCP powinna mieć zapewniony dostęp do kredytu śróddziennego, należałoby zmodyfikować w taki sposób, aby wyraźnie wynikało z niego, że to NBP powinien mieć możliwość udzielenia temu podmiotowi wsparcia płynnościowego. Zgodnie z obowiązującymi w UE regulacjami banki centralne nie mają i nie powinny mieć obowiązku udzielania izbom CCP tego rodzaju wsparcia, m.in. ze względu na związaną z tym pokusę nadużycia (*moral hazard*). Rozporządzenie EMIR, które przywołano we wspomnianym fragmencie projektu Strategii, przewiduje opcję dostępu CCP do płynności banku centralnego jedynie jako jedną z możliwych (motyw 71). Zatem to, czy CCP otrzyma płynność z banku centralnego, powinno być niezależną decyzją tego banku centralnego.Jednocześnie NBP wyraża poparcie dla zmian w ustawie *o Narodowym Banku Polskim*, które umożliwiałyby udzielanie wspomnianego wsparcia płynnościowego dla CCP. W naszej ocenie służyłoby to zapewnieniu stabilności funkcjonowania rynku finansowego, sprawności działania systemu płatności wysokokwotowych i ograniczałoby napięcia na rynku pieniężnym. Wspomniany kredyt mógłby być udzielany na podobnych zasadach co kredyt techniczny oferowany obecnie bankom, który jest nieoprocentowany, spłacany w tym samym dniu operacyjnym oraz zabezpieczony akceptowanymi przez NBP papierami wartościowymi[[2]](#footnote-2). Korzystanie przez krajowego CCP ze wspomnianego narzędzia następowałoby w szczególnych sytuacjach i miałoby na celu realizację zobowiązań wynikających z rozliczeń transakcji lub prowadzonych systemów zabezpieczania płynności rozliczeń.Powyższy postulat mógłby być zrealizowany przez wprowadzenie w ustawie *o Narodowym Banku Polskim* przepisów w następującym brzmieniu:„*Art. 43a. 1. NBP może udzielać podmiotom podlegającym nadzorowi na podstawie ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, uczestniczącym w systemach płatności prowadzonych przez NBP, kredytu w ciągu dnia operacyjnego, służącego wykonywaniu zobowiązań związanych z tym uczestnictwem. Udostępnianie środkóww ramach tego kredytu oraz spłata zobowiązań z niego wynikających następuje w ciągu tego samego dnia operacyjnego.**2. NBP udziela kredytu, o którym mowa w ust. 1, pod warunkiem ustanowienia odpowiedniego zabezpieczenia.”* | Uwaga **przyjęta**.  |
| 347 | NBP | Innowacje (str. 69-70) | Zaproponowane w projekcie Strategii „przeprowadzenie ankiety wśród uczestników rynku w celu zrozumienia opisywanego problemu i wypracowania odpowiednich rozwiązań” w odniesieniu do stosowania najnowszych technologii na polskim rynku kapitałowym powinno być działaniem poprzedzającym sformułowanie takiej strategii, a nie wynikającym z niej wnioskiem.Sugerujemy rozważyć uproszczenie procedur rejestracji spółek w ramach już istniejących form prawnych, zamiast tworzenia nowych. Chcielibyśmy także zwrócić uwagę, że w lutym 2019 r. Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy *o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych i innych ustaw* (wprowadzający do polskiego prawa instytucję prostej spółki akcyjnej). W związku z tym warto byłoby uzupełnić projekt Strategii o analizę przedstawiającą, w jakim stopniu projektowane rozwiązania uproszczą procedurę rejestracji startupów. Ponadto zdaniem NBP utworzenie nowej formy prawnej spółki, bez podjęcia innych działań ułatwiających prowadzenie działalności gospodarczej, może nie stanowić wystarczającej zachęty do jej rozpoczynania przez tego rodzaju podmioty.Kluczowe znaczenie dla ewentualnych prac legislacyjnych w Polsce w zakresie funkcjonowania platform *crowdfundingowych* będzie miał ostateczny kształt projektowanego rozporządzenia UE, którego implementacja będzie harmonizowała przepisy dotyczące działalności takich podmiotów w UE. W tym kontekście NBP uprzejmie zwraca uwagę, że w wyniku zmiany kierunku prac nad projektem tej regulacji, która nastąpiła w ostatnich miesiącach, przewiduje się odejście od koncepcji nałożenia wymogów tylko na dostawców usług finansowania społecznościowego zamierzających prowadzić działalność transgraniczną na terenie UE w kierunku rozszerzenia zakresu podmiotowego wspomnianego rozporządzenia na tych dostawców, którzy świadczą usługi finansowania społecznościowego również na terenie macierzystego państwa członkowskiego UE.Pomimo, że NBP co do zasady popiera wspomnianą koncepcję pełnej harmonizacji działalności *crowdfundingowej* i w naszej ocenie wdrożenie nowych przepisów będzie korzystnie oddziaływać na rynek finansowania przedsiębiorstw, prawdopodobnie nie doprowadzi to do strukturalnej zmiany podaży kapitału i istotnego obniżenia kosztów jego pozyskiwania. Wydaje się, że obecnie finansowanie społecznościowe przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju w polskich warunkach może jedynie do pewnego stopnia zastępować finansowanie od *business angels* i uzupełniać pozyskiwanie kapitału z innych źródeł, np. za pośrednictwem funduszy *venture capital* i *private equity*.NBP sugeruje ponownie przeanalizować i doprecyzować następujące sformułowanie: „tam, gdzie rynek nie będzie mógł sam wypełnić luk, zespół ds. zarządzania projektem Strategii, będzie musiał stworzyć budżety na inkubację takich perspektywicznych technologii, prowadzić przetargi i nagradzać usługodawców”. Jeżeli intencją autorów projektu Strategii jest, aby administracja państwowa finansowo i organizacyjnie wspierała rozwój innowacji na rynku kapitałowym w Polsce, to powyższe sformułowanie może stać w sprzecznościz zawartą w pkt 5.2 informacją o tym, że na obecnym etapie Strategia nie powoduje skutków finansowych.Sugerujemy, żeby kompletną analizą objąć możliwości wykorzystania nowoczesnych technologii do wsparcia całego wtórnego rynku papierów dłużnych, a nie tylko obligacji skarbowych. | Uwagi **przyjęte** co do kierunku.  |
| 348 | NBP | Słowniczek (str. 76) | [str. 76, zamiast definicji buy-sell back] Sell-buy back (SBB) – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach SBB pożytki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są zatrzymywane przez ich tymczasowego właściciela, a wartość tych pożytków jest uwzględniana w cenie odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako buy-sell back (BSB) | Uwaga **przyjęta**.  |
| 349 | NBP | Słowniczek (str. 78) | [str. 78] SWIFT – Stowarzyszenie Międzybankowej Telekomunikacji Finansowej (ang. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), które jest m.in. odpowiedzialne za nadawanie kodów identyfikujących instytucje finansowe (kody BIC, zwyczajowo w Polsce zwane też kodami SWIFT) | j.w. |
| 350 | NBP | Słowniczek (str. 78) | [str. 78] T2S (TARGET2-Securities) – paneuropejska platforma rozrachunku papierów wartościowych | j.w. |
| 352 | NBP | Słowniczek (str. 79) | [str. 79] repo (ang. repurchase agreement) – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach repo pożytki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są przekazywane przez ich tymczasowego właściciela podmiotowi, który zobowiązał się do odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako reverse repo. | j.w. |
| 353 | IZFiA | Uwaga ogólna | W nawiązaniu do przekazanego w dniu 28 lutego 2019 r. projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (dalej: „Strategia”), Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami (dalej: „IZFiA”) na wstępie pragnie wyrazić poparcie dla idei kompleksowej analizy problemów polskiego rynku kapitałowego i próby stworzenia spójnej wizji jego rozwoju w nadchodzących latach, wraz z określeniem środków jakie mają temu posłużyć.Mając w pamięci zbliżone inicjatywy z lat ubiegłych, IZFiA żywi nadzieje, że Strategia nie podzieli ich losu. Przewidziane w Strategii mechanizmy mające posłużyć wdrożeniu zaplanowanych działań stanowią krok w dobrym kierunku, niemniej IZFiA wyraża obawy czy będą one wystarczające. Wiele z proponowanych zmian uzależnionych będzie od stanowiska i postawy nadzorcy, który na chwilę obecną nie jest sygnatariuszem Strategii. Stąd w ocenie IZFiA szczególnie istotne jest rychłe zawarcie wspomnianego w dokumencie trójstronnego porozumienia pomiędzy Ministerstwem Finansów, Komisją Nadzoru Finansowego (dalej: „KNF”) oraz Narodowym Bankiem Polski na rzecz spójnej i skutecznej implementacji Strategii. Ponadto, dodatkowym mechanizmem wspomagającym realizację celów postawionych przed Strategią powinien być obowiązek wskazania w ocenie skutków regulacji czy uzasadnieniu projektów aktów legislacyjnych z obszaru funkcjonowania rynku kapitałowego, informacji czy są one zgodne ze Strategią.Poniżej IZFiA prezentuje również uwagi do poszczególnych działań planowanych zgodnie z projektem Strategii. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 354 | IZFiA | 4.3.1. (Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru) | Z punktu widzenia rynku funduszy inwestycyjnych szczególnie istotne są zawarte w Strategii propozycje w zakresie sposobu sprawowania nadzoru nad rynkiem przez KNF.Obserwując lawinowy wzrost obciążenia regulacyjnego towarzystw funduszy inwestycyjnych, będący wynikiem regulacji europejskich, ale też podejścia prezentowanego przez KNF w procesie implementacji i wdrażania, w ocenie IZFiA kluczowego znaczenia nabiera to aby nadzorca bardziej poczuwał się do odpowiedzialności nie tylko za kontrolę nad rynkiem kapitałowym, ale również za jego rozwój, i możliwość konkurowania z bardziej rozwiniętymi rynkami kapitałowymi z innych Państwa Członkowskich. W tym zakresie szczególnego znaczenia nabiera otwartość na dialog z instytucjami finansowymi, którego początki mogliśmy obserwować w ostatnich latach, niemniej w dalszym ciągu wymaga on pogłębienia.Odnosząc się do rekomendacji dot. publicznego przedstawiania przez KNF stanowiska w zakresie sprawowanego nadzoru między innymi za pośrednictwem regularnie publikowanych wytycznych, IZFiA wskazuje, że w celu wyeliminowania wszelkich niejasności interpretacyjnych po stronie interesariuszy nieodzownym wydaje się przyjęcie przez KNF rozwiązania/polityki zgodnie z którą tego rodzaju inicjatywy (projekty wytycznych, rekomendacji itp.), będą uprzednio konsultowane z rynkiem, na wzór rozwiązań funkcjonujących na rynku europejskiej, których przykładem mogą być działania ESMA czy FSA.Natomiast w celu podniesienia skuteczności sprawowanego nadzoru, w ocenie IZFiA szczególnego znaczenia nabierają wskazane w Strategii usprawnienie procesów analitycznych oraz zastosowanie bardziej zaawansowanych technologii dostępu do rynku. IZFiA od lat zwraca uwagę na zapisy Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie okresowych sprawozdań oraz bieżących informacji dotyczących działalności i sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych dostarczanych przez te podmioty Komisji Nadzoru Finansowego, które wymaga kompleksowego przeglądu pod kątem zapewnienia nadzorcy wyłącznie niezbędnych informacji w ilości i formacie pozwalającym na ich sprawną analizę.W zakresie proaktywnego podejścia KNF do nadzoru nad instytucjami finansowymi w celu zapobiegania nadużyciom lub niewłaściwemu funkcjonowaniu rynku finansowego wydaje się, że w założeniach Strategii została pominięta niezwykle istotna dla bezpieczeństwa rynku finansowego i jego klientów kwestia działań KNF podejmowanych w kontekście sprzedaży produktów finansowych przez podmioty/osoby prywatne, które nie posiadają odpowiedniego zezwolenia na świadczenie tego rodzaju usług i nie podlegają nadzorowi KNF. Proaktywne podejście regulatora powinno zostać wyraźnie rozszerzone również na inne instytucje oraz osoby fizyczne działające na rynku, a niebędące podmiotami regulowanymi.Zmiana przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym w szczególności wprowadzenie pełnej komunikacji elektronicznej do 2020 r., dopuszczenie w szerokim wymiarze używania języka angielskiego, skrócenie terminów wydawania decyzji, wprowadzenie edycji dokumentów w trybie on-line, stosowanie nowych kanałów komunikacji, w tym konferencji telefonicznych i wideo oraz wzrost jakości usług świadczonych przez nadzorcę w pełni zasługują na poparcie i stanowią istotny element w procesie wspierania rozwoju polskiego rynku finansowego. Niemniej w ocenie IZFiA odejście od regulacji Kodeksu postępowania administracyjnego, który zawiera również istotne gwarancje praw strony postępowania, powinno być dokonywane z rozwagą i w sposób nienaruszający konstytucyjnych praw podmiotów funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 355 | IZFiA | 4.3.2. (Usprawnienie procesu legislacyjnego w zakresie rynku kapitałowego i unikanie gold-platingu) | IZFiA w pełni popiera zmiany zaproponowane w obszarze procesu legislacyjnego aktów prawnych dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego. Niewątpliwie, na rynku kapitałowym gdzie zmiany regulacyjne pociągają za sobą przeważnie zmiany technologiczne i systemowe, odpowiedni okres dostosowawczy jest szczególnie istotny. W ostatnich latach był on niestety wielokrotnie skracany z uwagi na potrzebę wypełnienia obowiązków w zakresie implementacji do polskiego porządku prawnego aktów prawa europejskiego. Niemniej prawidłowe wdrożenie przepisów wymaga nie tylko odpowiedniego okresu dostosowawczego ale również odpowiednio wcześniej opublikowanych wytycznych i stanowisk KNF.Podkreślenia wymaga, że z perspektywy rozwoju i konkurencyjności rodzimego rynku finansowego, w tym rynku funduszy inwestycyjnych, niebywale istotne jest unikanie gold- platingu, zatem rozwiązania zmierzające do jego eliminacji zdecydowanie zasługują na poparcie. Niemniej jednak podkreślić należy, że wskazana na stronie 39 Strategii lista przepisów stanowiących gold-plating jest jedynie przykładowa i konieczne jest zorganizowanie wspomnianej w Strategii grupy roboczej, która przeprowadzi proces konsultacji z podmiotami wszystkich sektorów rynku kapitałowego w celu zidentyfikowania nadmiarowych przepisów, które następnie mają zostać wyeliminowane z obrotu prawnego. Należy mieć na uwadze, że rozwiązania stanowiące gold-plating, które zmniejszają konkurencyjność rynku, obejmują znacznie większy zakres regulacji, które wymagają działania, a ich eliminacja będzie miała pozytywny wpływ na funkcjonowania instytucji finansowych funkcjonujących na polskim rynku, w tym funduszy inwestycyjnych czy zakładów ubezpieczeń.Działania zmierzające do eliminacji gold-platingu z polskiego prawodawstwa nie powinny mieć przy tym jedynie charakteru działań podejmowanych ex-post. Mając na uwadze jakie nakłady, nie tylko finansowe, pociąga za sobą tworzenie i wdrażanie przepisów nadmiarowych, idea odejścia od gold-platingu powinna stale przyświecać prawodawcy, który już na etapie projektowania nowych regulacji rozważyć powinien możliwe konsekwencje tworzenia nowych obowiązków. Niestety nawet w ramach procesów legislacyjnych toczących się równolegle do przedmiotowej dyskusji o Strategii, IZFiA obserwuje tworzenie przepisów o charakterze wskazującym na gold-plating.Nawet proponowane w Strategii wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego (w ramach pkt. 4.3.3.) wymaga uważnej analizy. Propozycja wydaje się nadmierna w kontekście świadczenia usługi zarządzania portfelami w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Mając na uwadze, że wymóg ten nie wynika wprost z regulacji unijnych może stanowić przykład gold-platingu.Niezależnie od przeglądów podyktowanych potrzebą eliminacji gold-platingu, zaproponowane rozwiązania w sferze legislacyjnej powinny zostać rozszerzone również o dokonywanie przez ustawodawcę wraz KNF przeglądu wdrożonych regulacji prawnych w określonym okresie po ich wejściu w życie, tak aby możliwym było dokonanie ogólnej analizy ich funkcjonowania, obejmującej weryfikację praktycznego stosowania przepisów, z należytym uwzględnieniem m.in. zmian na rynku oraz wykonalności, kosztów i ewentualnych korzyści z wprowadzenia nowych wymogów prawa. Takie rozwiązanie pozwoli sprawnie zmodyfikować lub wyeliminować z systemu prawnego rozwiązania nieadekwatne, nadmierne lub niespełniające zakładanego celu. Takie rozwiązanie jest już stosowane przez Komisję Europejską w ramach wdrażania regulacji unijnych i stanowi bardzo przydatne rozwiązanie w procesie stanowienia prawa. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 356 | IZFiA | 4.4.2. (zachęty podatkowe dla inwestorów) | Możliwość kompensacji strat kapitałowych poniesionych w związku z inwestycjami w jedne instrumenty finansowe z zyskami z innych instrumentów finansowych (w szczególności z jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych) jest zdecydowanie propozycją pozytywnie wpływającą na rynek, przy czym, w tym kontekście należy również mieć na uwadze zapewnienie niskich kosztów sposobu realizacji tego procesu np. w przypadku konieczności wystawiania PIT 8C przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych dla uczestników funduszy inwestycyjnych otwartych, gdzie skala wystawianych i wysyłanych dokumentów byłaby bardzo duża i mogłaby istotnie zwiększyć koszty operacyjne.Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla inwestorów, jest działaniem, które powinno mieć pozytywny wpływ na rozwój polskiego rynku kapitałowego. Mając jednak na uwadze, że rynek polskich funduszy inwestycyjnych, jest istotnym elementem polskiego rynku kapitałowego niebywale istotne jest, aby analogiczne rozwiązania dotyczące obniżenia opodatkowania od dywidend w przypadku długoterminowego inwestowania zostały wdrożone również w kontekście zysków kapitałowych związanych z inwestowaniem w jednostki funduszy inwestycyjnych. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku.  |
| 357 | Kancelaria Prezesa Rady Ministrów | 4.2.2. | w nawiązaniu do przekazanego projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (ID212) w działaniu „Zaufanie" w część „Wzmacnianie i przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego" w punkcie 4.2.2. na str. 30 w pkt 2 zapisano: „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" - należy zwrócić uwagę, iż funkcjonują wydane przez Giełdę Papierów Wartościowych „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016', do których zasad stosują się spółki publiczne z udziałem Skarbu Państwa. Ponadto w drugiej części zdania proponuję przywołać obowiązujący dokument tj. Zasady nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa, przyjęte przez Prezesa Rady Ministrów zgodnie z ustawą z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym. | Uwaga **przyjęta**. |
| 358 | Ministerstwo Infrastruktury | Uwaga o charakterze ogólnym | W projekcie nie przedstawiono analizy słabych i mocnych stron aktualnego rynku kapitałowego oraz szans i zagrożeń jego rozwoju. Bez powyższego trudno ocenić czy wskazywane cele i proponowane działania spełniają misję i wizję rozwoju rynku kapitałowego, a tym bardziej nadać im stosowne priorytety, wskazać zasoby do ich realizacji, itp. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 359 | Ministerstwo Infrastruktury | Uwaga o charakterze ogólnym | W odniesieniu do zakresu działania resortu infrastruktury, tj. transportu i utrzymania stosownej infrastruktury, materiał nie zawiera, w mojej opinii, jasno wytyczonych planów rozwoju surowcowego rynku giełdowego, na którym odbywałby się handel spotowy wystandaryzowanymi materiałami budowlanymi, np.: cementem, stalą zbrojeniową, kruszywami itp., czy giełdy energii, gdzie odbywałby się handel spotowy na ropopochodne nośniki energii (olej napędowy, olej opałowy, benzyn silnikowych itp.). Podobnie brakuje planów rozwoju giełd terminowych, na których odbywałby się handel kontraktami terminowymi na ww. surowce. Chodzi o stabilizowanie cen surowców, które ma wpływ na ceny w kontraktach na budowę infrastruktury i koszty transportu. Wskazywane kontrakty spotowe i terminowe mogłyby być pomocne do zabezpieczania swoich kontraktów przez firmy transportowe, wykonawców, stronę publiczną (na poziomie rządowym i samorządowym, w szczególności w związku z wprowadzanymi klauzulami do kontraktów nt. partycypacji we wzroście kosztów surowców budowlanych na kontraktach budowlanych). Bez uruchomienia tego typu kontraktów nie będzie narzędzi do obiektywnego wskazywania zmian cen na konkretnych surowcach budowlanych i nośnikach energii, które aktualnie stanowią sedno sporu przy rozliczaniu kontraktów. Wskazywanymi kontraktami powinni być zainteresowani również producenci surowców, wytwórcy i dystrybutorzy paliw w celu stabilizacji swoich przyszłych krótkoterminowych przychodów i zysków, w celu obniżania ryzyka operacyjnego swojej działalności i budowania projektów inwestycyjnych obniżających koszty jednostkowe i zwiększających wydajność. | Uwaga **przyjęta.**  |
| 360 | Ministerstwo Infrastruktury | Uwaga redakcyjna (str. 33) | Na str. 33 w przypisie 43 brakuje roku uchwalenia ustawy z dnia 9 listopada o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym (...), na mocy której została wprowadzona Rada Edukacji Finansowej. | Uwaga **przyjęta**. |
| 361 | RCL | 4.2.2. | W ramach działania 4.2.2. w Strategii zaproponowano przyznanie Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dodatkowych uprawnień w celu skuteczniejszego egzekwowania standardów ładu korporacyjnego (str. 29 projektu). W tym zakresie:1) wątpliwości budzi wskazanie „GPW" (Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.) jako podmiotu, któremu mają być przyznane takie uprawnienia - nie jest bowiem jasne, czy intencją jest przyznanie szczególnego statusu temu podmiotowi, czy też - biorąc po uwagę, iż uprawnienia te mają być adresowane do „spółek notowanych na rynku regulowanym" - kompetencje takie miałyby być przyznane każdej spółce prowadzącej rynek regulowany;2) doprecyzowania wymaga propozycja „wprowadzenia sankcji za nieprzestrzeganie zasad ładu korporacyjnego" - należy mieć bowiem na uwadze, że obecnie zasady ładu korporacyjnego nie zostały sformułowane w aktach normatywnych stanowiących źródła prawa powszechnie obowiązującego (Strategia nie zawiera propozycji zmiany ich charakteru prawnego). W związku z powyższym, potencjalne „sankcje" za nieprzestrzeganie tych zasad byłyby uzależnione od istnienia obowiązku ich przestrzegania i podstawy jego powstania | Uwaga **przyjęta** w całości.  |
| 362 | RCL | 4.3.1. | W ramach działania 4.3.1. w Strategii zaproponowano zmianę przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym „umożliwienie procedowania w języku angielskim" (str. 36-37). W tym zakresie należy podkreślić, że zgodnie z art. 4 ustawy z dnia 7 października 1999 r. o języku polskim, język polski jest językiem urzędowym, m.in. instytucji powołanych do realizacji określonych zadań publicznych, a także organów państwowych osób prawnych w zakresie, w jakim wykonują zadania publiczne. Jakkolwiek przy tym, jak wskazuje art. 5 tej ustawy, przepisy szczególne mogą wprowadzać odstępstwa od dokonywania czynności urzędowych i składania oświadczeń woli przez podmioty wykonujące zadania publiczne w języku polskim (oraz składania w języku polskim oświadczeń czy podań instytucjom wykonującym zadania publiczne), to zakres takich odstępstw winien zachować charakter niezbędnego wyjątku - również ze względu na ich konsekwencje. W szczególności zauważyć należy, że dokumenty sporządzane w określonym postępowaniu administracyjnym w języku angielskim będą wymagały tłumaczenia na język polski na etapie postępowania sądowego, jak też w każdym innym postępowaniu, w którym mogą one być wykorzystywane, co może znacznie wydłużyć czas prowadzenia takich postępowań oraz zwiększyć ich koszty. W kontekście wskazanego w Strategii obszaru „dopuszczenia" języka angielskiego (sporządzanie w tym języku „prospektów emisyjnych i dokumentacji dotyczącej bieżących obowiązków informacyjnych"), należy też zwrócić uwagę na obowiązek stosowania języka polskiego na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w obrocie z udziałem konsumentów (art. 7 ustawy o języku polskim) oraz na niespójność tej propozycji z działaniem 4.2.1 Wzmacnianie zaufania (str. 28), wskazującym jako cel Strategii zapewnienie wysokiej ochrony „w szczególności inwestorom indywidualnym", nadto - „bez konieczności ponoszenia przez nich nadmiernych opłat na rzecz pośredników i doradców". | Uwaga **przyjęta**.  |
| 363 | RCL | 4.3.4. (dot. SICAV) | Część propozycji planowanych działań przedstawiono w Strategii jako obejmujące wprowadzenie określonych, skonkretyzowanych rozwiązań prawnych, co może być ocenione jako przedwczesne, w świetle wymogów (w szczególności w zakresie niezbędnych analiz), jakie winien spełnić projektodawca przed opracowaniem projektu ustawy. Przykładowo, w ramach działania 4.3.4. Strategia przewiduje jako „uzasadnione" wprowadzenie nowego modelu funduszu inwestycyjnego, odpowiadającego konstrukcji spółki inwestycyjnej ze zmiennym kapitałem, przez „stworzenie dodatkowej formy prawnej dla prowadzenia działalności wspólnego inwestowania" (str. 44). W ocenie RCL, nie można wykluczyć, że przyjęcie określonego rozwiązania, zwłaszcza o charakterze systemowym, nie zostanie uznane za optymalne po przeprowadzeniu szczegółowych analiz takiego rozwiązania, w tym jego skutków (projektowana Strategia takich skutków, jak też ram finansowania działań w niej ujętych, nie przedstawia). W takich przypadkach właściwsze wydaje się sformułowanie takich działań przez odniesienie się do przeprowadzenia właśnie takich analiz zasadności czy możliwości wprowadzenia określonego rozwiązania (jak np. w przypadku działania 4.3.3., w ramach którego przewiduje się na str. 40 „rozważenie stworzenia dedykowanego urzędu prokuratorskiego i odrębnego sądu" w sprawach dotyczących rynku finansowego). | Uwaga **przyjęta**.  |
| 364 | RCL | Wstęp | Z informacji przedstawionych we Wstępie projektowanej Strategii (str. 9), w tym z faktu powołania się na art. 13 ust. 3 ustawy z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju, wynika, że Strategia jest strategią rozwoju, o której mowa w art. 9 pkt 3 tej ustawy. W takim przypadku należy zauważyć, że wymaganym zgodnie z art. 13 ust. 1 pkt 6 tej ustawy elementem strategii jest określenie „systemów realizacji i ram finansowych" - projekt, jak się wydaje, takiego elementu nie zawiera. | Uwaga **odrzucona**. Projekt zawiera wskazane elementy.  |
| 365 | MIR | Uwaga o charakterze ogólnym | Projekt Strategii pomija kwestie związane z rozwojem venture capital w Polsce, a więc tego segmentu rynku kapitałowego, którego zadaniem jest finansowanie inwestycji podwyższonego ryzyka. W słowniczku zawarto definicję venture capital ("rodzaj inwestycji w przedsiębiorstwa niepubliczne będące w początkowej fazie rozwoju o średnim lub długim horyzoncie inwestycyjnym, charakteryzujące się wysokim ryzykiem; inwestycje typu venture podejmowane są przez wyspecjalizowane podmioty - fundusze venture capital, które również wspierają organizacyjnie działalność rozwijającego się przedsiębiorstwa"), ale w treści Strategii termin ten nie pojawia się ani razu, żaden z kierunków działań wskazanych w Strategii nie odnosi się do VC. Biorąc pod uwagę znaczenie VC dla gospodarki wydaje się, że Strategia powinna poruszać również kwestie rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego.  | Uwaga **przyjęta**.  |
| 366 | MIR | Uwaga o charakterze ogólnym (rozwiązania podatkowe – inwestycje długoterminowe) | Rozwinięcia wymagają rekomendacje dotyczące poprawy rozwiązań podatkowych w zakresie długoterminowych oszczędności. Wysoka konsumpcja i bardzo niski poziom oszczędności są wskazywane jako bolączka polskiego społeczeństwa Strategia słusznie wskazuje, że najlepszą zachętą dla oszczędności będzie zmniejszenie podatku od zysków kapitałowych. Brak jest jednak rozwinięcia tego pomysłu. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 367 | MIR | Edukacja w zakresie rynku finansowego | Strategia słusznie stawia na edukację finansową społeczeństwa, choć jej instrumenty, przedstawione w Strategii nie zostały rozwinięte. Można przykładowo rozważyć działania stawiające na edukację finansową i ekonomiczną od podstaw (obowiązkową w szkołach podstawowych i średnich) lub na uniwersytetach trzeciego wieku. | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 368 | MIR | Uwaga o charakterze ogólnym (Tworzenie aktów prawnych) | Postulat zwiększenia zaangażowania podmiotów rynku w proces tworzenia aktów prawnych (w tym unijnych) na możliwie wczesnym etapie, proponuję uzupełnić o głos organizacji prokonsumenckich. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 369 | MIR | Pkt 4.6 (dot. start-upów) | W kontekście rekomendacji dotyczących ułatwień dla start-upów, zwracam uwagę na istniejące już rozwiązanie prostej spółki akcyjnej. Strategia powinna je zauważyć. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 370 | MIR | Pkt 4.2.4. | Brakuje konkretnych propozycji działań w obszarze "zasoby ludzkie". | Uwaga **wyjaśniana**.  |
| 371 | MIR | Uwaga o charakterze ogólnym | Strategia nie odpowiada na problemy narastającego problemu bezpieczeństwa cyfrowego na rynku finansowym, które jest niezbędne dla rozwoju rynku finansowego i kapitałowego w Polsce. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości.  |
| 372 | MRPiPS | Pkt. 4.3.4. | W związku z nadesłaniem projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, pragnę zwrócić uwagę, że zawarte w nim rekomendacje odnoszące się do reform w zakresie regulacji obejmują m.in. propozycje wprowadzenia nowych rozwiązań legislacyjnych, dotyczących w szczególności zezwolenia udzielania pożyczek papierów wartościowych funduszom inwestującym w celach emerytalnych, czy też zabezpieczania przez nie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. W tym kontekście należy mieć na uwadze, że propozycje ewentualnych zmian regulacyjnych powinny uwzględniać wyniki przeglądu funkcjonowania systemu emerytalnego, dokonanego na podstawie art. 32 ust. 2 ustawy z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz. U. poz. 398 i 1175 oraz z 2013 r. poz. 1717). | Uwaga **przyjęta**. |
| 373 | MS | 4.3.3. | Przedstawiony projekt, w podrozdziale 4.3.3. Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów, odnosi się bezpośrednio do oczekiwanych od Ministerstwa Sprawiedliwości działań i wskazuje potrzebę utworzenia prokuratury i składów sędziowskich specjalizujących się w sprawach z zakresu rynku finansowego (Wprowadzenie sądów specjalizujących się z sprawach rynku finansowego, str. 40 projektu).Wedle treści projektu: „Ministerstwo Sprawiedliwości powinno rozważyć stworzenie dedykowanego urzędu prokuratorskiego i odrębnego sądu (podobnego w swym charakterze do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów), którym będą powierzane sprawy cywilne, karne i administracyjne (w ramach odrębnych izb) dotyczące rynku finansowego. Sędziowie specjalizowaliby się w różnych segmentach rynku finansowego, w tym rynku kapitałowego oraz byliby uzupełniani przez zespoły biegłych sądowych. Dedykowana prokuratura natomiast powinna ściśle współpracować z KNF i innymi urzędami państwowymi sprawującymi nadzór nad rynkiem finansowym (np. z Rzecznikiem Finansowym, Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów). W tym zakresie należy wprowadzić także skuteczne kanały wymiany informacji pomiędzy tymi instytucjami".Z uwagi na daleko idącą specyfikę spraw, złożoność praw rynku finansowego i praktyk obowiązujących na tym rynku, a także doświadczenia i rozwiązania w tym zakresie przyjęte w jurysdykcjach europejskich, idea wprowadzenia do polskiego porządku prawnego sądów wyspecjalizowanych w sprawach dotyczących rynku finansowego niewątpliwie wymaga pogłębionej analizy.Zawarta w projekcie Strategii propozycja utworzenia sądów specjalistycznych w dziedzinie finansów wpisuje się w kierunek wprowadzanych aktualnie w sądownictwie powszechnym zmian zmierzających do specjalizacji sądów w tych obszarach, w których dochodzi do daleko idącej specyfikacji spraw i stale rosnącej ich ilości.Ministerstwo Sprawiedliwości przychylnie ocenia ogólny projekt i zamysł powołania sądów specjalizujących się w sprawach z zakresu rynku finansowego, jednak ostateczne stanowisko resortu co do proponowanych rozwiązań, poprzedzone będzie analizą dotyczącą konkretnych już propozycji i przedstawionych szczegółowych rozwiązań.Na zakończenie podnieść należy, że stworzenie dedykowanego urzędu prokuratorskiego leży, co do zasady, poza zakresem właściwości Ministerstwa Sprawiedliwości | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |
| 374 | MC | Uwaga ogólna (blockchain i pkt. 4.6.)  | W odpowiedzi na pismo z dnia 28 lutego 2019 r. w sprawie uzgodnień międzyresortowych projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, uprzejmie informuję, iż Ministerstwo Cyfryzacji nie wnosi szczegółowych uwag do projektu przedmiotowego dokumentu.Jednocześnie podzielam opinię, że rozwinięty rynek kapitałowy zapewnia większą dywersyfikację sposobów finansowania gospodarki i obniża koszt pozyskania kapitału. Wdrażanie nowych technologii oraz rozwój nowych spółek technologicznych, w tym z obszaru FinTech, dobrze służy tym celom. Dlatego temat nowych instrumentów finansowych oraz nowych instrumentów płatności stał się wiodącym wątkiem dyskusji podjętej w grupie roboczej ds. rejestrów rozproszonych i blockchain, która została utworzona w ramach strumienia ds. rejestrów rozproszonych w Zespole zadaniowym „Od papierowej do cyfrowej Polski" funkcjonującym przy Komitecie Rady Ministrów ds. Cyfryzacji. Grupa gromadzi szerokie grono interesariuszy i ekspertów runku oraz rozwoju zastosowań technologii, w tym blockchain. W ramach grupy został utworzony zespół ds. sektora finansów i rynków kapitałowych, który zorganizował się w trzech podzespołach: (i) ds. instrumentów płatności, (ii) ds. instrumentów finansowych oraz (iii) ds. RODO, identyfikacji elektronicznej i AML. Reprezentują one spory potencjał firm technologicznych z obszaru blockchain, prawa nowych technologii, a także sektorowych użytkowników.Tematyka blockchain jest sygnalizowana kilkukrotnie w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Przewiduje się wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT), np. przez wprowadzenie pilotażowego programu krajowego i zakłada się testowanie blockchain w niektórych wybranych zastosowaniach. Tego rodzaju działania są nie tylko potrzebne, ale wręcz niezbędne w kontekście zapewnienia konkurencyjności i modernizacji polskiej gospodarki. Dlatego powinny być zdecydowane i odważne, aby zapewnić właściwe tempo rozwoju i nie stracić okazji, które już wykorzystują dynamicznie rynki kapitałowe i finansowe w wielu innych krajach. Firmy technologiczne w Polsce potrzebują wyraźnego komunikatu, że strategia nie tylko sprzyja nowym technologiom, dążąc do uelastycznienia możliwości rozwoju rynku, ale że nowe rozwiązania można stosować bez zbędnej zwłoki już dzisiaj.Potrzeba tworzenia sprzyjających warunków dla rozwoju nowych technologii, była też główną inspiracją do zawarcia porozumienia pomiędzy Ministerstwem Cyfryzacji a Giełdą Papierów Wartościowych, którego celem jest współpraca na rzecz zwiększenia wykorzystania w administracji publicznej technologii blockchain, w szczególności w postaci rejestrów rozproszonych, przez zapewnienie zgodności regulacyjnej.Mając na uwadze powyższe, byłoby jak najbardziej celowe, aby działania te były uspójnione z pracami grup roboczych przewidzianych w Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego do utworzenia przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego. W związku z tym, deklaruję chęć współpracy ze strony Ministerstwa Cyfryzacji w obszarze rozwoju rynków kapitałowych, z uwzględnieniem analizy możliwości wykorzystania technologii rejestrów rozproszonych. | Uwaga **przyjęta**. |
| 375 | MPiT | Uwaga ogólna | Nazwa i umocowanie dokumentu - Komitet Koordynacyjny do spraw Polityki Rozwoju uchwałą nr 56 z dnia 23 maja 2017r. wskazał następujące horyzontalne zintegrowane strategie do opracowania (aktualizacji): Strategia innowacyjności i efektywności gospodarki (Strategia Produktywności), Strategia rozwoju kapitału ludzkiego, Strategia rozwoju kapitału społecznego (współdziałanie, kultura, kreatywność), Strategia Sprawne Państwo, Krajowa Strategia Rozwoju Regionalnego, Strategia zrównoważonego rozwoju wsi, rolnictwa i rybactwa, Strategia rozwoju transportu, Polityka energetyczna Polski, Strategia zarządzania środowiskiem (Polityka ekologiczna państwa 2030). Dlatego też przedłożony projekt dokumentu nie jest strategią i nie może nosić takiej nazwy. Polityki publiczne - dokumenty nieobligatoryjne o charakterze pomocniczym, wskazujące kierunki działań skupione wokół danej dziedziny, sektora lub adresowane do określonego terytorium (jak przedmiotowa Polityka Rozwoju Rynku Kapitałowego) powinny wynikać z odpowiednich zintegrowanych strategii rozwoju. Przedłożony dokument (Polityka Rozwoju Rynku Finansowego) powinien więc wynikać z zapisów tworzonej właśnie Strategii Produktywności i odwoływać się do niej, czego nie robi. Projekt Strategii Produktywności natomiast wskazuje, że konieczność zapewnienia dostępu do finansowania inwestycji krajowym przedsiębiorstwom jest jednym z najważniejszych obecnych wyzwań. Polityka umocowana w Strategii, winna ją uszczegóławiać i operacjonalizować. Stąd MPiT postuluje aby Ministerstwo Finansów dokonało stosownych zmian w projekcie, mających na celu prawidłowe wpisanie tworzonego dokumentu w istniejący System Zarzadzania Rozwojem Polski.  | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 376 | MPiT | Uwaga ogólna (w szczególności kwestie podatkowe) | Strategia wydaje się być bardziej skoncentrowana na stronie podażowej (szerokie rozwiązania skierowane do emitentów instrumentów finansowych, regulatorów, etc) niż popytowej (potencjalni inwestorzy). W szczególności dotyczy to inwestorów indywidulanych, dla których zaprezentowany pakiet zachęt wydaje się być skromny i sprowadza się do kilku zachęt natury podatkowej, które w nieznacznym stopniu zmieniają obecnie obowiązujące zasady i nie idą w kierunku postulatów zgłaszanych przez środowiska inwestorów indywidulanych (np. całkowite zniesienie podatku od zysków kapitałowych). | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 377 | MPiT | Uwaga ogólna (pkt 2) | Strategia nie zawiera jasnego określenia priorytetyzacji swoich celów. Skupianie się na lobbingu poprzez otwieranie dedykowanego biura w Brukseli w świetle zidentyfikowanych problemów wewnętrznych oraz braku określenia celów lobbingowych nie wydaje się właściwe. | Uwaga **wyjaśniona.** |
| 378 | MPiT | Streszczenie (ład korporacyjny, str. 10)Pkt. 4.3.  | Kwestie dotyczące poprawy kwestii związanych z wdrażaniem ładu korporacyjnego wydają się zbyt szczegółowe i rozbudowane. Szczególne wątpliwości budzą propozycje stosowania sankcji za nieprzestrzeganie zasad określonych w Strategii (zachęty dla przestrzegających zasada wydają się być bardziej korzystne i efektywne). Wyjaśnienia wymaga także zaproponowana przez autorów kwestia powiazania wskaźnika C/Z (cena do zysku) z przestrzeganiem właśnie ładu korporacyjnego. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 379 | MPiT | 4.2.3.1.; 4.2.3.3. | Dość niejednorodnie została potraktowana kwestia rozwoju edukacji w zakresie rynków finansowych i kapitałowych. Postulat stworzenie Strategii Edukacji Finansowej nie został uzasadniony. Wydaje się, że odpowiednie zapisy ramowe mogą znaleźć się w Strategii Rozwoju rynku Kapitałowego i znacznej mierze zostały już w niej zawarte (pkt. 4.2.3.1. Oszczędności). | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 380 | MPiT | 4.2.4. | Działania w zakresie zasobów ludzkich w postaci postulowanego działania: Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego profesjonalistów z branży IT i finansów, w tym przede wszystkim Polaków pracujących w wiodących firmach za granicą, skądinąd bardzo słuszne, zostało przez autorów potraktowane zbyt skrótowo. Przede wszystkim nie zawarto koncepcji w jakich sposób można osiągnąć postulowany cel. | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 381 | MPiT | 4.3.3. (str. 42) | Szczegółowego rozważenia wydaje się wymagać postulat Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego. Poza doprecyzowaniem w zakresie ochrony danych osobowych w ww. przypadku należy także spodziewać się konieczności dookreślenia dodatkowych kwestii i wątpliwości które mogą się pojawić za strony instytucji rynku kapitałowego objętych tym obowiązkiem. Np. w kwestiach dotyczących przechowywania nagrań, okresu ich przechowywania, odpowiedzialności i ewentualnych sankcji za przedwczesne utracenie itp. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości – konkretne rozwiązania zostaną wypracowane w fazie implementacyjnej.  |
| 382 | MPiT | Uwaga ogólna (dot. PE/VC) | Strategia nie obejmuje analizy sytuacji ani propozycji działań specyficznych dla obszarów private equity / venture capital. Wydaje się, że są to na tyle ważne tematy (finansowanie młodych, ryzykownych, innowacyjnych spółek) że powinny zostać objęte Strategią. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 383 | MPiT | Uwaga ogólna (dot. celu głównego) | Strategia nie osadza rynków kapitałowych w kontekście całego systemu finansowania przedsiębiorstw. Jest to istotne m.in. z uwagi na szeroko sformułowany cel SRKK, którym jest „poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej". Na realizację tak sformułowanego celu wpływa wiele innych działań niż te opisane w strategii. W skrajnym przypadku można wyobrazić sobie sytuację, w której Strategia w ogóle nie jest realizowana a jej cel główny zostaje osiągnięty – dzięki poprawie warunków finansowania bankowego, finansowaniu zagranicznemu, leasingowi, bankowości spółdzielczej, rozwojowi rynku PE/VC i finansowania mezzanine, rozwojowi funduszy pożyczkowych i poręczeniowych oraz systemu gwarancji itp. Wskazane byłoby zatem uwzględnienie kontekstu, jaki tworzą ww. obszary tematyczne, co najmniej poprzez opis komplementarności z innymi dokumentami rządowymi, w których zaplanowane zostały działania w ww. obszarach. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 384 | MPiT | Uwaga ogólna (dot. inwestorów indywidualnych)  | Sugerujemy silniejsze zaakcentowanie perspektywy drobnego inwestora indywidualnego. Przy tak szeroko zakrojonym celu głównym dotyczącym przedsiębiorstw, symetrycznie do rangi drugiego celu głównego być może powinna zostać wyniesiona poprawa atrakcyjności i bezpieczeństwa form lokowania oszczędności. Przy czym zwłaszcza w perspektywie nieprofesjonalnego konsumenta usług finansowych - którego Strategia próbuje nakłonić do oszczędzania - szczególnie ważne jest holistyczne spojrzenie na rynek, kompleksowo uwzględniające wnioski ze znanych afer kryminalnych, dość chyba powszechnego działania na szkodę klienta eufemistycznie określanego mianem misselingu" („polisolokaty"), wysokich i nieprzejrzystych opłat za zarządzanie instrumentami czy wąskiej oferty produktowej na rodzimym rynku (praktyczny brak funduszy pasywnych). Kluczowym problemem wydaje się tu ogromna asymetria informacji między sprzedawcą a klientem usług finansowych, którą należałoby kompleksowo i konsekwentnie ograniczać. | Uwaga **odrzucona** – kwestia ochrony inwestorów indywidualnych jest zdaniem projektodawcy wystarczająco zaakcentowana w SRRK. |
| 385 | MPiT | Uwaga ogólna - wstęp | Strategia nie definiuje własnych projektów wykonawczych. Jedynie sama siebie postrzega jako projekt co jest nominalnie zgodne z nazewnictwem przyjętym w SOR natomiast kontrowersyjne w świetle teorii zarządzania, biorąc pod uwagę jej złożoność i wieloaspektowość. Zgodne z najlepszymi praktykami podejście do tematu wiązałoby się z przyjęciem dla strategii mechanizmów zarządzania strategią lub programem oraz wyodrębnienie projektów, poprzez które będzie one wdrażana. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 386 | MPiT | Pkt. 2  | W Strategii nie wskazano mierzalnych wskaźników realizacji jej celów | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 387 | MPiT | Uwaga ogólna | Sugerujemy rozważenie uwzględnienia w strategii roli rynku kapitałowego wspieranych (działania promocyjne) branż eksportowych uznanych za perspektywiczne w Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Czy i jak rynek kapitałowy mógłby się przyczynić do rozwoju branż, stanowiących ważną pozycję eksportową i tych, które mogą w przyszłości decydować o pozycji konkurencyjnej Polski w świecie. Są to następujące, określone w SOR, branże: (1) sprzęt medyczny, (2) maszyny i urządzenia, (3) kosmetyki, (4) IT/ ICT, (5) biotechnologia i farmaceutyka, (6) moda polska, (7) budowa i wykańczanie budowli, (8) jachty i łodzie, (9) meble, (10) polskie specjalności żywnościowe, (11) sektor usług prozdrowotnych, (12) części samochodowe wskazanym w SOR jest bowiem zwiększenie umiędzynarodowienia polskiej gospodarki i zwiększenie eksportu towarów zaawansowanych technologicznie. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 388 | MPiT | Str 12 i 68 | Dane dotyczące wydatków na innowacje. Brak szczegółowego źródła danych, a ich opis (wydatki na innowacje) wydaje się niewłaściwy. Według GUS nakłady na działalność innowacyjną poniesione w 2016r. wyniosły 28.3 mld zł w przedsiębiorstwach przemysłowych oraz 10,7 mld zł w przedsiębiorstwach usługowych. Wśród nakładów na innowacyjność, ponad 70% stanowią nakłady inwestycyjne. Natomiast wydatki na prace badawczo- rozwojowe w 2016 roku wyniosły 17,9 mld zł i to one stanowiły 0.97% polskiego PKB. Należy więc skorygować znajdujący się bądź opis znajdujący się na , bądź podawaną wartość, w obu miejscach. | Uwaga **przyjęta**. |
| 389 | MPiT | Str 21 | Zwiększenie skali oszczędności w gospodarce - Materiał zauważa ten problem, natomiast nie formułuje żadnych konkretnych propozycji w tym zakresie. Wyszczególnione jedynie potrzebne 4 działania (str. 31) nie zawierają one żadnych szczegółów i są listą życzeń (wzmocnienie edukacji, wdrożenie programów w celu przyciągnięcia oszczędności Polaków zza granicy, reformy podatkowe stymulujące oszczędzanie długoterminowe). O ile w przypadku zachęt podatkowych dla inwestorów (str. 48) zapisano konkretne propozycje, o tyle dla zwiększenia skali oszczędności - już nie. Zdaniem MPiT w tym miejscu powinno znaleźć się wyraźna zapowiedź likwidacji tzw. podatku Belki od inwestycji (w tym lokat) długoterminowych. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 390 | MPiT | Str 48 | Zachęty podatkowe dla inwestorów - do istniejących trzech propozycji zdaniem MPIT należałoby dopisać także ulgę podatkową w podatku dochodowym dla inwestorów inwestujących w innowacyjne, ryzykowne projekty poprzez fundusze VC. Ulga taka, funkcjonująca w innych krajach (np. w Wielkiej Brytanii), przyczynia się do stabilnego zasilania kapitałem prywatnym funduszy wysokiego ryzyka. Obecnie w Polsce znacząca cześć środków VC to środki publiczne (inwestowane przez PFR Ventures), ale należy dążyć do stabilnego i trwałego wzrostu udziału kapitału prywatnego w inwestycja vc. Ponadto, wskazane byłoby zniesienie podatku dochodowego od dywidend w przypadku inwestycji długoterminowych. | Uwaga **odrzucona**. Postulowane zmiany podatkowe spowodowałyby duże zmniejszenie wpływów do budżetu państwa. Uwagi są poza zakresem koncepcji zawartej w SRRK. |
| 391 | MPiT | Pkt. 2.2.3. (str 21) | Zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących - Akapit w sposób bardzo ogólny opisuje instytucje pośredniczące, a jednocześnie w planowanych działaniach na rzecz instytucji pośredniczących w pkt 4.5.5 również nie jest to jasno wskazane. Warto doprecyzować czy chodzi tu zarówno o publiczne czy tylko o prywatne instytucje pośredniczące. Warto też wymienić rodzaje instytucji pośredniczących, ponieważ nie każdy odbiorca dokumentu posiada uporządkowaną wiedzę w zakresie instytucji rynku finansowego. Czy chodzi tu na przykład tylko o giełdę, banki i fundusze inwestycyjne czy również o fundusze inwestujące w kapitał podwyższonego ryzyka typu venture capital, alternatywne spółki inwestycyjne? Jakie akty prawne regulują definicję oraz funkcjonowanie instytucji pośredniczących? | Uwaga **wyjaśniona**. |
| 392 | MPiT | Pkt 3 – bariery strukturalne | Bariery strukturalne - Należy rozważyć zaliczenie do barier strukturalnych niedostateczną aktywność w zakresie powstawania startupów i związaną z tym wciąż zbyt niską aktywność inwestorów kapitałowych w zakresie inwestowania w kapitał podwyższonego ryzyka. Ogólny brak tendencji do podejmowania ryzyka inwestycyjnego jest wciąż charakterystyczną cecha polskiego rynku kapitałowego. Programy rządowe od 2007 roku stopniowo zwiększają tendencję inwestorów do podejmowania ryzyka poprzez niwelowanie ryzyka za pomocą środków publicznych, jednak wciąż jest to główna bariera dla rozwoju instytucji pośredniczących na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. | Uwaga **wyjaśniona**.  |
| 393 | MPiT | Pkt. 4.6.  | Obszar 6 - Innowacje - W rozdziale tym należy poświecić kilka akapitów nie tylko startupom i crowdfundingowi ale również rozwojowi rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Zagadnienia z tego obszaru zostały zupełnie pominięte w SRRK, a inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka są jednym z głównym mechanizmów finansowych rozwoju innowacyjności. Kwestia wprowadzenia ulgi dla inwestorów z tego obszaru oraz możliwości kompensacji strat w funduszach inwestycyjnych została opisana powyżej. Pozostaje jednak kwestia analizy barier regulacyjnych dla ww. inwestorów. Dostępne formy tworzenia funduszy kapitału podwyższonego ryzyka – ASI oraz inne formy nadzoru funduszy przez KNF nie spełniają do końca oczekiwań funduszy venture capital/private equtiy. Stanowisko w tym zakresie powinno przedstawić Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych oraz PFR Ventures Sp. z o.o. | Uwaga **przyjęta**.  |
| 394 | MPiT | Pkt. 4.1. | Wdrożenie SRRK - Wdrożenie SRRK powinno być koordynowane przez Radę Rozwoju Rynku Finansowego oraz utworzony w strukturze MF Zespół ds. zarządzania projektem SRRK, tym niemniej należy rozważyć omawianie kwestii dotyczących wdrażania innowacji w ramach SRRK, tj/ Zaawansowane Innowacje 4IR (FintTech, Ekspansja i konkurencyjność międzynarodowa) na posiedzeniach międzyresortowego Zespołu ds. Innowacyjności, którego przewodniczącym jest Podsekretarz Stanu w MPiT Pan Marcin Ociepa. | Uwaga **przyjęta** do wiadomości. |
| 395 | MPiT | Pkt. 4.5.1.  | Rynek akcji - pkt 4.5.1 - Zapis o współpraca GPW i PAIH polecająca na ustanowieniu przedstawiciela polskiego rynku kapitałowego za granicą nie jest zrozumiały. Powoływanie nowych instytucji lub przedstawicieli za granicą w tak wąskim zakresie wydaje się być nadużyciem w zakresie kosztów ponoszonych ze środków publicznych | Uwaga **przyjęta** co do kierunku. |

1. W szczególności działalność KDPW S.A. i KDPW\_CCP S.A. ma związek z prowadzeniem polityki pieniężnej, co zostało jednoznacznie odzwierciedlone w wyroku Trybunału Konstytucyjnego z dnia 16 lipca 2009 r. (Kp 4/08). [↑](#footnote-ref-1)
2. W przypadku niespłacenia przez KDPW\_CCP S.A. zaciągniętego przez ten podmiot w NBP kredytu śróddziennego, ze względu na normę prawną określoną w art. 123 Traktatu
o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej oraz to, że podmiot ten nie jest instytucją kredytową, nie byłoby możliwe przekształcenie tego kredytu w kredyt udzielany przez bank centralny na termin O/N, z czego mogą korzystać banki. [↑](#footnote-ref-2)